

## 資產配置

## 我們的信念

PHILIPPE ITHURBIDE, 研究、策略及分析部環球總監

上個月宏觀經濟前景並無重大變化，反而是確認我們已在資產配置時考慮的趨勢。然而，我們找到了幾個要點：

- 大多數國家的經濟增長依然穩健，並繼續受到國內消費的驅動，但這次投資（特別是美國、歐元區和日本）和外貿（主要是亞洲）略有增長。我們一直特別關注巴西和俄羅斯，我們已經高配了兩個國家一段時間。上個月的情況加強了我們的信念。這兩個國家不僅在過去幾個月中繼續擺脫衰退，而且通貨膨脹正在消退，使各國央行更有餘地支持經濟活動。
- 美國聯儲局再次為市場準備（最有可能在三月發生的）加息。毫無疑問，聯儲局將在2017年兩度收緊貨幣政策，這將是自金融危機以來首次符合其點線圖，並非因為聯儲局正加速其加息速度，而是因為聯儲局已經大幅修訂其加息的野心。我們離1995年2月至1996年2月期間（一年300個基點）以及2004年6月至2006年6月期間（兩年增加425個基點，或每六週增加25個基點）的貨幣正常化階段非常遙遠。
- 美國的政治局勢仍然是主要的焦點，而在最近幾個星期，隨特朗普削弱其（特別是對中國和日本）好勇鬥狠的言辭，冷靜頭腦似乎佔了上風。美國總統甚至可能停止指責中國操縱匯率嗎？如果是這樣，那肯定是一大進步。顯然，人民幣兌美元飆升已十多年，而且實際上顯示了特朗普的批評意義不大。目前中國貨幣的疲軟（過去兩年裡，月復一月，由於擔心關稅、資本淨流出，以及一月份加強資本管制等原因導致的折舊）與美國定位的目標剛好反行其道。現在看來，特朗普將很可能擱置增加關稅及其邊境稅提案。這不奇怪，因為它從來不在我們的基線情景之中。我們也知道，很難頒佈會嚴重破壞公共財政的措施，但極有可能實施雄心勃勃的基建和稅收措施。這只是當局野心有多大的問題。財政措施將在兩三個星期內公佈，這可能會改變遊戲規則。我們特別預測公司稅可能由33%減少至20%。這不僅僅是一個象徵性的措施，原因有幾個：i) 首先，美國是世界上企業所得稅率最高的國家之一；ii) 因為這樣的措施將有助於促進並鼓勵利潤回歸到政府庫房；和iii) 因為這也將鼓勵投資計劃回歸到美國。鑑於目前就業市場緊張，這樣的措施無疑會推高工資預期。減稅將明顯比提高關稅更受歡迎。減稅會促進國內增長，而提高關稅將會影響環球貿易（貿易已正在退縮）並有引發其他國家（有人民幣貶值風險？）報復的風險。
- 雖然情況在美國平靜了一點，但這並非歐洲的政治局勢。額外的壓力已出現，主要圍繞法國大選。儘管其他重要選舉也在歐元區議程上，但法國大選至關重要。我們現在知道，意大利大選只會在下半年之後舉行，而且若計算通常能繼續獲得的選票（因為一般選民無意拒絕「極端主義」黨派），就如在羅馬和都靈市的地方選舉結果一樣，格里洛（Beppe Grillo）的「五星運動」相當有可能贏得大選。不過要注意，而且這一點很重要：雖然格里洛公開反歐，但即使在自己黨內，黨員亦未就此問題達成共識。正如前任總理倫齊（Matteo Renzi）最近辭去民主黨領導人的職務一樣，該黨必須在選舉之前動員，為選舉前期增加了不明朗因素。德國方面，大選即將在明年秋季舉行，由默克爾領導的

“

大多數國家的經濟增長依然堅挺，並繼續受到國內消費的推動”

“

美國聯儲局再次為市場準備（最有可能在三月發生的）加息”

“

財政措施將在兩三個星期內公佈，這可能會改變遊戲規則”

2017年3月

基督教民主聯盟以及由前歐洲議會議長舒爾茨 (Martin Schulz) 領導的社會民主黨遠遠拋離其他對手，旗鼓相當，民調顯示二人分別得票30% (兩個月前，基督教民主聯盟得票30%、社會民主黨為20%)。歐盟不會有風險，因為兩個候選人都贊成這一點。事情在法國更為複雜，至少有三個原因：一) 因為各黨派結盟正在最後定案：綠黨候選人亞多 (Yannick Jadot) 與社會黨候選人阿蒙 (Benoît Hamon) 結盟，而中間偏右的民主運動黨 (MoDem) 候選人貝魯 (François Bayrou) 與馬克龍 (Emmanuel Macron) 的前進黨結盟；二) 候選人菲永 (François Fillon) 的選情正變得複雜；最後，三) 因為國民陣線候選人馬琳勒龐 (Marine Le Pen) 的勝算不大，而即使她在第二輪投票之中當選，她在議會選舉中亦不大可能獲得多數票。大選後出現僵局，可能才是最大的風險 (詳見「本月主題」，第7頁)。

總而言之，我們堅持上個月詳細介紹的投資組合定位 (有關詳情，請參閱上期文章)，然而，我們有一些調整：

- 現在稍微增持歐洲股票，但在上述財政措施公佈後，美股可能反彈。我們必須指出，若歐洲出現政治困難，美元將進一步升值 (不容忽視宏觀對沖)。
- 歐洲長期利率當然取決於經濟活動指標 (包括歐洲在內的目前情況比較穩定) 及通貨膨脹指標 (略有上漲)，但主要仍取決於特朗普的政策和歐洲各國大選 (特別是法國大選) 的發展。最後一個因素是關鍵，大家應審慎。
- 相對主權債券，增持股票。隨着利潤回升，我們再次慢慢感到樂觀，而穩健增長加上強勁通脹亦是好消息。歐洲最終可能會脫身 (歐元、股息收益率、估值、未來利潤、股利政策，比其他地方更低的盈虧平衡等)。
- 相對主權債券，增持企業債券 (特別是投資級)。不過要注意，鑑於美國企業的再槓桿化，美國債券比歐洲債券更加容易受到加息的影響。
- 減少持有歐元區外債和半核債務 (主要是法國和荷蘭)。
- 等待更好的水平，然後才再投資美國國債。請記住，美國政府債券因其利差機會以及在新興市場或歐洲發生問題時的自然宏觀對沖能力尤其具有吸引力。
- 不要指望歐元區的長期債券收益率急劇上漲，但亦不要指望收益率可持續地回落 (至少在法國大選之前如是)。
- 鑑於投資組合的估值極低，投資組合中大幅減持，我們決定在2016年第一季度重新投資通脹掛鉤債券，因為它們具有宏觀對沖的特質。我們現在更會根據證券本身的基本面進行投資，包括通脹週期和油價上升 (在短期實際債券的情況下) 等因素。
- 我們繼續逐步回到新興市場，但相對本地貨幣債券，我們仍然偏好硬通貨債券。新興市場仍然提供很多中期價值。估值吸引、貨幣經常被低估、投資組合嚴重低配、潛在高資本流入：所以我們看漲。
- 我們堅持我們的美元長期持倉。美元有可能從聯儲局政策舉措以及即將到來的財政公告中獲益。
- 我們繼續非常小心留意英鎊。英國脫歐代表不對稱的風險，而該實際風險或潛在風險最自然而簡單的表達將在貨幣上。然而，如果歐元區出現動盪，英鎊將是一個有吸引力的宏觀對沖工具。我們認為，這是英鎊目前最有吸引力之處。

“

法國：最大的風險是大選後的政治僵局

”

“

減少持有歐元區外債和半核債務 (主要是法國和荷蘭)

”

“

不要指望歐元區的長期債券收益率急劇上漲，但亦不要指望收益率可持續地回落 (至少在法國大選之前如是)

”

2017年3月

- 歐元可能比平常更為波動。若民意調查和法國大選結果引起對反歐盟黨派當選的恐懼，則最有可能長期大幅度削弱歐元區。
- 瑞典克朗和挪威克朗等貨幣正再次成為有吸引力的選擇：它們不僅是非歐洲貨幣聯盟貨幣／非歐盟貨幣，幣值現在顯得過度被低估，而且貨幣政策亦非常（甚至是太過）寬鬆。
- 我們也堅持我們的宏觀對沖策略。環球地緣政治背景、美國與某些主要國家（尤其是中國）之間的外交緊張局勢，以及歐洲的政治環境都表明，我們有需要保護資產。美國國債市場、波動性、美元現金、通脹掛鉤債券在此特別有吸引力。那些認為情況會轉壞的人，應當持有一些黃金長倉。

“

我們保持我們的美元長倉

”

“

歐元：相當疲軟而波動

”

“

瑞典克朗和挪威克朗目前是歐元的良好替代品

”

下表總結了我們對債券、股票和多元資產投資組合的資產配置。

投資組合類型

> 股票投資組合	> 債券投資組合	> 多元化投資組合
<ul style="list-style-type: none"> <li>• 歐元區股票優於美國</li> <li>• 歐洲板塊：                             <ul style="list-style-type: none"> <li>- 高配：醫療保健</li> <li>- 中性：房地產信託</li> <li>- 低配：希臘和葡萄牙的銀行</li> </ul> </li> <li>• 美國板塊：                             <ul style="list-style-type: none"> <li>- 增持週期性行業、金融類、中小型企業（境內業務）</li> <li>- 減持環球貿易業務、公用股</li> </ul> </li> <li>• 新興市場：整體謹慎。在新興市場之中：                             <ul style="list-style-type: none"> <li>- 高配：印度、秘魯、菲律賓、俄羅斯、墨西哥</li> <li>- 減持：台灣、希臘、土耳其、南非、南韓</li> <li>- 中性：中國</li> </ul> </li> <li>• 大幅下調新興市場貨幣持倉</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 略為減持風險資產</li> <li>• 減持美國政府債券</li> <li>• 減少增持歐元區信貸</li> <li>• 增持美國信貸</li> <li>• 持歐洲金融類長倉（但仍維持選擇性）</li> <li>• 存續期：整體中性到短期，在負收益時期賣空</li> <li>• 美元、英鎊和日圓短倉</li> <li>• 持美國和歐元實際債券長倉</li> <li>• 新興市場債券：                             <ul style="list-style-type: none"> <li>- 偏愛「硬通貨」債券（美元長倉）</li> <li>- 地方債務成分不足</li> </ul> </li> <li>• 相對歐元和日圓，持美元長倉</li> <li>• 新興市場商品貨幣持少許長倉</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 「價值」因素及歐洲金融類持長倉</li> <li>• 日本股市整體正面（日元對沖）</li> <li>• 新興市場貨幣、新興市場債券（和新興市場股票）的幾個長倉</li> <li>• 顯著偏好新興市場債務</li> <li>• 相對核心國家，保持高配歐元周邊國家債券</li> <li>• 維持美國政府債券長倉（以作利差和宏觀對沖之用）</li> <li>• 企業債券：對（特別是美國的）高收益和投資級債券持樂觀態度</li> <li>• 對（所有地區的）盈虧平衡通脹持樂觀態度</li> </ul>



## 資產配置

## 本月主題

法國總統大選  
從形勢分析  
解構眼下問題

PHILIPPE ITHURBIDE, 研究、策略及分析部環球總監

法國大選是金融市場的主要關注點，因為大選是當前趨勢的象徵：歐洲貨幣聯盟核心國家極右翼政黨（或周邊國家極左翼政黨）的崛起、越來越多人反建制、保護主義的誘惑、對歐洲及／或歐盟機構的敵意、反對不平等的鬥爭、有關（僱員與股東）分享附加價值的辯論……選民考慮投票予反歐洲候選人，或想要改革歐洲或在不能改革時離開歐盟（正如馬琳勒龐、梅朗雄所倡導的方案），目前被認為是投票表態支持英國脫歐或美國特朗普當選的延伸。

這完全並非我們的中心情景，但風險溢價（相對德國的利差、波動性、信貸違約掉期（CDS）……）直到我們能更清楚看到結果前保持高水平似乎合理。我們不要忘記，而且非常重要，英國脫歐公投和美國大選都以一輪投票方式進行，由贏得首輪投票者當選。但這並非法國大選的情況，第二輪投票可能會大幅度地改變選情。**第一輪投票獲勝者並不保證在第二輪之中獲勝：結盟、轉投等遊戲經常會改變最終結果。**本文旨在詳細說明有關情況，並介紹所涉及的各個情景。

讓我們回想一下，四個選舉期限正在迫近：

- 總統選舉（2017年4月23日星期日、5月7日星期日）
- 國會大選（6月11日星期日、6月18日星期日），選出新一屆577名議員。

## 法國總統選舉候選人

目前有五十多人認真或「不切實際」地表示希望競逐法國總統。但這並非輕而易舉，候選人必須取得足夠提名方可參選。如要參選，候選人必須有來自至少30個不同省級地區的當選代表的500份簽名支持提名（每個地區最多收集50個簽名，即佔總數百分之十的簽名）。只有當選代表才能支持提名，當中包括市長（註：法國有36,000個市鎮）、國會議員、參議員、歐盟議員、大地區議員、省議會議員、科西嘉地方行政區議會議員、法國海外屬地議會議員。總共有47000多位提名人。500名支持者名單必須在3月17日下午六時前提交。每次總統大選，只有十幾人可成為正式候選人，有些人未獲所需提名，有些人則退選，以增加其他候選人的勝算。

在云云正式宣佈參選的候選人之中，有八位完成任務，取得500個必要的支持提名。截至3月14日，按字母順序排列的候選人為：

阿爾托（Nathalie ARTHAUD），46歲，代表極左政黨「工人鬥爭」的官方候選人（2012年第一輪總統選舉中得票佔0.56%）。

## 要點

法國大選是金融市場的主要關注點，因為大選是當前趨勢的象徵：歐洲貨幣聯盟核心國家極右翼政黨（或周邊國家極左翼政黨）的崛起、越來越多人反建制、保護主義的誘惑、對歐洲及／或歐盟機構的敵意、反對不平等的鬥爭、有關（僱員與股東）分享附加價值的辯論……

選民可能考慮投票予反歐洲候選人或想要改革歐洲或離開歐盟的事實，可能會導致情況不明朗、波動性並損害金融市場（歐元疲軟、相對德國的利差上漲、信貸違約掉期（CDS）水平上升……）。請注意，退出歐盟很複雜，而法國脫歐將嚴重損害（破壞）歐盟制度。這不是我們考慮的情況，但我們必須承認，在選舉結果之前，看到壓力消失的可能性幾乎是零。



法國大選是金融市場的主要關注點，因為大選是當前趨勢的象徵



2017年3月

**阿塞利諾 (François ASSELINEAU)**，59歲，法國人民共和聯盟 (UPR) 的創黨成員，曾於2004年至2006年期間擔任經濟財政部經濟情報總管。

**埃農 (Nicolas DUPONT-AIGNAN)**，55歲，代表政黨「法國起來」的候選人 (2012年第一輪總統選舉中得票佔1.79%)。

**菲永 (François FILLON)**，62歲，法國共和黨官方候選人，曾於前總統希拉克及薩爾科齊任總統期內，先後擔任總理 (2007至2012年)、高等教育及研究部長、資訊科技與郵政部長、社會事務部長、教育部長等工作。

**阿蒙 (Benoît HAMON)**，49歲，社會黨官方候選人，曾於奧朗德任總統期內，先後擔任社會經濟及團結部長、教育部長等工作。

**馬琳勒龐 (Marine LE PEN)**，48歲，代表極右翼政黨國民陣線的候選人 (2012年第一輪總統選舉中得票佔17.90%)。

**馬克龍 (Emmanuel MACRON)**，38歲，代表前進黨參選，曾於奧朗德任總統期內，擔任經濟部長。

**梅朗雄 (Jean-Luc MELENCHON)**，65歲，左翼政黨「不屈法國」的黨魁，曾於約斯潘任總理期內，擔任專業教育部長 (2012年第一輪總統選舉中得票佔11.10%，排行第四)。

在第一輪總統選舉投票中，總共只有五名候選人可能贏得超過百分之十的選票：右翼方面有馬琳勒龐、菲永；左翼方面有阿蒙、馬克龍、梅朗雄。

在右翼派對之中，菲永 (其選情目前很複雜) 和馬琳勒龐在很多議題上水火不相容，其中包括歐盟、保護主義、移民政策，不可能在第二輪選舉中結盟。

左派的情況更為複雜：現有三名左派候選人，另外還有另外兩名極左候選人，是政治現況中最為分散的一部份。然而，左派將有三位主要候選人，代表三個相對傳統的政治流派：

- 以極左派為代表的「大整合」支持者，主張徹底變革。這個「大整合」由梅朗雄代表，還有其他候選人，例如普圖 (Philippe Poutou) 或阿爾托 (Nathalie ARTHAUD)；
- 福利主義國家的支持者，其措施很快就會令重要的財政和預算均衡造成重擔。這顯然是前總統米特朗和奧朗德的政治基石，而且也是梅朗雄在2017年總統選舉中的方式；
- 企業和政府競爭力的支持者。此趨勢一直存在，而幾十年來一直是少數。馬克龍是奉行這主張的候選人，他令我們回想起德國社會民主黨在1959年轉以「讓市場享有最高自由度，政府在必要時才作出干預」為綱領。相反，很多左翼選民希望社會黨更加明顯地左轉，並不同意此政綱，他們認為政綱在某種程度上靠近菲永的保守右翼理念。馬克龍還令人想起英國前工黨首相貝利雅，他傾向於認為「經濟不是左右的問題，而是行得通還是行不通的問題」。

除了這些分歧外，我們必須明白：各地全國大選 (荷蘭、意大利、法國、德國) 的共通挑戰在於歐洲一體化的可持續性。在法國總統選舉的所有候選人中，只有馬琳勒龐 (極右翼政黨國民陣線的候選人) 和梅朗雄 (政治色彩接近極左的政黨「不屈法國」黨魁) 公開地對歐洲表示敵對，更準確地說，對歐盟機構的目前組織表示敵對。如果不可能改變目前組織，兩個候選人都認為法國必須離開歐盟。至於其他候選人，他們要麼來自公開親歐盟的黨派，例如菲永 (共和黨；保守右派) 和阿蒙 (社會黨；傳統左派)，或者其運動是基於參與歐盟的意願 (馬克龍，自從與民主運動

“

如要參選，候選人必須有來自至少30個不同省級地區的當選代表的500份簽名支持提名。500名支持者名單必須在3月17日以前提交

”

“

左翼右翼：兩者之間的分歧很大，而且經常是水火不相容

”

2017年3月

黨 (MoDem) 候選人貝魯結盟後，其前進黨時而中間偏左、時而中間偏右)。確實，兩個疑歐／反歐派 (兩黨均支持「大整合」) 目前取得40%的投票意向 (馬琳勒龐略低於30%、梅朗雄剛剛超過10%)，但兩黨結盟並非完全不可能。

至於目前的民意調查，梅朗雄向歐洲造成的風險目前遠低於馬琳勒龐的風險，但是我們根本就不敢在這些風險情況下賭注。不過，若國民陣線的馬琳勒龐奪取權力，肯定可能會令法國脫歐成為可能。馬琳勒龐確實正在考慮改革歐盟或將歐盟作為其主要的戰役之一：她已明確宣佈，如果法國在六個月內無法改變經濟政策、移民政策……那麼她會如所應許的那樣，就退出歐盟舉行公民投票。這將導致一個關鍵問題：法國人是否準備好法國脫歐？不肯定，但毫無疑問，這種風險 (法國脫歐) 將繼續對歐盟 (特別是歐洲貨幣聯盟) 產生影響：歐元脆弱、周邊國家 (包括法國) 對德國的主權利差擴大將是主要後果……我們不相信這種情況 (即法國退出歐盟及歐洲貨幣聯盟、馬琳勒龐當選) 會發生。在德國，默克爾 (Angela Merkel) 以及前歐洲議會議長舒爾茨 (Martin Schulz) 均為親歐派，法國兩位候選人馬克隆和菲永亦然，而且後者二人迄今最有機會當選。不過，在此之前，金融市場必須面臨三個關鍵情況：

- 首先，大家可能看到極右政黨在第一輪總統選舉獲得高票的情況。根據目前的調查，在本文截稿時，馬琳勒龐將領先於馬克隆 (Emmanuel Macron; 前進黨; 溫和左派)、菲永 (François Fillon; 保守右派)、阿蒙 (Benoît Hamon; 社會黨)、梅朗雄 (Jean-Luc Mélenchon; 左翼)，得票分別為27%、24%、20%、14%、13% (Opinion Way, 2017年3月14日)。
- 然後，透過第二輪總統選舉中的選票轉移，並根據目前的民調，選民將會在第二輪總統選舉中淘汰馬琳勒龐……應當指出，由於選票轉移而且右翼政黨的票源有助左翼政黨 (反之亦然)，法國選民迄今為止在大多數國家、區域和市政選舉中都能淘汰極右翼政黨當選……外界存在這樣的說法：法國民眾在首輪投票以感情主導，在第二輪投票則以理智主導。馬琳勒龐預計將被馬克隆 (40%對60%) 和菲永 (43%對57%) 擊敗，而差異在統計學上具有意義。
- 最後，新當選總統 (可能是馬克隆 (於民意調查中領先) 或菲永) 必須吸引選民，才可在國會選舉中獲得總統多數票，而這是建立穩定政府的唯一途徑。兩位候選人顯然都屬親歐派，他們當選將代表會出現更強大的法德軸心，而政府將能夠進行結構改革。右翼候選人菲永將獲所有右翼陣營的支持，而不少社會黨支持者均視馬克隆為「敵對勢力」。現在，他被認為是中心主義者，他最近更與民主運動黨 (MoDem) 候選人貝魯結盟；貝魯是過去三屆總統選舉的中間派候選人 (2002年、2007年 (當時在第一輪投票中得票排名第三，獲得近19%的選票)、2012年)。如果馬克隆當選，已知風險將是他得不到政見相近的黨派支持，形勢將變得複雜。馬琳勒龐和馬克隆極有可能出現這種情況 (除非社會黨議員提供大規模、無條件的支持)；蒙面對相同的情況可能性頗高；而菲永難以忽視相同風險。最終，此風險將導致法國政治發展停滯不前。

“

兩個疑歐／反歐派 (兩黨均支持「大整合」) 目前取得40%的投票意向

”

“

在德國，默克爾 (Angela Merkel) 以及前歐洲議會議長舒爾茨 (Martin Schulz) 均為親歐派，法國兩位總統候選人馬克隆和菲永亦然

”

“

近一半選民仍可能改變主意

”



2017年3月

**應如何看待民調？是否真的無可避免？  
而又不可盡信？還是不可或缺的比較參考？**

自從英國公民投票以來，以及更甚者自從特朗普當選美國總統以來，批評民意調查和民意調查機構變得很正常。有些觀察家拒絕民意調查，有些人則只談民意調查。大家應該怎樣看待民意調查？

當我們看民意調查的結果時，我們顯然必須先看一下所使用的**研究方法**。

所選**樣本**必須根據性別、年齡、社會專業類別、地理情況來代表人口……樣本越大，可信度越高，反之亦然。**誤差範圍**也是一個重要的標準。我們都知道樣本越小，誤差幅度越大。換句話說，當兩位候選人在民意調查之中的領先百分比為1%或1.5%時，計算統計誤差範圍在內之後，兩人的支持差距實際為零。因此，對於1500人的樣本，10%的投票意向實際上是8.5%到11.5%，30%的投票意向則實際上在27.7%到32.3%之間。這大大削弱了民意調查中公佈的差距的可信度。換句話說，如果我們提到一些民意調查，菲永和馬克隆之間的差距目前是微不足道的：任何一人當選決不會改變民意調查的可信度。調查的**時間**也是至關重要的。繼佩內洛普門（Penelopegate）醜聞後，投票意欲曾一度大幅下跌，其後回升，主要由於馬克隆與貝魯組成聯盟，帶動選民對前者的投票意向（輕微）上升。重大及低調的事件主導民調結果。審視民調的走勢，較視之為某時刻的定照來得明智。比較不同民調的意義不大，審視各調查機構所顯示的走勢反而更合適。

我們必須考慮**投票確定度**，這無疑是關鍵準則。簡單來說，這反映受訪者確定其選擇的百分比。傳統上，個別候選人的選民基礎並不清晰，故距離正式選舉日越遠，投票確定度便越低。然而，這分別亦反映候選人之間重大民意差距。舉例，52%可能投票給梅朗雄的選民，近期表示或許改變決定，這百分比與阿蒙相近。至於馬克隆，有關百分比更高，達58%。只有兩名候選人擁有穩建基礎：馬琳勒龐（23%）及菲永（28%）。換言之，後兩者的投票意向下跌風險不大（除非出現突如其來的負面事件），而馬克隆理論上則會面對較大風險。儘管如此，上述因素顯然並不預示候選人能否吸引更多投票意向，或提高投票確定度……目前正好出現這情況。另外三項可能令分析更全面的標準包括：**勝選意願、勝選後的前景及候選人是否合適的感受**，這些因素可能在最後時刻吸引未作決定或隨機應變的選民。根據民調顯示，28%法國民眾認為馬琳勒龐具有「總統風範」，而馬克隆則為45%。

**結論**

法國大選重新帶來了對歐元區的擔憂，但這些擔憂似乎過慮。在總統大選後，我們預計對比德國政府債券（尤其是法國政府債券與德國政府債券的息差）及對比主權信貸違約掉期的息差將會收窄。與此同時，投資者採取觀望態度（同時看淡法國和其他周邊國家）似乎是最佳策略。

“當兩位候選人在民意調查之中的領先百分比為1%或1.5%時，計算統計誤差範圍在內之後，兩人的支持差距實際為零”

“法國大選重新帶來了對歐元區的擔憂，但這些擔憂似乎過慮”

2017年3月

資產配置

摘要表

資產配置：多元類別展望與信念

	單月變化	---	--	-	0	+	++	+++
股票／政府債券	→						□	
公司債券／政府債券	→						□	
股票／公司債券	→					□		
存續期	→				□			
企業債券	→					□		
石油	→					□		
黃金	→				□			
歐元現金	→							
美元現金	→					□		

資產配置：相對前景及信念（按各主要資產類別）

	單月變化	---	--	-	0	+	++	+++
股票	美國股票	→			□			
	日本股票	→			□			
	歐洲股票	→				□		
	英國股票	→			□			
	亞太（日本除外）	↘			□			
	新興市場股票	→			□			
政府債券	美國債券（短倉）	→		□				
	美國債券（長倉）	→		□				
	歐元核心（短倉）	→			□			
	歐元核心（長倉）	→			□			
	歐元周邊國家	→			□			
	英國債券	→			□			
	日本債券	→			□			
公司債券	美國投資級	→				□		
	美國高收益	→				□		
	歐洲投資級	→				□		
	歐洲高收益	→				□		
	新興債硬通貨	→				□		
	新興本地債券	→			□			
	外匯	美元	→				□	
歐元		→				□		
日圓		→				□		
英鎊		→				□		

上表代表六至十二個月的投資期限。變化反映了在我們最近的投資委員會會議上發表的展望。不同線條代表了各主要資產類別的相對前景以及外匯和商品的絕對前景。資產類別的前景、前景變化以及看法反映了預期方向 (+/-) 和信念強度 (+/+/+/+/+)。它們獨立於事關投資組合構建的制約和考慮因素。

宏觀對沖策略

	單月變化	0	+	++	+++
美國國債長倉	→		□		
德國國債長倉	→	□			
美元長倉	→		□		
日圓長倉	→	□			
波動長倉	→		□		
美元現金長倉	→		□		
黃金長倉	→		□		
美國國庫抗通膨債券 (TIPS) 長倉	→		□		

經濟風險正在下降，美國、亞洲和歐洲的經濟指標令人相當放心。法國主要指標有針對性，但政治風險依然存在。聯儲局將在三月份收緊貨幣政策，但主要都早有預期，並不意味加息步伐出現真正變化。美國削減企業稅預計將進一步降低增長風險。美國國債、美元（以及英鎊、挪威克朗和瑞典克朗）似乎是歐洲政治風險和歐元區潛在問題下的好選擇。

上表代表一至三個月的短期投資期限。變化（第二欄）反映了在我們最近的投資委員會會議上發表的展望。這幾條線表示我們對風險的厭惡以及我們的宏觀對沖策略。大家應該相對於資產分配表來查看。在資產配置方面的負面展望不會導致避險對沖。暫時的負面展望（在短期內負面，但在中期正面）可能導致我們保護投資組合，而不會影響我們的長期展望。策略的應用以持倉 (+) 表示，而持倉的比例則由分級刻度表示 (+/+ + /+++)。這些策略獨立於構建受保護初始投資組合之限制和考慮。這些為疊加持倉。



## 風險因素

PHILIPPE ITHURBIDE, 研究、策略及分析部環球總監

下表列出了17個風險因素及其概率，  
並闡述最可信的市場影響。

### [風險 # 1] 美國政策組合出現重大變化的感知

[概率] 75%

**分析** 特朗普當選無疑代表了美國理念的巨大變化，按這位新任總統的聲明，美國現在較不根據「世界警察」的邏輯，而較為根據自我中心的決定。除這個主要轉折外，現在的問題亦是經濟政策是否會大幅改變，特別是透過財政和稅收政策而改變。貨幣政策將如何伴隨這些變化？這些都是關鍵問題。我們知道已有減稅和振興基建開支的計劃，而且對預算赤字的影响可能非常高，對長期利率、公共債務以至貨幣政策造成的通常後果。我們也知道，美國國會（即使以共和黨為主要黨派）不會就這些問題無條件地支持新總統，因為這並不利於龐大的預算赤字。儘管如此，相對於在競選期間所作的承諾而言，即使變化仍然適度，但小覷會發生重大變化無疑將大錯特錯。某些建議，例如削減企業稅代表真正改變遊戲規則。如果措施證明是具實質性的，該減稅措施的效果很可能在很多領域感受到，包括在美國國土上歸還的利潤和投資計劃。大家應密切監測這些發展情況。

**市場影響** 特朗普的勝利在很多方面帶來了不明朗因素：美國的國際角色、北約、貿易協定、氣候協議、反移民政策、貿易政策、保護主義和潛在關稅。其未來行動（如果獲得國會批准）代表金融市場的另一個風險（特別是美元、環境波動及長期利率）。與聯儲局的潛在衝突亦使固定收益市場不安。經濟政策發生重大變化、導致赤字擴大但亦帶來增長盈餘、美元新活力、通脹預期重新抬頭的風險，在現階段並非微不足道。需要密切跟進與國會進行的談判。

### [風險 # 2] 意大利：「意大利脫歐」公投會否成為下一步？

[概率] 15%

**分析** 任命一個（由Paolo Gentiloni領導的）技術官僚政府並延長歐洲央行的資產購買計劃已經穩定了意大利金融市場，但現在是一個在大選來臨前檢視選舉法的問題。大選最初計劃於2018年2月舉行，金融市場一方面擔心提早舉行大選（在2017年下半年？）將導致「民粹主義」政黨「五星運動」執政，另一方面擔心政黨會就「意大利脫歐」舉行公投。民粹主義的崛起（即反建制、反傳統政黨、提出保護主義、反全球化、對不斷加劇的不平等憤怒、拒絕集中化、敵視社會制度改革等等的同義詞）亦是意大利的現實情況。經歷過五年相對穩定的政治局勢後，市場現在存有重大變化的風險。這無疑是最壞的情況，最初可能會導致政治不穩定或危機，並無疑會導致改革暫停。然而，大家要記得，五星運動是「反建制」多於「反歐洲」。儘管如此，在歐洲各國之中，意大利人對歐元的熱情最低。也就是說，如果要舉行關於歐洲的公民投票，就會帶來很多不明朗因素。

**市場影響** 提前舉行大選的可能性，將引發政治不穩定的階段。對經濟增長方面較為落後的這個國家來說（尤其是與市場上與意大利「不相伯仲」的西班牙相比），這將是非常壞的消息。其債務仍然受到歐洲央行量化寬鬆計劃所保護，這有助於防止（尋求收益率和利差的）投資者離場。若舉行「意大利脫歐」公投（目前仍違反憲法），意大利債券市場將出現特定風險，而利差將由於意大利風險的「重新定價」而進一步惡化。政治不穩定也將大大削弱其股票和利率市場。

### [風險 #3] 誤解聯儲局的決定……或聯儲局誤判

[概率] 30%

**分析** 特朗普當選帶來了一定程度的不明朗情況：令人懷疑的是，新總統是否會在2018年確認耶倫的第二個任期，而且他亦曾批評貨幣政策為「自滿」。共和黨黨員最近亦對聯儲局主席表示敵意，特別是對於她就規管的立場，尤其是對總統特朗普來說，減少規管是優先工作。很難理解這個關於利率的訊息：如何同時實現更強勁的增長、更弱的美元和更嚴格的貨幣政策？對聯儲局的意圖及決定有所誤解，已是一個主要的風險因素。自大選以來，局勢變得越來越嚴重。隨着國內生產總值增長為2%左右、通脹率接近2%而且充分就業，在正常週期，聯邦基金利率應該比今天高得多。聯儲局在技術上是「較曲線為後」。尤其因為自1945年以來，在一半的情況下（過去十二次中有六次），貨幣緊縮週期均在美國經濟衰退的兩年內發生。無疑，這是市場擔心在美國聯儲局採取過急（而且尤其是過於激烈）的行動時所出現的情況。目前，美國聯儲局依然謹慎。它清楚地意識到，現在為止的經濟增長水平和當前週期還未能確保利率會顯著上升，而且逆轉已採用八年的超寬鬆貨幣政策比平時更為重要。在美國聯儲局的情況之中，聯儲局希望避免美元升值（聯儲局的模式表示，實際有效美元匯率升值10%，相當於貨幣緊縮175個點子）。通脹指標現在接近聯儲局的目標，而聯儲局預計在2017年會加息兩次。不過，必須保持審慎：聯儲局必須避免任何溝通錯誤。如果利率過早上升、過度或無合理理由，或在一個非常令人驚訝的情況下，市場反應可能不佳。

**市場影響** 如果聯儲局出手笨拙，我們可以預期股市大幅下滑而且危機蔓延到已被削弱的新興市場。這種情況將擴大歐洲和美國之間的利差和利率，亦進一步削弱歐元，兩者皆有利於歐洲的風險資產。

2017年3月

## 風險因素

### [風險 # 4] 中國經濟「硬著陸」／信貸泡沫爆破

[概率] 20%

**分析** 中國的商業模式在過去十年中發生了變化。增長再不如從前以出口為主導，而國內需求已成為經濟增長的主要動力。如此良好的事態發展亦有一些缺點：過度放貸的跡象存在、債務不斷膨脹、產業競爭力已下跌、生產率增長正在下降。簡單來說，潛在的增長是下降。問題不在於未來和潛在的增長率是否會更低。這已經是既定事實。相反，經濟增長的風險是否會急劇下跌至低於其潛力（目前為5%而15年前則為10%）（甚至更低）。換句話說，中國會經歷大規模的經濟危機嗎？中國經濟增長更嚴重的萎縮，將令中國躋身於本已很長的環球通縮壓力名單。最近的指標已經減少了此風險，年化國內生產總值增長在過去三個季度穩定於6.7%左右的水平。引進45%的關稅（正如特朗普在競選期間所承諾的那樣）將有利於開始這種負面的螺旋形態，但我們不相信美國會採取此項措施。

**市場影響** 這樣的情景會產生非常不利的影響，其級聯效應會特別具災難性：銀行系統脆弱、金融系統脆弱、中國公共和私人債務脆弱、對商品和新興國家造成影響、對商品出口國、發達國家和新興國家的貨幣造成影響……美國聯儲局將縮短其「緊縮週期」，而歐洲央行將繼續其量化寬鬆政策。

### [風險 # 5] 世界經濟增長崩潰

[概率] 15%

**分析** 中國經濟「硬著陸」將意味環球經濟增長暴跌，但亦可能有其他情況。商品價格和環球貿易持續下跌、美國貨幣政策過度嚴格，加上歐洲經濟活動的結構疲弱，均讓人憂慮環球經濟增長下滑。到現在為止，新興市場經濟放緩已是鐵一般的現實，而「先進」世界已向前走了四年。在「先進世界」的另一次放緩可能源自新興國家的二次效應（出口下跌）、投資下滑、就業率下跌有關……總之，原因與目前為增長主要驅動力的國內需求（主要為私人消費）有關。

**市場影響** 暫且不論使用擴張性的經濟政策（特別是財政政策），我們一方面可能會擔心新興國家之間，另一方面擔心先進國家和新興國家之間會再次出現貨幣戰。期待風險資產、股票和信貸業績表現極差。

### [風險 # 6] 美國經濟衰退

[概率] 20%

**分析** 我們預計2017年增長2%（2016年為1.6%），其次是2018年略有加速（2.2%）。因此，未來兩年的增長可能仍略高於其潛力。在這個時刻，美國經濟不可能衰退，但聯儲局缺乏操控的空間令人擔憂。目前情況與2004至2006年的情況完全不同。在該兩年，聯儲局成功加息17次（共計425個基點），為自己保留餘地，方便日後金融危機來襲時迅速應對。今天的情況大有不同。聯儲局的迴旋餘地落後於其經濟週期和金融穩定性，而且輕輕落後於美元，並承受不起這樣的加息。同樣令人擔憂的是未來經濟政策的不確定性。推到極端的情況下，保護主義（特別是對墨西哥和中國的影響）、嚴格的反移民計劃（減少勞動力和人口，並增加勞動力成本）以及重新談判商業條約，很可能導致預期經濟衰退。然而，這個計劃不太可能被採納，因為我們應該反而將焦點放在美國增長會稍微好一點（至少是短期）。

**市場影響** 美國經濟衰退對環球經濟的影響是災難性的，而即使情況較佳的歐洲亦不能倖免。短期利率長期持續在低位，而聯儲局在常規貨幣政策方面沒有退路，在別無選擇下將推出第四輪量化寬鬆政策。不要指望對風險資產有積極的影響。初期的影響將是負面的，而中央銀行缺乏信譽肯定會增加波動和壓力。預期會出現更多實質性的預算失衡。

### [風險 # 7] 人民幣大幅貶值

[概率] 10%

**分析** 在2015年八月中旬幾天，中國給人正放棄匯率政策的印象，就人民幣的重大貶值為市場做好準備（人民幣曾於1994年貶值三成）。這些相同的恐懼已曾在2016年一月初出現。直到現在為止，中國已利用過貨幣政策、預算政策、財政政策和收入政策來作為刺激工具，並且謹慎地沒有使用匯率政策。此外，中國向二十國集團（G20）承諾不會使用匯率政策來作為刺激工具，而人民幣已於今年10月1日起成為「特別提款權」（SDR）一籃子貨幣的組成部份。2016年，中國修改了外匯制度，並控制人民幣逐步貶值。若美國實施保護主義政策將成為致命傷，而中國當局將無能為力並不願意實行這種外匯政策，特別是因為人民幣並無被顯著低估。與特朗普所說或相信的情況相反，中國並無操縱其貨幣，而最近的情況迫使中國當局加強資本管制，違反其長期計劃。除了對金融市場非常負面的直接後果外，突然貶值（一天至少貶值10%）的決定將毫無疑問可被視為承認整體經濟政策脆弱。非常低風險，但具有極大的潛在危害，因為中國最大的挑戰是開放資本賬戶：吸引國際投資者意味着接受一個獨立性較低的貨幣政策、匯率較不穩定、在岸市場和離岸市場之間規則不同、資本流動更波動、較難管理並將更依賴於國際投資者的市場、對企業狀況的透明度，以及特別是國有企業……總之，在治理方面相當激進的變革。人民幣的大幅貶值將是一個非常差的決定。

**市場影響** 在這種情景下，預期市場普遍下調。突然貶值將展開更激烈的貨幣戰，特別在亞洲。貨幣政策將變得非常寬鬆，以免貨幣升值。這將打擊歐元以及歐洲經濟，因為新興市場貨幣彌補其有效匯率達70%以上。



2017年3月

## 風險因素

### [風險 # 8] 新興經濟體系顯著放緩

[概率] 20%

**分析** 商品價格下跌、中國經濟增長放緩，以及即將到來的美國貨幣政策（及貿易政策）轉變，在過去幾年都成為了引發越來越多人擔心1997-1998年金融危機（新興市場全面崩潰）重演的因素。猶記得，自從美國結束其量化寬鬆計劃起，新興市場一直受壓。但亞洲過去能夠承受這種壓力，是由於中國經濟具有實力及遏制困難的能力，而且亞洲本質上是一個商品消費地區。企業違約和主要活動指標偶爾讓市場高度警惕，但中國官員所採取的措施（減息和削減強制銀行儲備、注入流動資金、推行財政和稅收措施、保持貨幣政策等）最終令一切重回正軌。風險在於國內需求將瓦解而經濟政策將變得完全無效。然而，這種風險在最近幾個月期間下跌：油價上漲（石油輸出國組織增加凝聚力）加上資本大量湧入（中國除外）都特別令這些市場重添生氣。對美國重新回到保護主義的擔憂導致了很多新興國家再次關切經濟表現。

**市場影響** 即使油價下跌對商品消費先進國家有利，但很難相信這些國家將被完全隔離。隨着大宗商品價格下跌以及經濟活動下滑，我們預期新興市場貨幣持續下跌，而且資金將流出新興國家。從先進國家和避風港的資產類別選擇。

### [風險 # 9] 英國脫歐公投後的問題持久削弱英國經濟

[概率] 70%

**分析** 「脫歐就是脫歐，我們會讓脫歐創造成功」。這是文翠珊被任命為總理之日的立場。「將不會有[……]第二次公投，」她補充說。「英國絕不會嘗試留在歐盟內，不會企圖從後門重新加入歐盟，亦不會進行第二次公投。英國已投票決定離開歐盟，英國政府和議會有責任確保我們做到這一點。」我們現在知道了多一點：首相已宣佈將在2017年第一季度觸發《里斯本條約》第50條。結果將是「硬脫歐」。據估計，這將顯著對國內生產總值造成負面衝擊。英國可能會損失2.5%至9.5%之間的國內生產總值。貿易額和成本將受到影響，特別在金融服務、化工、汽車等在歐盟集成度高的行業。英國的風險在於其未來在單一市場上自由貿易的能力，在不受歐盟限制的情況下獲得所期望的獨立性。但這似乎並不可能，而在任何情況下，這是在不晚於2017年第二季度開始的談判的危機……並且可能持續兩年（欲了解詳情，請參閱2016年7月號《交叉資產投資策略》中的《從幾條問答了解後英國脫歐時期》一文）。英國缺乏任何應急計劃，英國和歐盟國家之間缺乏談判（在啟動《里斯本條約》第50條之前）而辯論的性質（實用主義者對英國脫歐的意識形態主義者）亦令情況變得相當令人困惑。

**市場影響** 在此情況下，我們預計將看到英鎊和英國經濟的長期國內生產總值進一步疲弱。這兩個因素可能會延長金融現狀。毫無疑問，我們也將看到歐元區金融資產增加脆弱性。

### [風險 # 10] 與英國「脫歐」相關的新一輪歐洲危機

[概率] 20%

**分析** 從純粹的經濟觀點來看，英國脫歐不太可能對歐盟產生太大的影響。受影響最嚴重的將是與英國有密切聯繫的國家，尤其是愛爾蘭；此外，從出口、直接投資流量、金融板塊的性質來看，受影響的還有盧森堡、比利時、瑞典、馬耳他、塞浦路斯。風險主要是一個政治問題：其他歐洲國家可能會歌頌一個「散叫式」歐洲，各自為政，及／或在如何處理英國退出的問題上表現出明顯的分歧。歐洲機構經常展示其極限，因為「融合教條」並無令它們對這種風險情況做好準備。任務是要回應各種挑戰，當中包括：歐洲治理赤字、預算政策缺乏協調、未能監督預算失衡、國家之間的競爭力差距、支援面臨困難的國家的機制未完善、未能賞識各成員國的相互依存關係（雖然歐洲央行的抗蔓延機制顯著發展，但在預算並非如此）等。最近的英國公投添加了一層新的不明朗因素。管理英國脫歐類似於管理歷史上最為複雜的離婚個案。有一件事是肯定的：這是歐洲（再次）管理危機能力的一次重要考驗，說服歐洲做好規劃，並去除任何歐盟成員國各自為政的意圖。若發生新一輪的歐洲危機，情況將很可能非常嚴重，除非各國大步走向聯邦制（不大可能）。請注意，與英國的談判將在法國和德國的選舉年中期進行，這當然並非理想的政治環境。有必要調和歐洲人對歐洲的想法，特別是安撫歐洲懷疑論者。不過，這實在談何容易！早在英國脫歐公投之前和美國選舉之前，歐洲的局勢已經很複雜。

**市場影響** 負面影響眾所周知：主權及信貸利差擴大、波動率上升——只是這一次肯定會伴隨歐元嚴重削弱。新的歐洲危機很可能會出現歐盟分崩離析的情景；或者，最起碼是較弱的國家會退出歐盟……除非退出方案能吸引最紮實的國家，而退出歐盟是非常合理的，因為從政治角度看，這些較發達國家對於在經濟和財政上支持陷入困境的國家始終會感到疲累。

### [風險 # 11] 金融動盪更大

[概率] 70%

**分析** 各國央行在過去幾年的行動已令金融穩定性再現。短期和長期利率下跌、波幅降低、信貸利差收窄均是產生了更穩定環境的因素。不過，請小心：(i) 這種穩定性的人為因素不容小覷。各國央行不能自行解決所有問題（就業、投資、經濟增長等）。況且，如果當前環境不能更顯著地改善，某程度的幻滅／失望可能會出現，這可能反過來成為不穩定因素的根源。(ii) 貨幣政策已經達到了極限，包括負利率和量化寬鬆政策，而且很難從中預期些什麼。宏觀經濟反應最終將來自財政和稅收政策，而傳統上，公共支出對金融市場的穩定價值遠遠低於減息。(iii) 最後，在歐洲進行的大選肯定會對金融資產的波動產生影響。



2017年3月

## 風險因素

**市場影響** 金融不穩加劇，將導致波幅及信貸息差上升，特別是在歐洲，因為歐洲的勞動力市場較為疲軟，而且政治及社會風險較高。

### [風險 # 12] 周轉危機

[概率] 20%

**分析** 除了上述可能會導致出售持倉和／或投資組合的風險情況外，值得再次提醒一下，需要格外小心當前的流動性。自2008年金融危機以來，投資銀行的庫存下跌，導致主要市場參與者購買和保留大量債券的監管約束、自營交易與市場做市活動減少、央行透過量化寬鬆計劃支配都「榨乾」了固定收益市場，而現在結束持倉或資產組合亦需要更長時間（若我們相信英國央行的數字，所需時間比2008年金融危機前較長七倍）。儘管金融危機以來價差收緊（由於利率下降），但交易量、交易執行速度均大幅下跌，兩者均反映市場流通性不足（甚至是欠缺）的情況。請記住，市場流動性越差，價格就越不能反映基本面而且越容易被操縱，危機蔓延的風險亦越高，波動更大更不穩定，而且越無能力吸收衝擊。情況並不完全讓人放心。

**市場影響** 這需要納入投資決定，並應在投資組合構建約束和壓力測試中考慮。流動性較差的資產組合部分或可能在危機中流動性較差的部分，預計會有退出或宏觀對沖計劃。

### [風險 # 13] 銀行倒閉

[概率] 10%

**分析** 我們認為，這種風險似乎太過誇大。儘管如此，我們並不樂觀：負利率正懲罰銀行，資金成本高反映了過去危機的重擔、對新一輪危機的擔憂、監管不確定性，而且投資者區分銀行和銀行系統的難度，這些都是銀行業績不佳的主要因素，而且英國脫歐公投令業績更為不佳，恰恰因為它為經濟增長增加了不確定因素。我們亦不過於悲觀。2016年的銀行與2008年或2011年的銀行沒有任何共同之處：銀行不僅大大提升了資本水平，而且歐洲央行的反危機機制現在已經非常成熟（當中包括銀行監管、壓力測試等等）。此外，在過往逾兩年的時間裡，銀行已獲得歐洲央行提供流動資金，很大程度上減少了特定風險和系統風險。然而，大家很容易證明銀行業績不佳和長期利率下跌至負值的緊密關係，而所衍生的問題是，事實上，銀行如何能在負值抗衡利率。我們並不預期崩潰，但盈利仍會受壓，而且數碼化增加了盈利問題，推動銀行降低其債務，並在信貸方面保持保守。然而，應該指出，在過去幾個星期（特別是自從特朗普當選以來），大部份固定收益領域已經回到正值區域，而我們看到收益率曲線陡峭化，兩者均是銀行盈利能力的明確優勢。總而言之，情況有了明顯的改善。

**市場影響** 在造成脆弱的因素中，無法在銀行之間和銀行體系之間進行區分，無疑最值得令人關注：涉及銀行的任何謠言或困難都會產生壓力、擴大利差，並令銀行證券暴跌。如果有任何銀行倒閉，更不用細講對金融穩定或經濟體系的影響。

### [風險 # 14] 地緣政治風險加劇

[概率] 70%

**分析** 在地緣政治上，各地市場的當前困難經營背景如下：敘利亞、伊斯蘭國、恐怖襲擊、難民問題、土耳其局勢均削弱國家之間的外交關係，特別是在歐洲。特朗普當選、反移民計劃、在墨西哥邊境修建圍牆隔離，令美國正式進入這場辯論。中美之間的言論戰和緊張局勢加劇了這種局面。不要指望這些持續的問題和衝突將很快得到解決。將地緣政治風險永久地納入投資組合（系統地提供宏觀對沖策略）現在具有更多意義。

**市場影響** 無疑，局勢會經常出現緊張和波動。當前的地緣政治風險明確而具體。其他政治風險的規模，包括美國外交新方向的後果，在這一階段更難以評估。這些因素的組合是否可能影響增長前景或金融市場？在這個階段沒有什麼是確定的，但可能性非常高。

### [風險 # 15] 政治風險加劇（選舉日程、民粹主義等）

[概率] 70%

**分析** 在政治上，各地市場當前面臨非常困難的經營背景。2017年將舉行不少選舉，有些尤其重要：荷蘭將在2017年3月舉行大選、總統選舉（2017年4月23日和5月7日）及議會選舉（6月11日和6月18日），而德國將在2017年秋天舉行大選。令人感興趣／憂慮的是，極端主義政黨（歐洲核心國家的右翼政黨、周邊國家的左翼政黨）和民粹主義的興起，反映在保護主義、反移民、公共赤字問題。不可避免地，一些政黨將受這些問題的誘惑，以討好對日益加劇的不平等現象和稅務負擔越來越敏感的選民。從歷史上看，這些政策（特別是保護主義）通常會導致增長非常疲弱（甚至無增長）及通貨膨脹率上升的階段。這些經濟停滯和龐大公共赤字階段，將無可避免地導致經濟衰退、以及政治、金融不穩的時期。歐洲在法國和意大利等國亦將面臨全民公投。我們預計法國或德國（有關意大利的分析，見上文風險因素二），的民粹主義政黨將不能奪取權力，但相信法德兩國可能加強合作。

2017年3月

## 風險因素

**市場影響** 當前的政治風險已明確確定，但歐洲重大選舉的前景將導致波動性增加，並帶來歐盟治理和未來領導力方面的問題。但這會對增長前景或金融市場產生影響嗎？答案是肯定的。歐洲央行的量化寬鬆計劃無法阻止某些歐洲債務（如法國和意大利債券）持續存在風險溢價。

### [風險 # 16] 法國大選令市場再次對歐元區擔憂

[概率] 65%

**分析** 今後幾個月無疑將強調法國大選的重要性：總統大選（2017年4月23日和5月7日）及國會選舉（6月11日和6月18日）。讓我們搞清楚一點：歐洲大選（荷蘭、意大利、法國、德國）的挑戰在於歐洲一體化的持久性。我們不相信國民陣線的馬琳勒龐（Marine Le Pen）會勝出；如果她勝出，則肯定會令「法國脫歐」的情景變得有可能。勒龐確實正在改革歐盟或離開歐盟，這仍然是一個主要的焦點。如果法國不能在六個月內改變歐洲央行在經濟政策、移民政策等方面的立場，那麼勒龐將按照她的承諾，就退出歐盟進行公投。毫無疑問，這種風險（法國脫歐）將繼續對歐盟（特別是歐洲貨幣聯盟）產生影響：歐元脆弱、周邊國家（包括法國）對德國的主權利差擴大……我們不相信這種情況會發生。我們依賴於加強法德軸心的可能性。在此之前，金融市場必須面臨三個關鍵情況：

-首先，大家可能看到極右政黨在第一輪總統選舉獲得高票的情況。根據目前的民意調查（Opinion Way, 2017年3月14日）馬琳勒龐將領先於馬克隆（Emmanuel Macron；「En Marche」運動；溫和左派）、菲永（François Fillon；保守右派）、阿蒙（Benoît Hamon；社會黨）、梅朗雄（Jean-Luc Mélenchon；左翼），得票分別為27%、24%、20%、14%、13%。

-然後，透過口頭訪問，並根據當前的民意調查，馬琳勒龐將可能於第二輪總統大選中被淘汰……應當指出，由於右翼政黨的票源有助左翼政黨（反之亦然），法國選民迄今為止在大多數國家、區域和市政選舉中都能淘汰極端右翼政黨當選……

-最後，新當選總統（可能是馬克隆（於民意調查中領先）或菲永）必須吸引選民，才可在國會選舉中獲得總統多數票，而這是建立穩定政府的唯一途徑。兩位候選人顯然都屬親歐派，他們當選將推動更強大的法德軸心，而政府將能夠進行結構改革。菲永將可得到大黨和右翼政黨的支持，但馬克隆的處境並非如此，不少社會黨支持者均視其為「敵對勢力」。如果馬克隆當選（民意調查顯示他越來越受歡迎），感知風險將是最終總統不會有「同質的」政黨所支持，情況可能很複雜。

**市場影響** 法國大選是金融市場的主要風險，因為它們是當前趨勢的象徵：在歐洲貨幣聯盟核心國家的極端右翼政黨冒起、反建制的聲音越來越大、保護主義的誘惑、對歐洲及／或歐洲機構的敵意……反歐盟候選人當選或希望改革歐洲或離開歐盟的聲音如果失敗（馬琳勒龐或梅朗雄）將會是英國脫歐和美國特朗普當選的延續。請謹記，這些選舉只有一輪投票，但法國選舉並非如此，這一切均會令結果有所不同。主要是因為這個原因，我們不相信國民陣線候選人會當選。儘管如此，在我們看來，風險溢價（相對德國的利差、波動性、信貸違約掉期（CDS）……）惡化並直到選舉有結果為止保持高水平將很合理。法國大選重新帶來了對歐元區的擔憂，但這些擔憂似乎誇張了。選舉後主權利差和信貸違約掉期（CDS）應有所改善。

### [風險 # 17] 歐洲債券收益率可持續地上升

[概率] 10%

**分析** 自金融危機以來，長期利率不僅繼續下降，而且受到主要短期負利率（特別是歐洲和日本）驅動進入負值範圍，並以同樣的方式影響優質公司債券。要在這個超低或負值沙漠之中尋找收益率，投資者主要選擇三個利差綠洲：新興債券、私人債券和高收益債券。債券收益率上升的風險來自美國，並非歐元區。美國長期利率的增長可以來自五個主要來源：(i) 增長前景顯著上升；(ii) 更有力的利率緊縮政策；(iii) 量化寬鬆政策「真正」結束（未能更換到期債券）；(iv) 通貨膨脹復甦，及／和 (v) 預算及財政政策大幅度逆轉。這些因素（除了第三種因素）都在美國增加。所以，對利率而言，美國或歐洲目前關於財政和稅收政策的辯論至關重要。就美國而言，我們期望當前增長週期會延長（這情況已蹣跚徘徊好幾個季度），但並非隨着新增長週期的到來而出現。因此，我們認為美國長期利率永久上升得過早而且過度，這一結論在歐元區的情況更是如此。然而，我們不應低估美國新政府的決定的影響，新政府可能要求加息。經濟增長、通脹、貨幣政策週期、歐洲央行量化寬鬆計劃，以及透過預算和財務政策重新啟動經濟引擎的能力下降情況，均有效地保護了歐洲市場免受美國利率上升影響。然而，風險溢價由於政治不明朗而上升。區分核心國家（例如德國）、周邊國家和中介國家（例如法國）至關重要。

**市場影響** 除政治不穩（這當然是一個因素）外，歐洲債券收益率顯著上升的風險較低，令市場對美國的情況較為審慎：對長期利率的敏感度隨着企業債券再槓桿化的興起而增加（現在處於其歷史最高位），這會削弱經濟增長並會令債券收益率在未來下跌。另外，我們還應指出，任何長期利率上升，都是對貨幣政策及美國聯儲局加息潛力的阻礙。這是令人懷疑美國債券收益率是否可持續且大幅增長的另一個原因。



2017年3月

宏觀經濟狀況		
美洲		風險因素
美國	<p><b>在主要政治不明朗的背景下延長增長週期</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; 在2016年下半年的反彈之後，2017年第一季度的指標（特別是ISM製造業指數）顯示商業環境非常有利。創造就業機會穩步發展，而工資亦呈上升趨勢。目前，核心通脹（不包括能源和食品）仍然受到控制。</li> <li>&gt; 儘管市場有很高的期望，但仍然難以預測特朗普能夠實施什麼經濟政策。在不少範疇，國會的批准遠遠沒有得到保證。</li> <li>&gt; 預料至少可以就減稅和放鬆（特別是金融、環境和醫療保健方面的）管制達成共識，這將對經濟產生刺激作用，在2018年的情況將比2017年更為明顯。潛在保護措施的性質和規模則非常不明朗。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; 與新政府決定相關的主要不確定性</li> <li>&gt; 在可預見的將來，增長潛力遲緩（「長期停滯」）</li> <li>&gt; 企業利潤受到侵蝕</li> </ul>
巴西	<ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; 宏觀經濟數據來看，第四季度國內生產總值的同比增幅為-2.5%，而第三季度則為-2.9%。此一國內生產總值下跌的兩大主要因素是投資（同比跌幅為5.4%）和消費支出（同比跌幅為2.9%）。巴西在2016年又出現了3.4%的重大衰退。</li> <li>&gt; 通脹大幅放緩，巴西央行鑑於週期指標疲軟，開始了貨幣政策寬鬆週期。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; 巴西雷亞爾大幅升值</li> <li>&gt; 寬鬆財政政策</li> </ul>
歐洲		
歐元區	<p><b>受臨時因素及政治風險侵蝕所影響，經濟復甦略為放緩</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; 隨著2016年第四季度的強勁表現（國內生產總值比第三季度上升了0.4%），2017年初的指標好於預期，達到了幾年來最高的水平。然而，較美國落後的歐洲經濟週期尚未到達可能產生通脹壓力的時期。目前，核心通脹率保持穩定，低於每年1%以下。</li> <li>&gt; 持續復甦的主要風險是由於政治不確定：法國選舉週期（4月至6月間的總統選舉和議會選舉）以及意大利仍然不穩定的情況最為關切，兩國都湧現「疑歐」主義。英國脫歐相關的問題在未來幾個月也可能產生不利影響。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; 政治風險（密密麻麻的選舉日曆、反建制黨派的興起、英國脫歐）</li> <li>&gt; 新興國家的經濟和/或財政困難蔓延</li> <li>&gt; 地緣政治風險上升</li> </ul>
英國	<p><b>經濟形勢好於預期。然而，政治不明朗將於2017年成為一項因素</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; 未來與歐盟經濟關係的形態缺乏可見性，最終將對經濟造成不利影響。然而，目前的商業指標積極利好。</li> <li>&gt; 私人投資（企業、房地產）和消費支出將會受到因英鎊貶值以及未來前景不明朗而導致的通脹上升的影響。其中一項重要發展，是政府決定不會花費在2016-2017年期間超過預期增長的稅收盈餘。2017-2018年度（相比之前兩年）將採取適度擴張的財政措施，如有需要，政府已留有餘地來放鬆政策。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; 與英國脫歐有關的不確定性的衝擊</li> <li>&gt; 公共和外貿赤字仍然高企</li> </ul>
亞洲		
中國	<p><b>中國：中國是2017年穩定環球經濟和貨幣的影響，情況也可能在2018年如是</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; 我們認為，中國經濟穩定將於2017年持續，並伸延至2018年。</li> <li>&gt; 中國經濟穩定既有自下而上的原因，亦有自上而下的原因。私人資本支出和公共支出都在經歷擴張週期，並比市場預期的幅度要大得多。</li> <li>&gt; 中國經濟穩定（2016年至2018年）較預期為長，令環球經濟上漲，明顯有利於環球週期性行業、商品和新興市場</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; 2017年對環球經濟和貨幣穩定有所貢獻，並可能在2018年繼續</li> <li>&gt; 透過中國經濟從2016年到2018年的穩定，較長的環球經濟週期正在形成</li> </ul>
印度	<p><b>印度：儘管非貨幣化進程，印度將於2017年成為亞洲經濟穩定增長的引擎</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; 自由支配開支、汽車銷售和冬季作物播種的放緩幅度較預期中出現的去貨幣化後惡化情況為佳。然而，建築業的情況較為明顯。</li> <li>&gt; 我們的基準情景指出，2017年的通脹率將會延續。我們認為，去貨幣化措施只會對增長和通脹產生暫時的影響。</li> <li>&gt; 圍繞消費稅的主要爭議問題已解決，而消費稅可能會在2017年7月實施。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; 印度的增長勢頭將在去貨幣化後穩定</li> <li>&gt; 通脹持續緩和</li> </ul>
日本	<p><b>增長較潛力為高，表示復甦正在持續。</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; 經濟正出現國內需求（投資）加速的跡象。失業率為20年來的最低水平，工資（兼職）不斷上升，利潤亦正在改善。財政刺激計劃和企業盈利稅收減免是主要的支撐因素。對外而言，中國的穩定正在產生積極的作用。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; 受中國經濟放緩影響</li> <li>&gt; 負利率政策</li> </ul>



2017年3月

## 宏觀經濟及財政預測

### 宏觀經濟前景

- 美國：**資本支出在2016年第四季度反彈。增長繼續受到國內需求所驅動。然而，工資增長仍然不大，核心通脹率仍然低於聯儲局的目標。美國預算和貿易政策的不明朗因素仍然存在。白宮宣佈將於五月初向國會提交一份全面的預算。從宏觀經濟的角度來看，出現上行偏好（經濟增長、通脹）。然而，新政府實施的某些措施可能產生中長期的負面影響（通脹、保護主義），甚至導致週期的周轉時間早於預期。
- 日本：**投資在第四季度反彈，扭轉了2016年頭三個季度的走勢。去年底以來的數據顯示，第一季度經濟持續改善。此外，財政政策仍然是增長的關鍵。日本央行的政策旨在於可見未來保持10年期利率為零，助寬鬆貨幣環境保持不變。
- 歐元區：**復甦正在鞏固中。市場情緒處於2011年以來的最高水平，顯示第一季度經濟強勁，儘管利率上升，貨幣狀況仍然保持寬鬆。然而，暫時的驅動因素（歐元和石油價格下跌）正在爆發，而與（荷蘭、法國、德國、意大利）大選相關的政治風險仍然是該地區的薄弱環節。大家應保持觀望。
- 巴西：**第四季度國內生產總值的同比下跌-2.5%，而第三季度則為-2.9%。巴西經濟在2016年再次出現重大衰退（-3.4%）。2017年的增長結轉仍然是負數（-1.1%）。因此，我們繼續預測2017年會出現0.5%的衰退。
- 俄羅斯：**第三季度國內生產總值（同比下跌0.4%），較第二季度的收縮為小（下跌0.6%）。第四季度的零售額繼續下滑。然而，工業產值和採購經理指數（PMI）都正在改善。我們維持對2017年退出危機的情景，預測增長1%。

全年平均值(%)	實際國內生產總值 增長%			通脹 (消費物價指數按年%)		
	2015	2016	2017	2015	2016	2017
美國	2.6	1.6	2.0	0.1	1.3	2.5
日本	1.3	1.0	0.9	0.8	-0.3	0.7
歐元區	2.0	1.7	1.5	0.0	0.2	1.4
德國	1.5	1.9	1.6	0.1	0.4	1.5
法國	1.3	1.1	1.3	0.1	0.3	1.2
意大利	0.8	0.9	1.1	0.1	-0.1	1.1
西班牙	3.2	3.2	2.0	-0.5	-0.3	1.3
英國	2.2	2.0	1.0	0.1	0.7	2.5
巴西	-3.8	-2.5	-0.5	9.0	8.0	6.0
俄羅斯	-3.7	-0.7	1.0	15.5	7.6	5.5
印度	7.6	7.5	7.6	5.2	5.4	5.2
印尼	4.8	5.0	5.2	6.4	4.5	4.5
中國	6.9	6.7	6.4	1.4	1.2	1.5
土耳其	4.0	1.5	2.2	7.7	8.0	7.8
發達國家	2.1	1.6	1.7	0.2	0.8	1.9
新興市場	4.2	4.1	4.4	4.0	4.0	3.9
世界各地	3.3	3.0	3.2	2.4	2.6	3.0

來源：東方匯理研究

### 主要利率展望

- 美國聯儲局：**在三月，聯儲局將聯邦基金目標提高至0.75-1.00%。通貨膨脹預期的上升已經改變了遊戲規則。聯儲局應該會在2017年再次加息兩次。資產負債表的正常化可能成為一個市場主題。
- 歐洲央行：**歐洲央行將放緩步伐，將其量化寬度延長至2017年12月（每月600億歐元）。在短期內將很少有變化，但理事會內部的分歧將會越來越明顯。
- 日本央行：**日本央行將堅持其收益率曲線控制（YCC）政策，而且應不會改變其利率目標。
- 英國央行：**英國央行將自己置於觀望態度。英國脫歐談判的發展對於英國央行政策的演變至關重要。

	9/3/2017	東方匯理 +6個月	市場觀點 2017年第2季	東方匯理 +12個月	市場觀點 2017年第3季
美國	0.75	1.25	1.10	1.50	1.40
歐元區	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
日本	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10
英國	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25

### 長期利率展望

- 美國：**長期利率可能在未來幾個月略有上漲。話雖如此，通脹率與「正常」水平差不多。
- 歐元區：**但通脹率增加仍然存在巨大空間。隨着歐洲央行再次有將在未來幾年將其利率政策正常化的想法，曲線短端將在全年陡峭。
- 英國：**活動指標的惡化應對英國的收益率施加一些下行壓力。
- 日本：**日本央行控制着收益率曲線長端，並可能傾向支持短期債券收益率下跌。

	9/3/2017	2年期債券孳息			
		東方匯理 +6個月	遠期 +6個月	東方匯理 +12個月	遠期 +12個月
美國	1.36	1.60/1.80	1.72	1.80/2.00	1.98
德國	-0.83	-0.80/-0.60	-0.74	-0.80/-0.60	-0.64
日本	-0.26	-0.40/-0.20	-0.19	-0.40/-0.20	-0.11
英國	0.09	0.00/0.20	0.10	0.00/0.20	0.23

	9/3/2017	10年期債券孳息			
		東方匯理 +6個月	遠期 +6個月	東方匯理 +12個月	遠期 +12個月
美國	2.56	2.60/2.80	2.71	2.40/2.60	2.84
德國	0.38	0.40/0.60	0.52	0.60/0.80	0.65
日本	0.10	0	0.16	0	0.22
英國	1.21	1.40/1.60	1.31	1.40/1.60	1.43

### 匯市展望

- 歐元：**隨着德國長期收益率上升，以及與歐洲央行政策可能發生變化有關的消息，歐元今年應會有所回升，但這還有待需要跨越一些政治障礙。
- 美元：**美元的變化目前由長期利率差決定。美國當局（聯儲局、新政府）不會容忍美元顯著升值。然而，大型刺激措施將提振美元。
- 日圓：**日圓再次被低估。隨着日本央行的收益率曲線控制政策，美國國債收益率上升將觸發日圓貶值。
- 英鎊：**我們對英鎊有負面偏見，英鎊應會繼續受到經濟逐漸惡化的困擾。

	9/3/2017	東方匯理 +6個月	市場觀點 2017年第一季	東方匯理 +12個月	市場觀點 2017年第三季
歐元/美元	1.06	1.05	1.04	1.10	1.05
美元/日圓	115	115.00	117.00	115.00	117.00
歐元/英鎊	0.87	0.90	0.86	0.90	0.85
歐元/瑞士法郎	1.07	1.05	1.07	1.00	1.07
歐元/挪威克朗	9.06	8.70	8.82	8.50	8.64
歐元/瑞典克朗	9.56	9.20	9.44	9.00	9.19
美元/加元	1.35	1.40	1.35	1.45	1.35
澳元/美元	0.75	0.75	0.74	0.70	0.73
紐元/美元	0.69	0.70	0.70	0.67	0.69