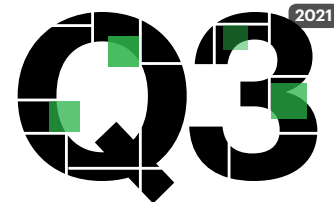




市场观点



通过 ESG 可持续投资 推动改变与增长

道明财富资产配置委员会 (TD Wealth Asset Allocation Committee) 概观

- 我们预期在全球经济增长加速的推动下，将出现暂时的通胀波动。然而，我们认为这更像是一种周期性现象，而不是结构性的转变（长期）。我们预料当价格的较高同比增幅（基数效应）回落，通胀水平将随着经济活动恢复正常而趋于稳定。
- 正在增强的经济状况，加上盈利增长势头和低利率，继续进一步支持我们在策略性投资期内偏好全球股票而非固定收入。然而，相对于之前 12 个月来看，股票的回报率可能会显著放缓。
- 除了通胀之外，主要的市场不利因素还包括全球疫苗接种步伐不均、变种病毒出现、个人和公司税率有可能调高，以及相对股票估值偏高。
- 我们维持在整体上偏向减持固定收入，但是略为增持投资级别企业债券。尽管息差显著收紧，我们看到信贷市场中若干细分部分的价值。企业债券与政府债券相比，也具有收益优势。政府债券带来负值的实际回报，因而仍然缺乏吸引力。
- 我们认为实物资产显得更加重要，有助于投资组合在更可接受的波动水平下获得更高的相对回报。按揭贷款、基础设施和房地产等另类资产，也可以对冲通胀风险。

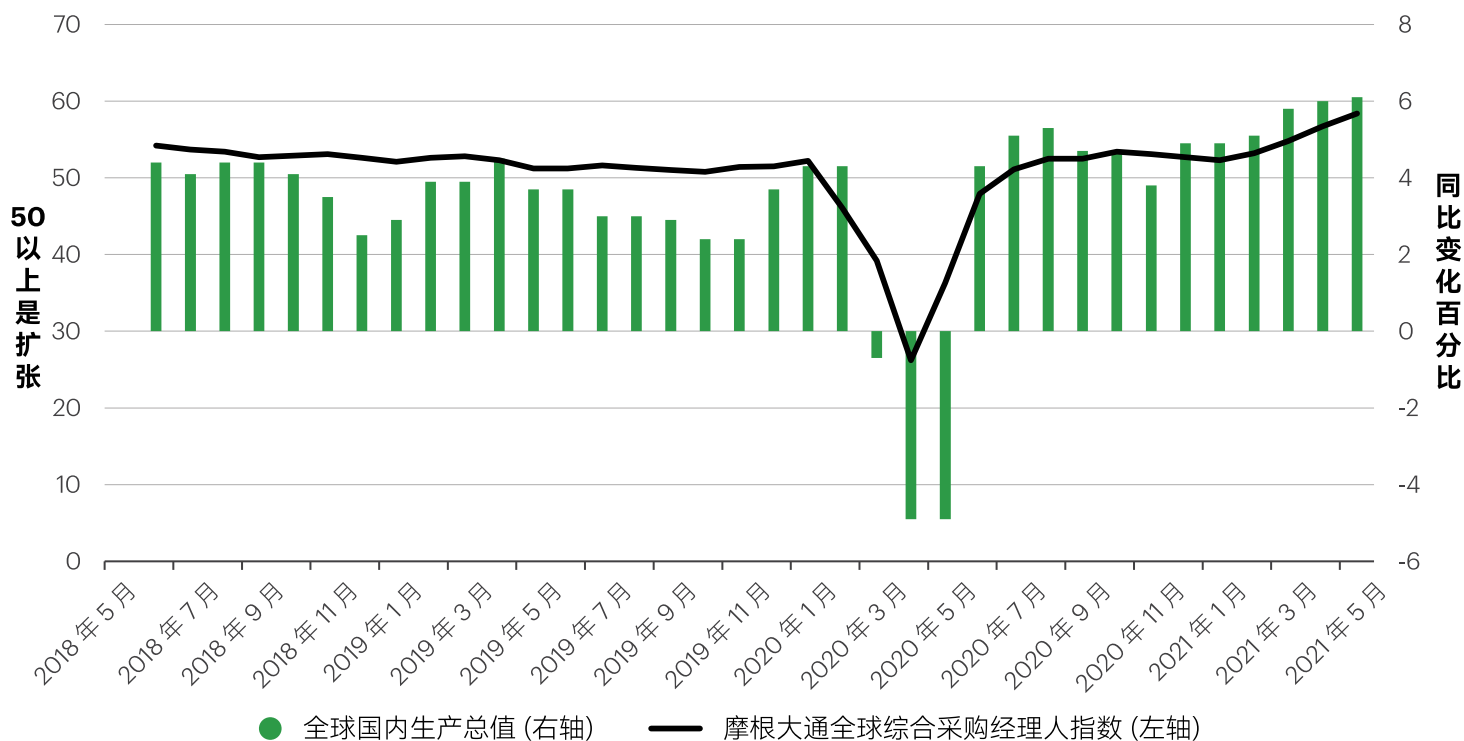
第二季回顾

道明财富资产配置委员会（“我们”）在开始本期《市场观点》的论述前，首先要深思自从当前健康危机开始以来，各地社会有多大的进展，否则便有疏忽之虞。我们知道全球仍需付出大量努力才能复原，部分国家还有许多后续事宜要处理。可是，我们现在比12个月前更有信心，相信更美好的日子即将来临。

全球的疫苗效力仍然大致良好。许多国家的住院率正在下降，而最脆弱的一群得到更好的保护，免受病毒感染。然而，近月在印度和其他国家发生的剧烈疫情表明，实在需要更佳的疫苗分发协调和各国之间的互相支持。情况继续取得进展，我们乐观预期这场健康危机将于数月内接近尾声。

在资本市场方面，封锁限制放宽，继续促进投资者对各种风险资产的健康胃纳和情绪。防疫注射的努力，加上财政和货币政策的鼎力支持，为经济增长提供了重要动力，同时也推动企业盈利显著复苏。公布的经济数据也表明基本金融状况正在转强。例如全球综合采购经理人指数 (PMI) 仍处于扩张区间，这是备受关注的经济活动衡量指标；而全球的国内生产总值增长继续显示强劲数据（图1）。此外，在这一年的大部分时间里，北美的就业创造持强，尽管最近有一些逐渐减少的迹象。近期疲弱的就业创造在很大程度上可归因于疫情爆发后留下大量空缺，难以找到填补人选。

图 1: 全球采购经理指数和国内生产总值继续扩张

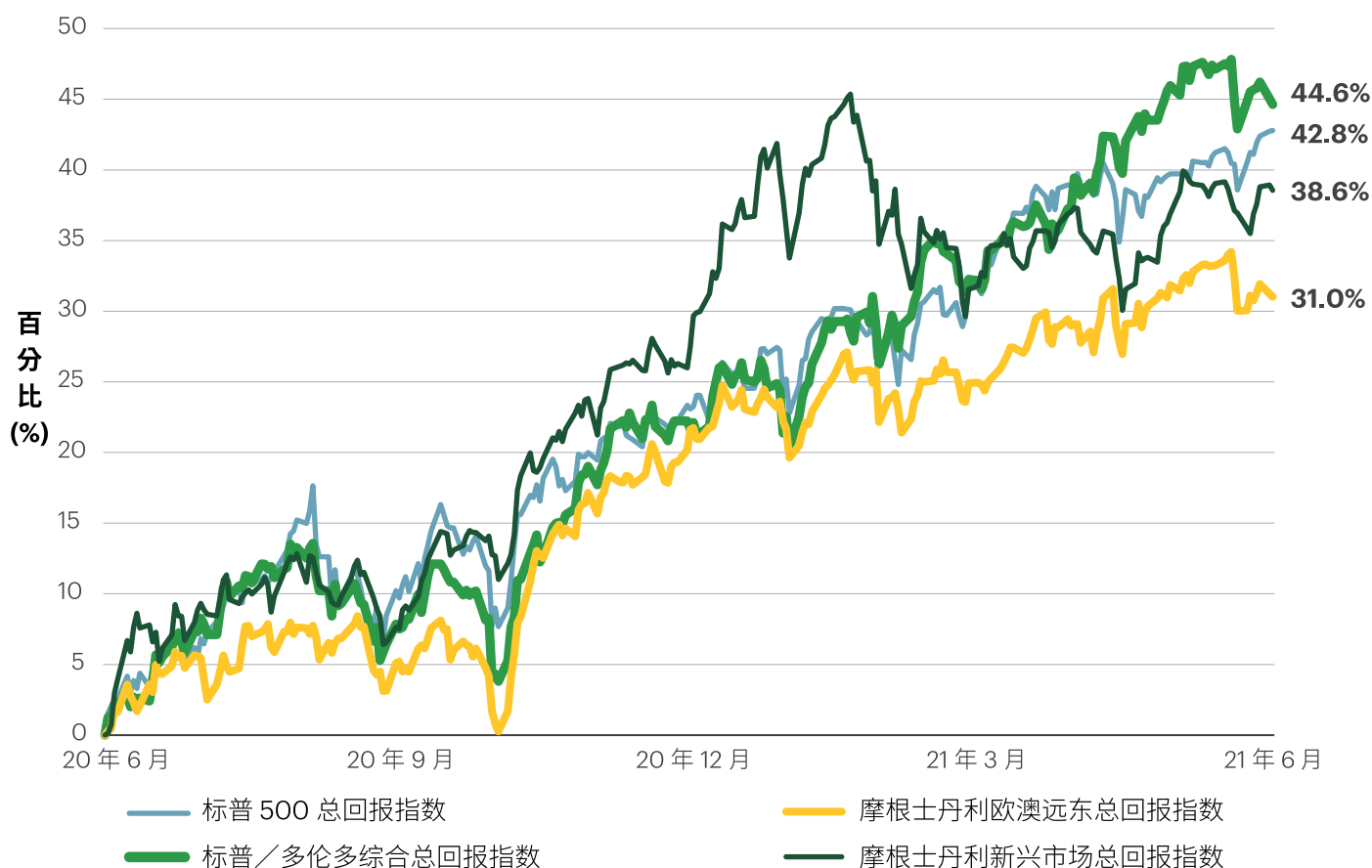


资料来源: 彭博财经 (Bloomberg Finance L.P.), 2021 年 5 月 31 日数据。

整体而言，全球股票指数在季度内上涨（图 2），尽管对通胀的持续焦虑比预期更加炽热，而且股票估值保持在接近历史平均水平的高端。这些担忧得以缓解，在很大程度上是由于对全球经济飙升的乐观情绪增加，以及企业基本面强健。我们之前也曾评论，应该正面看待近期上调的通胀数据，因为这是反映市场正在扩张的好迹象。价格增长可能将仍然是焦点，原因

是在全球需求激增的推动下，供应链出现瓶颈，导致能源、商品、住房和食品的成本飙升。我们相信随着经济继续广泛地重开，同比价格比较（基数效应）可能会在此期间显示出高通胀数据。然而，我们认为影响已接近见顶，因为基数效应预期将在未来数月内消退。

图 2：过去 12 个月的指数回报（以美元为单位）



资料来源：彭博财经 (Bloomberg Finance L.P.)，2021 年 6 月 29 日数据。

大体来说，当前的低利率环境进一步支持我们在策略上偏好全球股票和另类资产，而非固定收入。如需深入了解我们目前对各主要资产类别的看法，以及我们对未来 12 至 18 个月的策略展望，请参看本报告内〈道明财富资产配置委员会的投资定位和展望〉。

话说回来，我们现想聚焦于道明资产管理有限公司 (TD Asset Management Inc.) 作为一家公司，正在如何致力于我们一直恪守的承诺，将 ESG 因素即环境 (Environmental)、社会 (Social) 和治理 (Governance) 纳入投资过程，长期地以可持续的方式推动改变和资产增长。

整合 ESG 可持续投资：在变化中选对方向

ESG 投资亦称为可持续投资，在考虑投资于某一企业或业务时会兼顾其可持续性和社会影响。随着人们更加理解巨大的社会经济差距和全球不作为所造成的气候后果，ESG 继续大行其道。我们都目睹了一场全球疫情对众多国家造成的严重破坏，并凸显了在医疗保健和社会经济政策等领域仍然存在的巨大不平等。此外，随着各国在污染程度不断提高的情况下致力减少其碳足迹，以达致严格的国际目标，气候变化再次受到关注。ESG 的流行归因于这一现实，也源于对风险和机遇的考量。从企业的角度来看，ESG 表现不佳的企业将越来越难以在资本市场筹集资金，可能面临更高的资本成本和消费者的负面评价，从而影响其增长。因此，在道明资产管理对个别公司作出风险/回报评估时，ESG 是最为基本的一环。

ESG 投资并非要为了个人的价值观而牺牲财务回报，尽管部分人有此传统观念。任何投资考虑都涉及权衡取舍，ESG 因素亦然。但是研究表明 ESG 不会减损财务表现，并且在某些情况下或会提高风险调整后回报。许多公司（通常是优质而稳定的业务）现在更加注重 ESG 因素，这主要是受投资者需求和监管加强的推动。此外，糟糕的环境或社会管理可能会导致负面新闻和法律责任，许多公司都试图避免此情况；在这个社交媒体盛行的时代，单是一则错放的推文也可严重影响公司股价。空谈不如实证，近年来注重 ESG 因素的公司都展现出与入市相若的表现（图 3）。此外，ESG 基金与传统基金相比，甚至可能有较低的市场风险¹。

图 3: ESG 股票可带来与入市相若的回报



资料来源：彭博财经 (Bloomberg Finance L.P.)，2021 年 5 月 31 日数据。

¹摩根士丹利可持续投资研究所 (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



我们的方略着重通过风险管理流程，投资在可持续的长期资产。我们将 ESG 因素纳入我们对各种资产类别的投资决策，并作为积极拥有者，与有关的公司合作处理可能会影响投资项目的长期表现的种种问题。

– 道明资产管理副总裁兼董事 Priti Shokeen

道明资产管理一直致力于卓越投资和可持续投资。我们的理念是投资在可持续的长期资产；因此，我们多年来一直从风险和机会的角度，注意投资组合内的公司和资产在 ESG 方面的表现。道明资产管理早在

2008 年已签署《联合国负责任投资原则》(UNPRI)，正式确定这个投资旅程。最近我们在上一个 UNPRI 报告周期中得到 A+ 评级。

在管理和选择投资组合的资产时，我们的跨资产类别的投资团队会从风险和机会的角度考虑 ESG 因素。为了继续在这个快速发展的领域出类拔萃，我们已经并将继续加强我们对可持续投资的承诺。我们相信在以下几方面更加关注 ESG，将对寻求长期可持续发展的资产发挥重要作用：

• 代理投票

代理投票是一种极有用的工具，能够在公司内部就 ESG 问题求变。支持社会和环境的股东决议可以在公司或行业内引起实质改变。道明资产管理作为客户的受托人，对我们的股份拥有权负上重大责任。因此，我们备有工具和指导原则，借以有系统地推进我们评估 ESG 事项的方法。比方说，这些指导原则通常会建议我们投票支持那些加强 ESG 汇报、透明度和性别多元化的提案。在截至 2021 年 3 月

31 日的季度里，我们参加了 230 次会议，对 2,934 项提案进行了投票。面对这些提案，我们对存在问题或缺乏 ESG 考虑的许多场合中，都投票反对。

• 参与管理

我们经常与所投资的公司合作，使它们注意那些需要关注和 / 或可以改善的领域。为了更好地管理投资组合内的公司的 ESG 风险，我们在 2020 年与 191 家公司进行合作。课题包括董事会的组成（即任期、更新、专门知识和多样性）、管理层薪酬与股东回报的协调、安全和环境影响、气候变化风险和能源转型策略、网络安全，以及通过对当地社区和其他持份者的正面影响，努力建立可持续的实践。此外，我们力求将我们的方法应用于所有资产类别以确保一致性，并专注于董事会如何处理重大和系统性的 ESG 风险，以及 ESG 专门知识。

• ESG 研究和分析

衡量可持续性是一件棘手的事情，因为没有既定标准，而且很多用于评估公司可持续性的资料是由公司本身提供的。此外，ESG 披露目前是自愿性质，所以可靠性仍然是一个问题。然而，近期的发展应该有助于改变这一点。随着关于可持续发展报告准则的共识日益增加，加上可持续会计准则委员会 (Sustainability Accounting Standards Board) 等实体组织的出现，ESG 问题对财务表现的重要性正在市场上趋于一致。道明资产管理支持这些发展，并将继续使用我们自己的专有方法，补充第三方对可持续性的研究和评分，以提高一致性和准确性。

• 气候行动

气候行动预计将在各个司法管辖区加速，因为许多辖区都试图向低碳经济转型。再者，某些行业和政府的监管发展，将进一步推进注重解决问题的公司与维持现状者之间的长期分歧。道明资产管理务求通过研究气候变化的宏观行业影响，并为各种积极管理的资产类别确定投资风险和机会，进一步推行我们的方略。我们下定决心打算参与各种推动气候行动的举措，例如气候相关财务披露工作组 (Taskforce on Climate Related Financial Disclosures, 简称 TCFD)。作为 TCFD 建议的支持者和 TCFD 报告的最终用户，我们将更有能力来评估和管理投资组合中与气候相关的风险和机会，最终将更好地为投资者服务。

随着 ESG 和可持续金融领域的数据和市场达到新的成熟水平，我们将进一步完善我们在可持续投资上的方略，包括通过分配资源，将 ESG 深度整合到道明资产管理的所有资产类别，以及通过与合作公司寻求更好的可持续成果，担当负责任的资本管理者，从而继续推动我们对卓越投资的承诺。

在道明资产管理，ESG 已完全融入我们的可持续投资方略，并涵盖我们所有的基金和管理资产。我们赞成参与而不是排斥；但我们也为那些偏爱排斥而非参与的人士提供了许多经过 ESG 筛选的投资解决方案。如需更多信息，请访问我们的网站 tdassetmanagement.com，在“资源”选项卡下进入“可持续投资 (ESG)”页面。

气候变化

道明财富资产配置委员会的投资定位和展望

在 2021 年第二季，我们维持适度增持股票和另类资产的倾向，并减持固定收入。我们定期检讨我们的定位，并因应环境所需作出适当的策略调整。我们

一直积极评估各主要资产类别的长期回报期望，同时有赖于一众经验丰富的投资团队的参与，提供明智的策略意见。

股票

	尽量减持	适度减持	中性持平	适度增持	尽量增持
美国股票				●	
加国股票					●
国际股票				●	
中国股票				●	
新兴市场股票（中国除外）				●	

从较长期来看，全球宏观前景依然可观。各国政府和全球央行继续提供积极的货币和财政支持，应有助于维持经济增长，并为股票带来顺风。我们也预料在较长时间内将有更广泛的市场参与，包括各个板块、行业和地域，这有别于疫情期间由少数公司推动市场走高的情况。

美国企业利润一直强劲，标普 500 指数公司的盈利显著超出了共识预期。我们认为正面的盈利修正和盈利增长势头将持续到未来几个季度，但程度更温和，不能达到过高水平。整体趋势仍然良好，因为经济数据表明经济正在好转和扩张。但是美国联邦储备局官员表示，经济距离充分就业的目标还有一段长路，美联储并重申其对当前鸽派政策的承诺。

我们预期加拿大经济的基本面日渐改善，尽管上个季度全国许多地区仍然实施居家令。随着限制解除和疫苗接种继续进行，商业活动将全面加速，应会引发消费支出激增。我们预料标普多伦多综合指数在持续表现欠佳之后，将领先美股指数。美元走软也对加拿大多个行业有利，包括软金属、农业，以及可再生能源

和传统化石能源。加拿大股票市场内应会有更多领涨股票，对经济敏感的周期性金融股和能源股可能会跑赢其他板块。相对于美股来看，以远期市盈率衡量，加拿大股票继续以折让价买卖，带来具吸引力的机会。

全球经济复苏始于亚洲，然后转移到北美，现在延至欧洲。我们预料欧洲的经济增长将加速。欧洲加快进行疫苗接种，感染个案已大幅下跌。因此，限制正在解除，而欧洲有更多偏向周期性的行业，这个敞口应会成为经济活动强劲复苏的催化剂。从策略角度来看，在金融、材料、能源、非必需消费品和工业等板块内对经济敏感的股票，相对于美国同类股票似乎更加吸引。欧洲的工业生产和制造水平也出现大幅改善。

在中国，随着货币政策状况收紧，增长似乎正在放缓。然而，中国经济依然强劲，而且相对于发达市场来看，股票估值具有吸引力。全球对中国出口货品的殷切需求，应会继续为中国股市及经济提供较长期的支持。

另类资产 / 实物资产

	尽量减持	适度减持	中性持平	适度增持	尽量增持
商业地产			●		
商业按揭贷款				●	
基础设施				●	

商业按揭贷款继续通过本金和利息的征收提供稳健的收入流，而我们的投资组合在疫情期间毫无减值或违约事件。与其他固定收入策略相比，商业按揭贷款往往有较低的利率风险，所以其表现在年初至今所见的大幅利率波动下没有受到多大的影响。尽管主权债券收益率波动，商业按揭贷款息差表现良好，年初至今缓慢地略降，处于接近新冠疫情发生前的水平。从绝对和期限调整后的角度来看，商业按揭贷款相对于企业和寰宇债券带来的收益优势，接近历史新高水平。

在商业地产方面，英国和美国在疫苗接种计划上取得长足进展，所以乐观情绪正在建立，令这些地区更接近正常状态。在过去的一年里，事实证明以杂货为主的必要零售业因具防御性而表现良好。随着经济重开，投资者对其他零售资产的情绪好转，顾客流量大增，尤其是在封闭式购物中心。当工作场所重新开放，各地城市见证着进展，全球各地办公室的实际占用率增加，尤其是在澳洲的大城市。

在加拿大，房地产市场内的交易活动已反弹，2021年预期将是有纪录以来成交量最高的其中一年。根据预测，加拿大也将在未来5年在就业和人口增长方面成为七国集团(G7)之首。这些经济指标应会支持各个

主要市场的房地产估值。从物业类型来看，疫情正在加快于疫情前已出现的房地产市场趋势——即远程工作 / 在家办公的兴起及电子商务的增长。尽管疫情对办公室需求的持久影响并不明朗，但在温哥华、多伦多和蒙特利尔等位于中心地带的优质办公室资产，基本面仍然健康。至于各类零售物业，其中封闭式购物中心由于政府施加的限制和定期封锁，受到最大的负面影响，但它们继续显示在衰退期过后反弹的能力。工业和多户型住宅资产的机构投资者正在显著增加。这两种物业类型都受惠于畅旺的租赁活动和强健的基本面，以致需求预测随着时间而超过新供应的步伐。

基础设施继续提供稳定回报，而且与其他资产类别的相关性低，并有内在的通胀对冲作用（通过合同约定的收入增加）。当各个经济体摆脱疫情，政府努力缩小必要支出中的巨大差距，新的基础设施项目正蓄势待发。例如最近宣布的G7“重建更好世界”等全球倡议，以及对巴黎协定的再次承诺，将需要对新的基础设施项目作出大量投资。这些倡议，加上全球对翻新或建设新基础设施的需求不断增加，正在创造增长机会。

另类资产

固定收入

	尽量减持	适度减持	中性持平	适度增持	尽量增持
投资级企业债券				●	
通胀挂钩债券				●	
高收益债券			●		
加国政府债券	●				
发达市场债券	●				
新兴市场债券			●		

在顺周期趋势、对新冠疫苗的乐观情绪，以及预测增长加速的推动下，收益率曲线在这一年变陡。在鸽派的央行政策推动下，短期收益率仍然稳固。我们较长期的预测是收益率将依然在当前水平徘徊或小幅上涨，但是预计未来 12 至 18 个月内会出现一些波动。

从绝对回报的角度来看，固定收入在 2021 年的形势是充满挑战，但我们应从正面看长期收益率的上升，因为这是反映经济增长将加强的预期。尽管有通胀上升的迹象，但我们相信利率将保持在历史低位，因为美联储和全球其他央行继续为利率及其资产负债表纳入宽松政策。虽然美联储尚未明确表示快将遏制其购债计划（量化宽松），但市场预期它将于未来几个季度逐渐减少购债。量化宽松加上其他的宽松政策，被认为在疫情期间为市场提供了大量的流动性和支持。购债规模逐渐缩减，这被视为可能是未来首次加息的先兆，因为此举显示政策立场转向更为鹰派。然而，大部分的共识预测是加息不会在 2023 年之前发生。美联储已表示为了让经济完全复苏，愿意在加息之前容许通胀高于正常水平。

低利率在可预见的未来持续，这令我们更加坚信应对全球发达市场债券进行策略性的尽量减持，因为实际回报可能于较长时期内维持在负值水平。

企业债券的息差在疫情高峰期间急剧扩大，尽管已显著复原，但我们看到机会，因为企业信贷继续提供良好的实际回报。全球复苏和疫苗接种的速度加快，这是对信贷市场有利的背景。投资级企业债券与加国政府债券相比，提供相对的收益优势，加国政府债券仍然缺乏吸引力。

我们适度增持通胀挂钩债券，因为它们可以抵御通胀，而且与传统固定收入和股票的相关性低，因此带来投资组合多元化的好处。

在高收益债券中，稳步改善的基本面加上有利的信贷状况，意味着高收益率可能为具体板块的风险提供具有吸引力的补偿。

固定收入

子类资产

	尽量减持	适度减持	中性持平	适度增持	尽量增持
黄金			●		
加元相对美元				●	
美元相对一篮子货币		●			

我们仍然温和看好加元。加元相对于美元的领先表现主要由债券收益率的差异推动，这些差异归因于加国央行的更强硬立场和近期商品价格的上涨。虽然我们预期部分情况会持续下去，但我们预计加元相对美元不会从当前水平大幅升值。

相对于全球货币，我们维持对美元适度减持的看法。虽然正在增强的经济为美元提供一些支持，但低企的政府债券收益率及更加鸽派的美联储，可能会在较长时期内抵消美元的坚挺。

黄金在季度内呈横盘走势，因为加剧的通胀担忧已经基于市场预期而消退。如前所述，我们认为最近的通胀上升属暂时性质，因此黄金的通胀对冲特点在未来 12 至 18 个月内不再那么吸引。黄金价格越来越容易受到短期内回调的影响，因为在印度对抗新冠疫情和中国需求减弱的情况下，投机性热钱流动和实物流动正在一起放缓。

前景展望

道明财富资产配置委员会

道明财富资产配置委员会成立之目的，是贯彻为道明财富 (TD Wealth) 对策略性资产配置提供一致的意见和指引。

委员会的三个首要目标：

1

提出
主要的
市场论题

2

提供
宏观层面的
资产配置

3

识别
近期市场
主要风险

资产配置委员会成员

道明资产管理有限公司 (TD Asset Management Inc.)
首席投资官
Robert Vanderhooft, CFA

道明资产管理有限公司 (TD Asset Management Inc.)
董事总经理
Michael Craig, CFA

道明资产管理有限公司 (TD Asset Management Inc.)
董事总经理
David Sykes, CFA

道明资产管理有限公司 (TD Asset Management Inc.)
董事总经理
Robert Pemberton, CFA

道明资产管理有限公司 (TD Asset Management Inc.)
董事总经理
Ted Welter, CFA

美国道明资产管理有限公司 (TDAM USA)
董事总经理
Glenn Davis, CFA

Epoch Investment Partners, Inc.
董事总经理
Kevin Hebner, PhD

道明财富 (TD Wealth)
首席财富策略师
Brad Simpson, CIM, FCSI

道明财富 (TD Wealth)
美国财富投资策略师
Sid Vaidya, CFA, CAIA

道明资产管理有限公司 (TD Asset Management Inc.)
副总裁兼董事
Bryan Lee, CFA

连接道明资产管理



本文资料由道明资产管理有限公司 (TD Asset Management Inc.) 提供，仅供参考。本文根据相信为可靠的资料汇编而成。图表仅供解说之用，并不反映任何投资的未来价值或未来表现。本文资料并不提供财务、法律、税务或投资建议，衡量个别投资、税务或交易策略时，应相对考虑个人的目标和风险承受能力。本文的部分陈述可能会包含前瞻性陈述，它们属预测性质，可能包括例如“预期”、“预料”、“打算”、“相信”、“估计”和类似的前瞻性字句或它们的否定式版本。前瞻性陈述是基于对未来整体经济、政治和相关市场因素，例如利率和汇率、股票和资本市场、整体商业环境的当前预期和推算，假设税法或其他法律或政府规例或灾难性事件没有改变。对未来事件的预期和推算本质上是会受到未能预见的风险和不确定性影响。此等预期和推算，将来可能是不正确的。前瞻性陈述并非对未来表现的保证。实际情况可能会与任何前瞻性陈述中所明示或暗示的大不相同。这些偏离可以由很多重要因素促成，包括上文所列出的因素。您应避免依赖前瞻性陈述。道明财富资产配置委员会 (TD Wealth Asset Allocation Committee，简称 WAAC) 由道明集团内不同的投资专才组成。WAAC 的使命是发表季度市场展望报告，简明扼要地表达对未来 6 至 18 个月内市场状况的看法。WAAC 所提供的指引并非对未来结果的保证，而市场上实际发生的事件可能会跟 WAAC 的季度市场展望中所明确指出或暗示的大不相同。WAAC 的市场展望并非投资意见的代替品。道明资产管理有限公司是多伦多道明银行 (The Toronto-Dominion Bank) 全资附属机构。彭博 (Bloomberg) 及 Bloomberg.com 是在特拉华州注册的有限合伙公司彭博财经 (Bloomberg Finance L.P.) 或其附属公司拥有的商标及服务标志。保留所有权利。所有商标分别为其拥有机构之产权。®道明 (TD) 标志和其他商标是多伦多道明银行或其附属机构的产权。此中文译本仅供参考之用，一切以英文原文为准。