

新冠病毒大流行後的世界

投資市場	BCT 投資觀點	摘要	
股票			
美國		我們看淡美國股票。在風險仍明顯趨向下行期間，我們偏好維持防禦性部署，並只會於估值更吸引時才考慮調整現有配置。	
歐洲		整體而言，我們看淡歐洲股票。企業盈利跌幅將遠高於現時市場預期的水平，而且過程將相當痛苦。我們青睞業務模式強韌的優質股，並認為擁有穩健的財政狀況及強大的競爭地位至關重要。	
日本		我們對日本股票保持中性：政府提供強勁支持，但市場周期性極強，意味在及早進行企業盈利修正程序及日圓略為走弱後，才能帶來真正裨益。	
亞洲 (日本除外)		我們對整體亞洲股票保持中性。地區方面，中國、南韓及台灣的行業配置具有優勢，加上當地的貨幣與財政刺激措施強勁，以及控疫舉措相對優於其他國家，因此我們仍看好三地市場。	
中國及香港		我們對中國股票保持中性，因為市場仍極度反覆，而且風險依然傾向下行，但我們繼續密切監察潛在交易機會。 我們對香港股票保持中性。環球經濟增長受壓，這將影響香港經濟。雖然政府已公佈紓困方案以支持經濟，但成效仍有待分曉。	
環球債券			
政府債券		整體而言，我們稍為看好政府債券。美國國庫債券繼續受惠於避險資金流，其次是環球追求收益的趨勢。	
信貸		我們對信貸持正面觀點。投資級別領域應可在未來數月維持較強韌的表現，並繼續提供較歷史水平吸引的息差。	
比重尺度			
	偏低比重	中性	偏高比重

美國股市

美國標準普爾 500 指數在 3 月 23 日觸及低位，但其後顯著上升，單在 4 月已錄得 12.8% 升幅，並較低位高 28.6%。自 4 月初以來，客觀統計數據和調查數據開始反映疫情對經濟的影響。美國 4 月份職位流失數目急增，而失業率由兩個月前的 3.5% 大幅增至 14.7%，創下經濟大蕭條以來的最高水平。在疫情的首輪效應下，職位流失集中於前線行業（即服務及款客服務相關行業）、中小企和低收入行業與僱員。有關報告指部份失業人數屬於暫時被裁。失業率目前為 14.7%，但可能仍未全面反映實際損害，預期次輪效應將帶來更嚴重的經濟損害，而未來數月的情況將更加清晰。我們估計約 3,000 萬個職位正面臨風險，失業率可能升至 22%，並在第二或第三季見頂後逐步回落。要評估勞工市場，應聚焦於持續申領失業救濟金人數（觀察在解除封鎖的州份，申領人數有否下跌及跌勢如何）及勞工參與率變化（觀察是否依然疲弱，即求職數字有否回升）。多個範疇的營商氣氛急劇惡化，以服務及消費業尤甚。零售銷售錄得自 1992 年以來最大跌幅。此外，3 月份通脹溫和。為穩定金融環境，聯儲局迅速採取行動，充份運用傳統及非傳統的工具。聯儲局在 4 月份會議上再次承諾「在當前充滿挑戰的時期，動用一切工具以支持美國經濟」。聯儲局的主要目標是維持市場流動性及滿足財政方面的特殊融資需要。

鑑於美國第一季經濟增長遜於市場預期，我們調低當地 2020 年國內生產總值增長預測。面對油價下跌及需求轉弱，我們目前預測 2020 年的經濟增長介乎 -6.5% 至 -4.5% 之間，2021 年將回升至 +2.5% 與 +4.5% 之間。通脹將保持溫和，預期整體通脹及核心通脹將維持於 1% 的平均水平。我們重申宏觀經濟預測的不確定性極高，因此須進行多次重新評估。雖然我們確認央行採取前所未有的對策，而且政府推出特殊財政刺激措施，但相信疫情大流行造成的負面經濟影響將需要長時間才可緩和。市場已調整 2020 年的企業盈利增長普遍預測，儘管未來發展前景欠明朗，但投資者展望 2021 年仍感到非常樂觀。市場預期在 2021 年，實質經濟增長和企業盈利增長均有望填補 2020 年的缺口：所有資產看來都顯示估值高企。隨著政府放寬封鎖措施，我們目前重點關注新冠病毒疫情的發展走勢，以及醫療研究（疫苗、有效治療等）的進展。我們亦密切注視地緣政治風險變化，尤其是中美關係，以及油價波動可能引發的地緣政治緊張關係。在風險仍明顯趨向下行期間，我們偏好維持防禦性部署，並只會於估值更吸引時才考慮調整現有配置。我們看淡美國股票。

歐洲股市

歐洲方面，我們追蹤的所有股票指數均錄得正回報，MSCI 歐洲指數上升 5.5%（以當地貨幣總回報計）。綜觀歐洲大陸主要指數，德國 DAX 指數表現出色，高收 9.3%。另外就相對表現來說，部份歐洲周邊市場錄得較低回報。歐洲央行在 4 月份會議上維持利率不變，但推出新一輪再融資操作，從而進一步放寬流動性：歐洲央行透過下調融資利率

走廊 0.25%，放寬第三輪目標長期再融資操作的條件；以及推出新的流動性融資計劃，涵蓋一系列非定向的大流行緊急情況長期再融資操作（PELTRO），相關利率較再融資利率低 0.25%。英倫銀行維持利率於 0.10%，並繼續進行量化寬鬆計劃。雖然英倫銀行行長認為現有量寬措施進取，而且規模恰當，但不排除將在 6 月份會議增加購買資產規模。就歐元區的特定架構而言，歐洲財政機構擔當重要角色，而透過解除限制，成員國可自行制定紓困計劃。目前，財政機構正擬備歐洲共同對策，並已確定部份計劃內容，但仍在磋商重大方案。

歐元區第一季國內生產總值遜於市場預期。我們目前預測歐元區經濟將於年內收縮近 9%。由於已公佈的客觀統計數據出現滯後，調查數據更能反映經濟顯著衰退的最新情況，其中製造業採購經理指數維持於收縮區間，服務業採購經理指數急跌。3 月份零售銷售的初步數據令人震驚，以按月下跌 56.4% 的汽車銷售尤甚。英國經濟勢將面臨衰退，預期會嚴重拖累今年上半年的經濟增長。有關衝擊將同時影響內外需求。我們預測家庭消費將大幅收縮，特別是非必需開支和投資。商業調查顯示製造業及服務業均逐漸陷入收縮區間，建造業亦顯著疲弱。整體而言，我們看淡歐洲股票。企業盈利跌幅將遠高於現時市場預期的水平，而且過程將相當痛苦。我們青睞業務模式強韌的優質股，並認為擁有穩健的財政狀況及強大的競爭地位至關重要。

日本股市

在 4 月份，在補淡倉及疫情轉趨平穩的樂觀情緒帶動下，日本股市表現正面。日經 225 指數報升 6.8%，日本東證股價 Topix 指數高收 4.4%。日本央行跟隨其他央行加推寬鬆政策。當局繼增加購買交易所買賣基金規模一倍後，在 4 月底加強量化寬鬆措施。為配合加大財政刺激力度，局方取消每年購買 80 萬億日圓日本政府債券的軟目標（目前實際規模為 14 萬億日圓），並宣佈增持大量商業票據和企業債券。專項基金操作方面，日本央行擴大合資格抵押品範圍至涵蓋所有私人債務。央行的資產負債表規模迅速增至新高，相當於超過 50% 公共債務及國內生產總值的 111%。日本央行目前透過增購交易所買賣基金及企業債券，聚焦於扶持企業融資措施，並暫時維持政策利率不變。鑑於減息被視為與政府的新冠肺炎新冠病毒防疫措施背道而馳，預期當局將在短期內保持現行政策利率。另外，我們預測央行將繼續聚焦於收益率曲線斜率，以確保貨幣刺激措施的成效。日本央行已於其每日操作中增購交易所買賣基金，並可能持續擴大購買規模。儘管出售這些基金的空間有限，但至少在短期能穩定市況。央行表示為確保銀行在日本財年結束日（3 月 31 日）之前獲得足夠融資，將透過市場操作注入充足資金，並宣佈推出措施以維持回購市場穩定。至於財政政策，日本政府在 4 月公佈 39 萬億日圓（3,570 億美元）的公共開支紓困方案，規模相當於國內生產總值約 7%。首相安倍晉三亦表示，政府將繼一個月前宣佈推出刺激經濟方案後，計劃加推刺激措施。

隨著大部份經濟體面對內外需求下滑的雙重衝擊，預期日本經濟將會顯著衰退。我們預測 2020 年國內生產總值將收縮 4.5%，其後於 2021 回升至約 2.3%。通脹將保持溫和，預期 2020 年為 0.3%，2021 年則為 0.6%。4 月份採購經理指數再度下挫。綜合採購經理指數繼 3 月份急跌 10.8 點後，4 月份進一步下跌 8.5 點至 27.8 的新低，創下 2011 年大地震以來的最低紀錄。全球大部份經濟依然處於封鎖環境，因此我們仍預期貿易及商業投資前景疲軟。政府已宣佈延長緊急狀態至 5 月底，並將重創第二季經濟。高頻流動性數據反映私人消費將繼 3 月份大幅放緩後，在 4 月及 5 月進一步下跌。然而，日本的控疫措施相對優於其他先進經濟體，因此其私人消費跌幅較低。政府向所有家庭發放現金補助，亦將有助減輕部份下行壓力。我們對日本股票保持中性：政府提供強勁支持，但市場周期性極強，意味在及早進行企業盈利修正程序及日圓略為走弱後，才能帶來真正裨益。

亞洲（日本除外）股市

新興市場在本月表現良好，並成功締造若干穩健回報。以美元總回報計，MSCI 新興市場指數在 4 月上升 9%，而以當地貨幣計，該新興市場綜合指數表現略佳，高收 9.2%。綜觀新興市場地區，亞洲市場報升 9.1%，但各地區的整體表現略有差異。就主要指數而言，部份東南亞市場表現領先。印度兩項指數（孟買敏感指數和輕巧指數）表現最佳，分別升 14.4% 及 14.7%。泰國證交所指數報升 15.6%，於月內錄得最佳絕對回報。以出口主導的南韓綜合股價指數跟隨其他東南亞市場升勢，高收 11%。在新冠病毒疫情影響下，亞洲新興市場的經濟增長預期、內外需求和預算盈餘均受到打擊，大幅削弱區內經濟動力。政府轉向較進取的寬鬆措施，令部份國家未來更難抵禦衝擊。預期當局將採取進一步行動，內容應會圍繞財政方面。國際貨幣基金組織及世界銀行已作出干預，以支持新興市場經濟體。印度的財政措施規模（相當於國內生產總值 0.8%）仍不足以駕馭封鎖行動對各行業的影響。儘管印度儲備銀行借助通脹（目前仍然高企，3 月份為 5.9%）放緩的機會，繼續調低逆回購利率，並宣佈採取其他主要行動（例如推出再融資工具、放寬流動性覆蓋率、延長 3 月至 5 月到期借貸的還款期三個月），但對實質經濟的利好影響仍然有限。

預期新冠病毒疫情將造成嚴重和持久的經濟收縮。展望 2020 年餘下時間及 2021 年第一季度，我們的情境預測貫徹一致，認為經濟將維持疲弱，其後 12 個月料將略為復甦，屆時商品、全球需求及新興市場出口將會回升。通脹持續下降，在某些情況下更會急跌，為央行維持溫和立場帶來更大的空間。我們維持相對防禦性的資產配置，但一些處於新冠病毒疫情周期較後階段的國家似乎出現令人鼓舞的跡象。部份可提供財政緩衝及本土基礎強勁的市場（例如中國、韓國及台灣）展現強大的投資理據，有關市場幾乎均可自主決定內部需求，而且較少依賴環球供應鏈及貿易往來。然而，我們對依賴出口、商品

及旅遊業的市場則採取極具防禦性的立場。我們對整體亞洲股票保持中性，因為市場仍極度反覆，而且目前尚未出現經濟持續向好的趨勢。地區方面，中國、南韓及台灣的行業配置具有優勢，加上當地的貨幣與財政刺激措施強勁，以及控疫舉措相對優於其他國家，因此我們仍看好三地市場。

中國及香港股市

在 4 月份，上證綜合指數升 4%。雖然 MSCI 香港指數在 4 月錄得強勁升幅（7.3%），但仍是表現最落後的亞洲股市之一。中國的高頻數據反映內需復甦步伐理想，儘管服務業消費反彈幅度相對低於商品消費。增長下行壓力再次轉移至製造業。出口訂單指標在 4 月急跌，反映未來外部需求疲弱。中國人民銀行（人行）在 3 月和 4 月延續寬鬆政策，下調七天逆回購利率和中期借貸便利利率 0.20%，分別至 2.20% 和 2.95%，並且調低超額儲備利率 0.37% 至 0.35%。人行亦下調小型銀行的存款準備金率，並擴大中小企業再貸款計劃。香港連續 15 天無本地新冠病毒新增個案，政府因此宣佈於 5 月 4 日起恢復大部份公共服務。港府在 4 月公佈加推 1,375 億港元（約佔本地生產總值 4.8%）紓困措施，以支持私營範疇，包括向合資格僱主提供工資津貼，以及改善中小企業融資擔保計劃。香港消費物價指數在 3 月增長 2.3%。撇除政府一次性紓困措施的影響，基本消費物價指數上升 2.6%。勞工市場仍受壓，3 月份失業率升 0.5 百分點至 4.2%，其中最受影響的零售、住宿和飲食服務業就業率按年急跌 12.4%。

我們預測中國國內生產總值增長將在 2020 年維持於 2% 的區間，其後於 2021 回升至 8%。預期基本通脹壓力保持受控，居民消費價格指數將繼續由高位回落，主要源於食品價格逐漸下調至正常水平；鑑於環球經濟前景暗淡，加上油價偏低，工業生產者出廠價格指數料將保持低水平。服務業職位重拾增長，但製造業就業壓力日增。這兩項因素此消彼長後，短期失業率可能僅低於 6%。有關中國控疫角色的言論升溫，導致中美兩國緊張關係升級。美國採取關稅和加徵關稅措施（例如對華為），將引起中國的反制，令貿易協議前功盡廢。宏觀來看，疫情可能激化現時貿易緊張局勢，演變為較具結構性的爭端，最終或會觸發兩國「冷戰」。香港方面，前所未有的財政刺激經濟措施有助遏止內需跌勢，為下半年及 2021 年初經濟反彈帶來支持。我們對中國股票保持中性，因為市場仍極度反覆，而且風險依然傾向下行，但我們繼續密切監察潛在交易機會。我們對香港股票保持中性，因為社交距離措施仍影響經濟活動，而且撤銷有關措施的時間尚未明朗。環球經濟增長受壓，這將影響香港經濟。雖然政府已公佈紓困方案以支持經濟，但成效仍有待分曉。

環球債券

受新冠病毒疫情拖累，環球經濟步入衰退，各地陸續急速放緩，其後或將相繼踏上復甦之路。經濟持續疲弱的時間、產量永久流失和需求下滑的程度，將取決於封鎖措施的延續時間，以及財政和貨幣刺激措施的成效等因素。2020 年首季國內生產總值數據符合或較預期失色，觸發市場進一步向下修訂國內生產總值預測。由於油價受壓，加上環球需求疲弱，因此通脹動力遜於預期。我們確定經濟增長將在年內第四季回穩。鑑於財政需求升溫，而且宏觀環境轉弱，環球各地有望在短期內加推貨幣刺激經濟措施。投資者憧憬逐步放寬封鎖措施和未來增長繼而好轉，加上央行推出極為寬鬆的政策，帶動 4 月份的市場表現。月內，十年期德國和美國債券收益率分別下跌 0.12% 和 0.05%。儘管主權債券的流動性轉佳，但歐洲周邊國家範疇持續波動，主要由於市場憂慮抵禦危機的公共債務龐大，並擔憂評級機構紛紛下調評級。歐洲央行的政策措施可為意大利債券收益率和息差波幅設上限。德國憲法法院近期的判決挑戰歐洲央行政策的合法性，顯示歐洲周邊國家存在下行風險。

美國國庫債券目前收益率（0.60%）與貨幣政策前景和宏觀經濟環境顯著惡化的預期相符。歐洲央行和英倫銀行很可能將增加量寬措施的現行規模，美國聯儲局亦將維持無限量的量寬計劃。在維持公共債務成本偏低及滿足巨額財政需求上，央行的角色至關重要，在收益率曲線控制環境下有助收益率於目前區間徘徊。在這情況下，我們不建議作出強烈定向部署。我們對美國通脹較具信心。通脹掛鈎債券和通脹掉期合約均處於歷史低位。短期而言，能源價格反覆波動，加上經濟衰退帶來通縮壓力，或會遏抑上述資產類別的顯著升勢。然而，在疫情危機結束時，通貨復脹的動力（去全球化、國債貨幣化趨勢）最終應會為通脹升溫風險溢價和抗通脹需求帶來支持。在美國和歐元區央行的政策保障下，我們繼續看好信貸，並青睞投資級別債券多於高收益債券。流動性評估仍屬必要。新興市場債券的償債風險高企。投資級別與高收益國家之間的差距仍然寬闊，而且受壓債券比例偏高。鑑於新冠病毒疫情的持續時間和嚴重程度仍未明朗，宏觀經濟和財政狀況及下行風險惡化，因此評級機構持續下調新興市場主權債券評級。本地利率市場方面，貨幣風險是本地債券的主要動力，目前進一步收窄的空間相當有限。外債方面，投資級別領域應可在未來數月維持較強韌的表現，並繼續提供較歷史水平吸引的息差。另一方面，高收益領域陷入受困國家違約與估值從非常低水平迎頭趕上的二元風險之中。整體而言，我們稍為看好政府債券，並對信貸持正面觀點。美國國庫債券繼續受惠於避險資金流，其次是環球追求收益的趨勢。此外，美國聯儲局積極買入國庫債券，尤其是中短期債券。

投資涉及風險，過往之表現不能作為將來表現之指引，成份基金價格可升可跌。投資者如需詳細資料包括風險因素，請參閱 BCT 積金之選及 BCT(強積金)行業計劃的強積金計劃說明書。

提供本文件所載資料，目的只是作為參考用途，不構成任何招攬和銷售投資產品。有意投資者應注意該等投資涉及市場風險，故應視作長線投資。

「BCT 銀聯集團」

- 銀聯金融有限公司（計劃保薦人）
- 銀聯信託有限公司（受託人及行政管理人）

由銀聯金融有限公司刊發
本「市場前瞻」內容由東方匯理資產管理香港有限公司提供