

## 疫情反覆 有誰可較快恢復經濟？

投資市場	BCT 投資觀點	摘要
股票		
美國		整體而言，鑑於中美緊張局勢帶來地緣政治風險，加上疫情發展不明朗和美國選舉前景未明，我們繼續看淡美股。此外，美國大選可能導致法規和稅務政策出現變化。
歐洲		現時，我們對歐洲股市持中性立場。歐洲在過去的周期受壓。兩項因素重燃國際投資者對歐洲市場的關注：復甦基金計劃和周期性因素改善。
日本		我們對日本股票保持中性。日本經歷過去的周期起伏。當地是全球最具周期性的市場之一，受惠於目前周期股追趕大市的形勢。一旦升勢確認，將有利今年餘下時間的表現。
亞洲 (日本除外)		我們對亞洲股票保持中性，繼續聚焦於「先入先出」主題。新冠病毒危機將進一步擴大亞洲各國之間的差距，相對部份受外圍因素影響、負債偏高和政策空間有限的國家，其他國家對應危機的抗逆力較強。
中國及香港		我們看好中國股市。有跡象顯示在強勁信貸支持下，基建和房地產帶動中國經濟廣泛復甦。 我們對香港股市持中性立場。市場樂見中國實施港區維護國家安全法，因為此舉可在短期為香港經濟帶來一定的穩定因素。然而，我們不能排除該法規或會帶來長期負面影響。
環球債券		
政府債券		我們仍看好政府債券：維持偏好美國國庫債券多於其他政府債券，因為美國國庫債券的絕對和相對估值較佳，而且聯儲局透過無限量寬取得更多靈活迴旋的空間。 我們繼續看好信貸：主要央行將在一段較長時間透過資產購買計劃直接支持信貸發行商。
信貸		

比重尺度			
	偏低比重	中性	偏高比重

## 美國股市

在 6 月份，美國股市的升勢放緩，標準普爾 500 指數升 1.99%。投資者憂慮估值昂貴及 2019 新冠病毒的感染個案回升，因此取態審慎。然而，科技股在疫情期間展現抗逆力，因此延續強勁勢頭。納斯達克指數在月內報升 6.07%。估計經濟活動收縮的步伐在 2020 年第二季加快，第一季實質國內生產總值收縮 5%（年率化）。經濟衰退進一步加深。不過，近日趨勢逆轉，採購經理指數有所改善，因為在政府放寬限制下，貨品生產商和店舖開始恢復業務，令製造業狀況轉佳。新增訂單回穩，報告反映需求狀況改善，可見生產跌勢放緩。聯邦公開市場委員會只作出一項政策變動，承諾在未來數月至少維持現時購買資產的步伐，每月買入 800 億美元美國國庫債券和 400 億美元按揭抵押證券。不過，這讓投資者更確定政府將會在一段長時間維持政策。聯儲局將待經濟復甦的進程更見清晰，然後才微調其他貨幣政策工具。根據委員會成員預測的中位數，至少在 2022 年底以前，聯邦基金利率仍會接近零水平。於 2019 年底，美國家庭債務相當於國內生產總值的 97.1%。現時，償還家庭債務的成本處於 1980 年以來的最低水平。儲蓄水平亦見穩健，於 2019 年底為 7.7%，而且在疫情期間大幅上升至 4 月的 33%。封鎖措施令美國消費業嚴重受壓，零售銷售凸顯非耐用品消費與服務消費表現的對比，前者強勢上升，後者則急跌。鑑於當局循序漸進解除封鎖措施，服務業似乎仍遠未復甦。消費信心偏軟反映勞工市場疲弱，失業率由 2 月的 3.5% 大幅上升至 4 月的 14.7%，可能會在約 15% 的水平觸頂，並在短期內維持波動。政府透過大規模支持措施和龐大失業救濟，助消費者應對短暫但深度的經濟衰退。

雖然經濟數據有助量度封鎖措施對第二季活動和生產的影響，但調查和高頻數據顯示活動逐步回升。隨著潛在需求釋放，經濟活動或會在第三季回升，然後於年底進一步改善。我們預期 2020 年國內生產總值按年下跌 4.5% 至 6.5%，並將於 2021 年按年回升 3.0 至 4.0%，然後在 2022 年中重返新冠病毒疫情之前的水平。封鎖措施亦影響通脹。通脹受需求變化所帶動，於 2020 年呈現短暫弱勢，但鑑於基數效應和需求回升，預測將在 2021 年出現通貨復脹。我們預期 2020 年總統大選將於 11 月 3 日舉行。不過，疫情或已改變選民的優先重點，顯示總統候選人需要就新主題重新策劃競選言論。在債務急升後，政府必須增加稅收：民主黨總統可能向大型企業、高收入人士和就金融財富（資本增值及股息）增加徵稅。由對新冠病毒疫情的回應以至貿易及地緣政治，中美兩國在多方面出現分歧。美國總統選舉活動和現任總統特朗普的強硬言論可能令局勢更趨緊張，造成負面的溢出效應。科技戰與華為、外資控股的資本戰、企業回岸和近日香港的事件等議題均為市場帶來風險。雖然貿易協議仍然生效，但鑑於經濟環境轉遜，第二階段協議可能較難達成。另一個風險來源是新冠病毒感染個案上升。於 6 月底，美國單日錄得 40,000 宗新增個案，若不作出任何行動改變，每日確診個案可能增至 100,000 宗。整體而言，鑑於中美緊張局勢帶來地緣政治風險，加上疫情發展不明朗和美國選舉前景未

明，我們繼續看淡美股。此外，美國大選可能導致法規和稅務政策出現變化。

### 歐洲股市

在宏觀經濟數據改善，加上政策官員持續推行貨幣和財政支持的环境下，歐洲股市連續第三個月強勢上升，歐盟 STOXX 50 指數走高 5%。周期性行業主導大市升勢，其中金融業至今帶來最大貢獻。科技和工業股亦脫穎而出，表現遠優於大市平均。歐洲經濟收縮的幅度和速度均是戰後和平時代前所未見，而且防控疫情擴散的措施已造成深遠影響。於 2020 年第一季，歐元區實質國內生產總值按季下跌 3.8%，最新數據反映實質國內生產總值在第二季進一步大幅收縮。調查數據反映區內經濟活動在春季期間顯著改善。歐元區綜合採購經理指數初值由 5 月的 31.9 升至 6 月的 47.5。歐洲央行推行措施的力度較預期強勁：擴大緊急抗疫購債計劃（PEPP）的規模：購債總額將增加 6,000 億歐元至 13,500 億歐元；延長淨購買計劃期限：PEPP 的淨購買期限至少將延長至 2021 年 6 月底；為再投資設定長期限：PEPP 所購買的證券到期後將把本金款項用作再投資，至少到 2022 年底。英倫銀行於上一次會議維持利率不變，並將資產購買規模擴大 1,000 億英鎊，與市場普遍預期大致相符。隨著英倫銀行最近延長量寬買債措施的期限至年底，該行每周購買資產的步伐將較現時速度緩慢。

我們預期經濟活動在第一季觸底後（國內生產總值按季下跌 13%），將於下半年回升，使歐元區經濟於 2020 年按年收縮 8%至 10%，隨後在 2021 年回升至增長 4.5%至 6.5%。待至 2022 年底，國內生產總值才有機會重返 2019 年的水平。高頻指標顯示經濟復甦逐漸步入正軌，但信心水平並無迅速再度加快。需求轉變或產量短缺令歐洲在 2020 年面對通脹放緩的壓力，但籃子的相關成份展現不同趨勢。預期在 2021 年，通脹將重返常態，處於歐洲央行目標的偏低水平。部份歐盟國家將面對 12 年以來的第三次經濟收縮，從當地的勞工市場可見一斑。於 2020 年初，歐元區平均工資按年增長 2.3%，但各國的情況不一。各國政府相繼推行特殊計劃，鼓勵企業減少工作時數，盡量避免裁員。若有關措施至少在一定程度上取得成效，歐元區失業率可能在 12%至 14%的區間見頂。歐洲的周期性狀況轉趨正面。地緣政治風險緩和，加上預期當局提供龐大財政資源和貨幣措施，有望支持經濟在 2021 年復甦。投資氣氛轉佳可為近日表現落後的股市提供支持，或可推動歐洲股票拉近相對其他市場的差距。與其他全球地區比較，歐洲國家的新冠病毒感染率下降。大部份歐洲國家已加強醫療系統和政策，以對抗潛在的第二波疫情，我們預期第二波將較首輪疫情受控。不過，關鍵在於第二波疫情的發展和規模，德國已出現地區爆發的首輪跡象，而最近英國和法國亦已出現。現時，我們對歐洲股市持中性立場。歐洲在過去的周期受壓。兩項因素重燃國際投資者對歐洲市場的關注：復甦基金計劃和周期性因素改善。復甦之路仍然漫長，這取決於經濟狀況逐步正常化、政策行動延續、復甦基金計劃落實和第二波疫情受控。

## 日本股市

日本股市月內表現波動後微升，MSCI 日本指數走高 0.13%。政府於 6 月 11 日解除新冠病毒警報，聚焦於恢復經濟活動。然而，市場日益憂慮第二波疫情爆發，加上東京的新增感染個案上升，令投資氣氛受壓。在相對短暫的封鎖措施後，日本國內經濟活動正逐步復甦。辦公場所、零售及消閒領域的人流回升，到了 6 月中，有關活動較 3 月僅下跌 10%至 20%。相反，外部需求指標持續疲弱，第二季出口錄得自 2009 年第一季以來最大跌幅。我們認為與其他已發展市場相比，日本對疫情防控較佳，因此受到的衝擊較輕微；預計全年國內生產總值將下降 4.1%至 4.7%。鑑於服務業的通縮壓力持續，通脹將維持疲弱。日本政府宣佈擬擴大無息／無抵押貸款計劃後，日本央行於 6 月中將特別貸款計劃的規模由 75 萬億日圓增至 110 萬億日圓，配合每年購買 12 萬億日圓的日本政府債券和交易所買賣基金。6 月的會議聲明淡化了通脹目標，降低進一步放寬政策的可能性。此外，行長黑田東彥暗示央行不會先於聯儲局在 2021 和 2022 財年加息，並重申維持收益率曲線穩處於低水平屬重要舉措。

我們認為部份周期性因素或可促使策略把握週期的轉捩點。「先入先出」是審慎的投資策略。日本解除封鎖措施，是亞洲國家中最佳的投資選擇之一。鑑於日股估值便宜、企業負債低、盈利狀況改善和對日圓存在逆向敏感度，我們對投資日本感興趣。貨幣方面，日圓表現優秀，在增長預期低迷的環境下，其偏低估值和避險特性提供支持。我們預期日本第二季國內生產總值受到重創，受累於期內公佈的應急計劃。繼政府放寬封鎖措施後，消費增長在 5 月更趨正面。若增長趨勢持續，而疫情在一段時間內受控，國內生產總值增長很可能在隨後數季和 2021 年回升。我們對日本股票保持中性。日本經歷過去的周期起伏。當地是全球最具周期性的市場之一，受惠於目前周期股追趕大市的形勢。一旦升勢確認，將有利今年餘下時間的表現。然而，我們必須繼續密切監察東京新冠病毒新增感染個案帶來的風險。

## 亞洲（日本除外）股市

亞洲股市造好，MSCI 亞洲（日本除外）指數表現出色，月底高收 8.37%，受惠於以下因素為投資氣氛提供動力：解除封鎖措施後經濟重啟；美國經濟數據優於預期；中美再度確認第一階段貿易協議；以及市場憧憬政府和央行推行新一輪刺激措施。台灣在 6 月成為表現最佳的亞洲（日本除外）市場，MSCI 台灣指數上升 9.12%。繼三星電子的售罄率強勁後，蘋果公司供應鏈因 2020 年下半年前景正面而展現強勢，推動科技業表現優秀。儘管市場氣氛正面，但 5 月工業生產僅按年微升 1.5%。出口訂單繼 4 月上升 1.4%後，在 5 月份回落 0.6%，顯示外部需求疲弱。南韓在月內錄得 8.09%升幅，因在疫情反彈的情況下，健康護理股走強。當地宏觀經濟數據好淡紛呈，工業生產按月下滑 6.7%，製造業採購經濟指數表現疲弱，於 5 月錄得 41.3。然而，5 月零售銷售出乎意料按月上

漲 4.6%，表現強勁；生產物價指數在月內維持不變。MSCI 泰國指數在 6 月份上升 2.07%，繼月內第一周顯著揚升後出現調整，原因是當地政府宣佈緊急狀態延長一個月至 7 月底，令投資者受挫。泰國央行鼓勵商業銀行加推債務重組，並放寬監管以促進貸款延期及推遲派息，致使股市於 6 月下半月出現獲利回吐。經濟重啟在 5 月份刺激私人消費升 3.9%，但內需仍然疲弱，故泰國央行繼本年至今減息 0.75% 後，維持政策利率於 0.5%。

台灣很可能是對 5G 需求持續的最大受惠者之一。需求不絕和價格上升亦應為平板設備製造商提供支持。南北韓之間的政治緊張局勢持續升溫，是市場其中一項主要憂慮。兩韓之間的通訊渠道被切斷，而且北韓聯絡辦事處已被炸毀。菲律賓方面，交通量放緩及來自海外菲律賓工人的匯款減少，加上菲律賓離岸博彩營運商關閉，應會拖累當地經濟和其他配套服務。我們對亞洲股票保持中性，繼續聚焦於「先入先出」主題。新冠病毒危機將進一步擴大亞洲各國之間的差距，相對部份受外圍因素影響、負債偏高和政策空間有限的國家，其他國家對應危機的抗逆力較強。亞洲是把握經濟復甦勢頭的主要投資選擇之一。在全球化受到威脅的情況下，供應鏈遷移和內需動力主題將會進一步加強。

### 中國及香港股市

MSCI 中國指數在 6 月升 8.98%，帶動年初至今回報重拾升勢。北京新增確診病例妥善受控且呈下降趨勢，促使投資者對政府防疫措施保持信心。小規模本地爆發病例迅速受控，對整體經濟狀況的影響微不足道。製造業採購經理指數由 5 月的 50.6 升至 6 月的 50.9，財新採購經理人指數亦升 0.5% 至 51.2，顯示經濟開始復甦。儘管中國在香港回歸 23 周年當日起實施港區維護國家安全法，導致地緣政治緊張局勢略為升溫，但投資意欲仍然旺盛。中國人民銀行（人行）公佈下調再貸款利率 0.25%，並預計將在未來數月加推寬鬆措施。中國財金監管高層官員出席上海陸家嘴論壇期間，發表偏向強勁的貨幣政策言論。當局將在未來審慎放寬政策，人行將繼續引導借貸成本下降，但不會容忍金融套利行為。當局建議銀行業向企業讓利 1.5 萬億元人民幣，但當中三分二已在上半年透過寬鬆措施落實，意味下半年當局仍有空間下調貸款利率。國務院亦明言將在短期內進一步降準。MSCI 香港指數在 6 月表現出色，報升 11.04%，但新冠病毒病例趨升及地緣政治緊張局勢可能升溫的憂慮揮之不去。貿易活動在 5 月表現遜於預期，出口和進口分別按年收縮 7.4% 及 12.3%，反映環球需求放緩。5 月零售銷售亦下跌 33.9%，高檔消費品銷售更急跌 72.4%。通脹仍然疲弱，隨著失業率上升 0.7% 至 5.9%，創下 2009 年以來新高，5 月消費物價指數升 1.5%，低於 4 月的 1.9%。

在公共投資和消費穩步回升帶動下，中國 5 月份環比經濟增長繼續高於長期趨勢。第二季按年增長 2% 至 3%，經季節性調整後按季環比增長近 10%，收復首季回落 9.8% 的失

地。我們預期下半年環比增長將處於正常化下行趨勢，同期按年增長料將介乎 5%至 6%。豬肉價格下跌，導致通脹放緩幅度較預期顯著。鑑於通脹壓力低迷及去年基數偏高，我們預期中國第四季居民消費價格指數將按年回落至 0%。在新增病例數目見頂後兩個月的 4 月份，零售銷售增長仍低於長期趨勢。高頻數據顯示，在家庭現金流轉弱、防疫措施尚未解除及消費行為審慎的綜合影響下，最受疫情打擊的餐飲、旅遊和酒店業銷售在 5 月份繼續遠低於正常水平（-30%至-40%）。儘管如此，網上購物帶動貨品消費的復甦步伐較服務消費迅速。潛在需求為非必需消費品開支帶來支持，尤其是汽車銷售。疫情期間的必需消費品需求強韌，勢頭更延續至重啟經濟階段。食品銷售尤其強勁，在 4 月按年升 18.2%。在此環境下，中國消費市道將可緩步復甦。服務消費出現永久損失，而貨品銷售動力在潛在需求釋放後或會略為降溫。我們看好中國股市。有跡象顯示在強勁信貸支持下，基建和房地產帶動中國經濟廣泛復甦。隨著環球經濟陸續重啟，中國出口數據亦展現正面動力。雖然通脹仍然低迷，但房地產銷售暢旺，反映行業表現保持強勁，因此人行取態依然審慎，並暫停放寬銀根。我們對香港股市持中性立場。市場樂見中國實施港區維護國家安全法，因為此舉可在短期為香港經濟帶來一定的穩定因素。然而，我們不能排除該法規或會帶來長期負面影響，包括美國撤銷香港特殊地位，以及香港人才移民至全球各地。短期來看，經濟趨於穩定或可提振香港房地產業的表現。

### 環球債券

固定收益市場月內回報好淡紛呈，企業債券表現優於政府債券，主要受惠於央行的政策影響。風險資產在 6 月延續上月升勢，而在加推支持政策下，信貸息差有所收窄。季內，美國聯儲局迅速積極採取行動，提供各項融資措施和大規模購買資產，藉此向金融體系注入流動資金。當局亦史無前例涉足高收益債券市場，承諾購買「墜落天使」債券。在這環境下，美國收益率曲線自 3 月以來趨於陡斜，短期和中期債券收益率走低，2 年期美債收益率下跌 0.10%，收報 0.15%；10 年期美債收益率則由季初的 0.67%跌至季末的 0.66%。鑑於歐盟實施超寬鬆貨幣政策，加上推出財政政策的進展良好，德國收益率曲線在季末以接近 3 月底的水平作結：雖然德國 10 年期債券收益率最初在 4 月於負數區間進一步下跌，但其後由-0.47%升至 6 月底的-0.46%。德國 2 年期債券收益率變動不足 0.1%，在 6 月底收報-0.70%。市場再度關注英國脫歐，英國 10 年期債券收益率跌 0.18%，收報 0.17%。英國 2 年期債券收益率首次跌穿零水平，收報-0.08%，源於英倫銀行商議負利率的可能性。

我們相信短至中期的經濟增長仍然偏低，並會面對通脹下行壓力。為應對疫情危機，已發展市場政府將打破財赤紀錄。美國 2020 財年和 2021 財年聯邦財赤佔國內生產總值比率將達到第二次世界大戰以來的最高水平：2020 財年佔 18%（3.7 萬億美元），2021 財年佔 9.8%（2.1 萬億美元）。預期大規模債券供應將不會令息率大幅上漲。各國央行以

前所未見的規模購買資產，從而應付政府新增的融資需要。基本上，現時核心主權債券收益率由央行調控。聯儲局宣佈無上限買入國庫券和按揭抵押證券。歐洲央行致力降低金融分化的程度，避免周邊國家息差擴闊，並已作好準備加推措施，因為當局承諾確保貨幣政策傳導至歐元區各國。央行採取超寬鬆的立場和提供強大的財政支持，繼續令市場逐步恢復常態，導致美元表現疲弱。然而，隨著市場目前日漸依賴央行支持，一旦失去支持，便會出現信貸違約增加的風險。因此，在風險不對稱的環境下，投資者在尋求收益時應確保信貸質素不至於過低。我們仍看好政府債券：維持偏好美國國庫債券多於其他政府債券，因為美國國庫債券的絕對和相對估值較佳，而且聯儲局透過無限量寬取更多靈活迴旋的空間。歐洲央行近期擴大和延長緊急抗疫購債計劃，加上歐盟推出財政政策的進展良好，因此我們看好周邊國家政府債券。核心國家政府債券收益率曲線應保持穩定，接近目前收益率水平。我們繼續看好信貸：主要央行將在一段較長時間透過資產購買計劃直接支持信貸發行商。投資級別企業正逐步增持現金。一級市場發債活動頻繁。鑑於投資需求殷切，投資級別發行商的融資狀況可望維持寬鬆，因為在低收益和違約率趨升的環境下，這類債券提供可觀的投資機會。

---

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