

資產配置

我們的信念

PHILIPPE ITHURBIDE, 研究、策略及分析部環球總監

過去一個月的三大事件：

1. 經濟活動繼續呈現令人鼓舞的跡象，確認投資略有上升（美國、歐元區和日本）、交易有所改善（特別是亞洲）。
2. 貨幣政策仍然寬鬆，但對某些組成部份的討論（美國利率上調幅度、量化寬鬆政策持續、歐洲的負利率）正在推動（且不會停止推動）投資時間表和決策
3. 美國的政治局勢正在變得複雜（總統特朗普與國會角力、受彈劾程序的威脅）而歐洲即將變得更加明朗，「極端主義」派別比預期沒有那麼厲害。政黨PVV沒有贏得荷蘭大選，而國民陣線不再於法國的民意調查中領先。

聯儲局將利率上調25個基點，不過當局提早為市場徹底做好準備，所於消息並不令人驚訝。然而，令人驚訝的是，聯儲局沒有提高國民生產總值增長預測、通貨膨脹預測或利率預測。換句話說，當局沒有證實不少人期望特朗普政府以及其財政和稅收刺激計劃所帶來的希望。我們一再表示，金融市場顯然高估了特朗普的影響，而且聯儲局顯然認同我們的觀點。儘管如此，我們還是有點虛偽：在特朗普當選之後，我們對美國公司股票和債券抱有一些希望，而且仍然認為，重大的企業所得稅減免可能會提振美國風險資產。不過，一方面，經濟似乎喘不過氣來（特朗普可能引發延長經濟週期，但不能創造一個新的週期），另一方面，股市顯然被高估，確實出現泡沫。所以，聯儲局的立場正在削弱美國資產。好消息是，聯儲局目前還沒有為貨幣政策正常化而付出代價，我們對此一點亦不感到驚訝。

聯儲局不僅不確認特朗普提出的情景，而且特朗普在政治上也遇上越來越多麻煩：他對墨西哥和中國的言論（以及在較小程度上，對日本和歐洲的言論）；與默克爾的緊張關係（在德國總理訪美期間相當明顯）；他對美國特務局的評論；美國國會不願意採取措施加劇預算赤字……這一切都正孤立隔離他。除這些煩惱外，他尚有遭彈劾的風險。這並不一定意味他必須離開白宮：前總統約翰遜（1868）和克林頓（1998年）均曾面臨彈劾程序，眾議院投票支持彈劾，最後被參議院反對。尼克遜（1974）亦曾面臨彈劾程序，但他在程序結束之前辭職。無人能說特朗普的彈劾傳言最終能否成真，但這件事確實使特朗普的總統職務複雜化。情況值得大家留意。

雖然聯儲局可能對美國經濟增長或政府通過財政和稅務政策加快經濟活動或通脹有所疑慮，但歐洲央行正在擴大信心。雖然指標正在復甦、融資渠道更為容易、通縮壓力正在下降，不過通脹率已達到2%的水平，而核心通脹率則低於1%。換句話說，通脹方面很平靜。再次，充分披露井然有序。通脹確實結束，這證明了我們對通脹掛鉤債券的偏好合情合理。然而，真正的問題在於其他地方：事實上，歐洲央行有能力擺脫負利率並結束量化寬鬆政策。經濟狀況不足以使歐洲央行現在做出這些決定，而這些問題無疑將推動金融市場。

兩個意見：

“經濟活動：跡象令人鼓舞”

“特朗普的情況正變得日益複雜”

“聯儲局將利率上調25個基點，不過消息並不令人驚訝”

“聯儲局不確認特朗普提出的情景”

2017年4月

1. 在利率政策方面，我們已經表達了我們的看法（實際上，早在實際確立這一措施之前）。我們仍然相信，無必要進入這些「未知領域」，而問題是如何擺脫困擾而不影響固定收益和股票市場，且不會留下歐洲央行知道這一錯誤的印象。我們的情況很簡單：增長、再通脹、價格上漲將推動市場利率上升，而歐洲央行將支持這一運動，並逐步提高利率。簡單來說，它不會在加息之前採取行動，不過會跟隨其後。而且，會遠遠在「曲線之後」。
2. 就資產購買計劃（量化寬鬆計劃），我們也多次表達了我們的觀點，沒有絲毫歧義。毫無疑問，與負利率不同，這些計劃具有非常真實的優點：超低及可持續地超低的利率。不過，尚有另一方面：透過購買比政府淨發行更多的資產，歐洲央行正在乾涸固定收益市場，造成流動資金問題，令利率下跌至異常低的水平（就其在量化寬鬆計劃前的盈虧平衡值而言）。換句話說，突然撤出量化寬鬆計劃將導致利率飆升（德國十年國債升150個基點、外圍國家十年國債升250至350個基點……簡單而言，這顯然會引發真正的金融崩潰……而且還有對某些政府的償付能力的影響，或債務融資成本下降造成的財政迴旋空間的消失（佔周邊國家國內生產總值的1.5至2%）。總而言之，歐洲央行不會在短期內放棄量化寬鬆政策……最多至會進一步減少採購，解釋了為何歐洲央行不會逐漸退市，而是需要注意流動性。同樣在這一點上，歐洲央行將較為被動（跟從他人行事）……退出量化寬鬆計劃而不受損害、需要更多增長、更嚴格的財政制度、在償付能力方面更為強硬的政府、保證政府可以應對加息……而現在上述條件都得不到保證。

歐洲的政治局勢變得更加明朗。荷蘭已進行投票，正在籌組的聯盟政府不見極右黨派（PVV）參與。籌組政府將需要一些時間，但政府正慢慢成形，這對金融市場來說是一件好事。在德國，兩名非常親歐盟的候選人將碰頭（默克爾、前歐洲議會主席舒爾茨），兩人預共獲60%的選票。換句話說，我們對該選舉不感到憂慮。在法國，馬克龍（Emanuel Macron）在民意調查中領前，預期票數正在增加，而他是唯一被視為「有總統氣勢」的候選人（事實上，他是唯一被大眾視為「有總統氣勢」的比例高於「沒有總統氣勢」的候選人）。其政綱是親歐洲、親改革、親商和親競爭；換句話說，其政綱吸引投資者。在明朗化方面，我們也考慮到英國脫歐的問題：英國終於在3月底觸發了《里斯本條約》第50條，並將於28日（4月下旬）的會議討論退出條件。所以，我們較為了解決定，而不是程序。我們建議保守，因為市場已準備好低估有關問題和影響。當然，焦點之一將是英國進入整個單一市場的程度（如有）如何。邏輯指出，情況並非如此（例如：瑞士或加拿大），但談判將艱鉅、壓力將會很高，駐倫敦機構的利益也可能是決定性的。所以，這將是金融家與政界人士、政界人士與選民之間的關係，這也是一個應密切關注之處。希臘的局勢仍然令人擔憂。國際貨幣基金組織最近的一份報告強調，官方情況非常不可信，特別是在預算預測方面。一個希望看到更大努力的國際組織，與一個拒絕任何進一步改革或緊縮措施的國家之間開始角力，而且還涉及支付下一期援助付款。該款項對於將在7月份到期的還款來說是不可或缺的。

“

歐洲央行正在擴大信心

”

“

我們如何擺脫負利率並
結束量化寬鬆政策，
而不會傷害自己？這是歐洲央
行面對的大問題……
但當局必須等待

”

“

金融市場早已準備好
低估英國脫歐的問題和影響

”

“

法國、英國、德國、希臘……
政治議題並不缺乏

”

2017年4月

整體而言，我們對資產配置進行了一些調整。

- 我們仍然偏好歐洲資產，儘管美國在宣佈稅務措施後可能會出現反彈。不過，鑑於當前的經濟形勢（水平）以及特朗普對增長（預期）究竟能做些什麼，美國市場實在太貴了（我們一直在自2016年中期以來談及泡沫）。他顯然難以落實計劃，而且高度預期的稅務措施為時已晚。我們認為企業減稅（如果真的發生）是正確的措施。它有助於回收利潤和投資計劃，並可提振美國股票，但措施只能暫時有效。事實上，我們擔心，一旦宣佈這些措施，美國市場可能會下跌（2016年，無理由購買歐洲或新興市場證券……但情況現在不一樣了）。關鍵問題是市場會下跌多少。倘若因投資組合由於相對價值的原因重新分配而只下跌10%，歐洲市場和新興市場將會容忍。倘若下跌由於美國泡沫破滅而更為陡峭，這些市場則同樣受到打擊。我們的持倉（歐洲股市長倉）針對這個問題，但應該密切關注情況。
- 歐洲長期利率在僅一個月內收窄。當然，其表現依賴經濟活動指標（現在比較好，包括歐洲）和通脹（輕微上升：歐元區的通脹率為2%，但核心國家通脹率仍低於1%），而且亦依賴於特朗普的政策（財政和稅務政策）、貨幣政策（相當寬鬆）以及歐洲大選（特別是法國大選）。總而言之，我們認為，情況為時不長是合理的。
- 相對主權債券而言，我們維持高配股票。我們對歐洲的樂觀情緒回升，因為利潤應會回升，而更為穩健的增長／強勁通脹組合並非不受歡迎。歐洲最終可能會從中得益（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）。
- 相對主權債券而言，我們維持高配公司債券。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，而且其流動程度低於歐洲債券，這很可能是投資者類型和持有人導致（美國零售業越來越多仍然由歐洲機構投資者持有）。
- 最近幾個月來，歐元區周邊和半核心（即法國和荷蘭）的債務風險已經下跌，我們並不質疑這一選擇。
- 返回美國國債市場之前，我們正在等待更好的水平。一段時間以來，我們一直關注美國主權債券所提供的吸引利差，以及在新興國家或歐洲遇到困難時的自然宏觀對沖保值作用。潛在假設重複出現：如果風險資產急跌，美國主權債券將是一個很好的宏觀對沖工具；除非通脹急跌，否則聯儲局將繼續加息。然而，此情況非常不可能出現。
- 不要指望歐元區的長期利率大幅上漲，但亦不要指望在法國選舉期限之前出現可持續的更佳水平。
- 我們仍然偏好通脹掛鉤債券。在2016年第一季度，由於這種資產類別的宏觀對沖特性，其估值極低、資金規模巨大，我們決定重新回到通脹掛鉤債券。現在，我們比較上是為了與其基本面相關的原因進行投資，包括通脹週期和油價較好（實際債券的短期期限）。
- 我們仍然逐漸重回新興市場；特朗普實施計劃的困難，以及聯儲局的觀點（保證追求「漸進主義」）是支持資本持續流向這些資產類別（本地貨幣、股票、貨幣）的兩大論據。然而，相對地方債券，我們保持偏好硬通貨債券。從中期來看，新興市場仍有很多優勢。估值吸引、貨幣經常被低估、資金顯著不足、高潛在資本流動……這一切都證明保持積極樂觀的做法合理。

“
我們依然偏好歐洲資產”

“
相對主權債券而言，我們維持高配股票”

“
相對主權債券而言，我們維持高配公司債券”

“
潛在假設重複出現：如果風險資產急跌，美國主權債券將是一個很好的宏觀對沖工具；除非通脹急跌，否則聯儲局將繼續加息”

2017年4月

- 我們正在維持美元長倉。聯儲局並不推動美元升值，而是若稅務措施快將宣佈，聯儲局的傾向將保持積極樂觀。請注意，如果歐洲存在政治困難，美元將進一步升值（宏觀對沖的原因不言而喻）。
- 即使英鎊是歐元區動蕩時的可靠宏觀對沖工具，我們對這種貨幣仍然保持審慎態度。正如我們多次表示，英國脫歐是一種片面風險，而且這種（實際或感知）風險的最自然和簡單的表現在於英鎊上。
- 若法國大選民意調查散播對非歐盟黨勝利的恐懼，而且有關政綱可能大幅度並可持續地削弱歐元的話，歐元將維持高於正常的波動。不過，隨選舉日期越來越近，民意調查在統計上變得更具代表性並更可靠，民意調查結果卻顯示民意正往另一方向走。
- 瑞典克朗和挪威克朗等貨幣仍然吸引：這些不但是非歐盟／非歐洲貨幣單位貨幣，而且我們認為這些貨幣在現階段非常（甚至過度）被低估，而且有關國家的貨幣政策很寬鬆。
- 宏觀對沖策略亦得到維持。環球地緣政治背景、美國與其他主要國家（尤其是中國）之間的外交關係緊張，以及歐洲的政治背景，導致了某些保護措施。從這個角度來看，美國國債市場、波幅較大的證券、股市看跌期權、美元現金和通脹掛鉤債券特別吸引。對於相信較嚴重警告的投資者而言，黃金長倉變得至關重要。對於希望保護自己完全免受歐洲風險的人士來說，則應長期持有波動證券、美元長倉、日圓長倉、美國國債長倉。

“
通脹掛鉤債券在當前環境中具有價值”

“
特朗普的困難？
為新興市場「開綠燈」”

“
英國脫歐談判正在開始？
對英鎊抱審慎態度”

“
維持宏觀對沖策略”

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"> • 歐元區股票優於美國 • 歐洲板塊： - 中性：房地產信託 - 低配：希臘和葡萄牙的銀行 • 在新興市場之中： - 高配：印度、秘魯、菲律賓、俄羅斯、墨西哥 - 低配：台灣、希臘、土耳其、南非、南韓 - 中性：中國 	<ul style="list-style-type: none"> • 略為低配風險資產 • 減持政府債券，除美國（中立）和歐洲貨幣單位周邊國家（增持）外 • 高配歐元信貸 • 低配美國信貸 • 持歐洲金融類長倉（但仍維持選擇性） • 存續期：整體中性到短期，在負收益時期賣空 • 英鎊和日圓短倉 • 持美國和歐元實際債券長倉 • 新興市場債券： - 偏愛「硬通貨」債券（美元長倉） - 地方債務成分低配 • 相對歐元和日圓，持美元長倉 • 新興市場商品貨幣持少許長倉 	<ul style="list-style-type: none"> • 「價值」因素及歐洲金融類持長倉 • 日本股市整體正面（日元對沖） • 新興市場貨幣、新興市場債券（和新興市場股票）的幾個長倉 • 顯著偏好新興市場債務 • 相對核心國家，保持高配歐元周邊國家債券 • 維持美國政府債券長倉（以作利差和宏觀對沖之用） • 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 • 對（所有地區的）盈虧平衡通脹持樂觀態度

資產配置

本月主題

特朗普、英國脫歐、歐洲選舉……
並非全都按計劃進行……
檢討、情景、策略

PHILIPPE ITHURBIDE, 研究、策略及分析部環球總監

現在是這個問題的核心（英國首相文翠珊決定觸發《里斯本條約》第五十條，開始談判離開歐盟的程序；以及法國大選）因為我們現在知道候選人的數目和名單。

去年年底，我們提到金融市場就關鍵事件的風險（例如：特朗普效應、英國脫歐、歐洲大選等）嚴重錯誤定價。這些風險現在似乎浮現。原因？

- 特朗普總統現在面臨美國國會、聯儲局、美國特務部以及外國合作伙伴（特別是中國和墨西哥）的嚴重困難。甚至還有可能遭受彈劾程序的問題，或是辭職的謠言——簡而言之，在上任六個月時間內，有很多不尋常和前所未有的情況。所承諾的措施（其中一些措施實際上很重要而且必要，有時候市場極為渴望，特別是基礎設施和稅務改革）來得有點遲。他屢戰屢敗（例如：廢除奧巴馬醫療改革），受到的阻力越來越大。而實施關稅等計劃亦正在崩潰。簡單來說，在特朗普當選後感到樂觀的人，無疑會感到最近這些事情都好像一盤冷水，而且聯儲局雖然確實加息，但其決定不調整美國經濟增長、通脹或利率預測，幾乎就好像特朗普當選對經濟前景毫無改變。這支持了特朗普效應被高估的觀點，而對經濟增長的影響將會適中。這是我們從一開始的觀點。
- 近幾個月來，大家都不把英國脫歐放在心上；對某些人來說，英國脫歐的感覺不確定或抽象，就像事不關己一樣。事實上，不少人曾認為（也許仍認為）脫歐並不重要，英國人最終可能會得到所想要的東西，原因是歐洲弱勢，沒有單一願景，或者完全不能堅定作出決定。沒有其他東西是那麼肯定的。我們認為，對他們來說，失望的風險亦相當真實。只要看瑞士、挪威或加拿大對歐盟的立場，大家便會看到沒有一個國家在其貿易政策、移民政策中有獨立性，亦不能全面免費（即不對歐洲預算作出貢獻）而自由進入單一市場（商品和服務）。值得一提的是，歐洲國家對英國公佈脫歐的反應，沒有一些觀察家所擔心的那般混亂或矛盾，這可能代表談判將井然有序。
- 最後，歐洲選舉是一個難題。到目前為止，尚未有民粹主義政黨能勝出選舉：西班牙沒有，荷蘭沒有，奧地利亦沒有。此情況在法國亦很有可能如是：所有投資者都害怕的國民陣線已在民意調查中過了頂峰，預計會大比數輸給候選人馬克隆。此外，德國從未有兩個如此親歐的總理候選人；大家已停止在此階段談論正被邊緣化的極右、民粹主義黨派。最可幸（或諷刺）的是，民粹政黨最終在歐洲沒有獲勝，卻在美國和英國勝出：英國選民支持脫歐（不算蘇格蘭或北愛爾蘭）、美國選民支持特朗普。這令人想起歐洲預算赤字4至5%的時期遭赤字高達10%的成員國家熱烈討論和批評（當然比不上美國、英國和日本那麼多）！

要點

特朗普效應、英國脫歐效應、歐洲多國選舉的影響可能是2017年三大風險／機會因素。我們已提到，這些事件的風險被金融市場的價格所誤導：市場對英國脫歐漠不關心、對特朗普效應態度樂觀，對歐洲大選情緒悲觀。

對我們來說，這三種態度都不合理。當然，這些仍是重大事件，但我們必須更加注意觸發《里斯本條約》第五十條的規定，給予英國談判脫歐的綠燈；而我們必須對歐洲各選舉更具建設性，歐洲各選舉一個接一個地表明，民粹主義不足以果斷（與美國和英國相反）。最後，我們必須對「特朗普效應」更加謹慎：不要因為目前的經濟政策引起的「重新定價」而預期經濟會加速增長。後果很明顯：加息減弱、美國股市處於危險之中、歐洲資產風險較小、英鎊可能處於危險之中、新興資產類別處於良好狀態。



聯儲局決定
完全不調整美國經濟增長、
通脹或利率預測，
幾乎就好像特朗普當選
對經濟前景毫無改變



大家不把英國脫歐放在心上……這是大錯特錯

2017年4月

顯然，我們有受高估的特朗普效應（在增長方面）、受低估的英國脫歐效應（增長和政治），以及受高估的歐洲選舉效應（不一定是對歐盟或歐洲貨幣聯盟的系統風險）——這些足以對世界上很多資產配置造成挑戰。

實際上需要調整什麼？必須重新審視的五大重要事項：

- 1. 聯儲局的貨幣政策及貨幣政策環境：**聯儲局並沒有規範貨幣政策。在不利於調整其預測的環境中，聯儲局正在試圖重獲一些調動空間；僅此而已。此外，當局還未結束量化寬鬆政策，因為它繼續在資產負債表上對到期證券進行再投資。雖然2017年仍然可能會有兩次加息，但我們認為不可能會加息多於兩次。
- 2. 美國長期利率水平**主要取決於貨幣政策、通脹和經濟增長。很難想像當前環境中會出現逐漸而可持續的增長。
- 3. 美國股市屬風險市場：**在選舉之前，其估值很高。自此以後，情況更只有惡化。在增長或利潤方面沒有任何改善的情況下，可以肯定的是，稅務和預算公告將是估值問題重新出現之前對此資產類別的最終推動力。大家必須謹慎行事。雖然固定收益市場已吸收了聯儲局的謹慎態度，但股票市場並非如此，股市並無考慮到經濟和財務預測沒有出現上行調整。此滯後可能不會持續。調整規模的問題至關重要：如果規模限於10%（由於中央銀行的直接反應、經濟政策等），並且對於其他市場（特別是歐洲股票和新興資產）是可控的……但如果是大規模調整的話，則情況會截然不同。
- 4. 歐洲股市將會重拾利好，**前提是選舉前景變得更為明朗，而我們認為選舉前景將會變得更為明朗。由於選舉相關的不明朗情況存在，不少投資者，特別是外國投資者，決定保持距離。當這些不明朗因素減退時，餘下的風險溢價將被視為過高……並應會被消除。別等待！
- 5. 新興市場的前景**取決於美國的貿易政策，以及（長期）加息及貨幣緊縮的前景。在這三個方面，情況似乎比較明朗。聯儲局的態度和美國關稅幾乎肯定不能實行表明，新興市場是時候繼續上漲

結論

2016年是相當負面的一年，英國決定退出歐盟（支持和反對英國脫歐者都批評歐洲，但建議兩種不同的結果：離開歐盟或留在歐盟內爭取）而美國選民選擇了一位有意推行保護主義和自我中心計劃的候選人。2017年的確可能是較為積極樂觀的一年，歐洲情景不如所恐懼般悲觀。答案將在接下來的幾個星期內出現，法國的投票結果將至……不是因為我們忽視歐洲其他國家舉行的選舉，而是因為從未有其他國家的選舉比起即將舉行的法國大選對歐洲的未來如此重要。

“

諷刺的是，民粹政黨最終在歐洲沒有獲勝，卻在美國和英國勝出：英國選民支持脫歐（不算蘇格蘭或北愛爾蘭）、美國選民支持特朗普

”

“

雖然2017年仍然可能會有兩次加息，但我們認為多於兩次的可能性不高

”

“

美國股市：
估值過高的問題會遲早重現。
大家必須謹慎行事

”

“

歐洲股票：
當選舉相關的不明朗因素減退時，餘下的風險溢價將被視為過高……並應會被消除

”

2017年4月

下表總結了三大關鍵事件，每件事由希望（特朗普、英國脫歐）和恐懼（歐洲）的角度來看，然後從我們認為是真實情況的角度來看。
注意：顯著差異……

	貨幣政策	長期利率	歐洲利差	股票	新興市場	美元	概率
特朗普及增長期望高	聯儲局能夠正常化其貨幣政策	價格上漲……趨勢變化	中性效應	看漲美國和歐洲	看來不錯，除非有限制性的美國貿易政策	頗為看漲	20%
特朗普以及苛刻的現實	聯儲局小心翼翼地恢復一些調動空間，但幾乎沒有正常化	制度無變化，美國長期利率仍在範圍之內	中性效應	歐洲股市具有優勢	聯儲局謹慎、無關稅、增長適度……新興市場的關鍵資產	美元走弱	80%
英國脫歐及高政治期望	影響低	影響低	影響低	影響低	影響低	影響低	20%
英國脫歐及經濟現實	英國央行保持政策極為寬鬆	針對英國市場的風險溢價	中性影響	針對英國市場的風險溢價	歐洲不太受影響時的有限直接影響	相對英鎊而言的強勁美元及歐元	80%
歐洲選舉以及對系統風險的憂慮	歐洲央行仍然處於超寬鬆模式（量化寬鬆政策、定向長期再融資操作（TLTRO）、超低利率等）	未知地區，但歐洲各地的長期利率上漲（德國除外？）	利差幅度大幅擴大	針對歐洲股市的風險溢價	對出口歐盟國家的不少新興經濟體系而言是壞消息	美元兌歐元強勁	10%
歐洲各選舉和上漲情景	無需急於扭轉貨幣政策，歐洲央行更加冷靜	對歐洲貨幣單位核心國影響較小	只要歐洲央行的量化寬鬆政策持續下去，利差將大幅度收窄	到目前為止，歐洲股市的好處在很大程度上被忽視	比較是一種緩解，為資金流動開「綠燈」	相當有利於歐元，對新興貨幣非常有利	90%

2017年4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	→		□			環球地緣政治背景、美國與其他主要國家（尤其是中國）之間的外交關係緊張，以及歐洲的政治背景，導致了某些保護措施。從這個角度來看，美國國債市場、波幅較大的證券、股市看跌期權、美元現金和通脹掛鉤債券特別吸引。對於相信較嚴重警告的投資者而言，黃金長倉變得至關重要。對於希望保護自己完全免受歐洲風險的人士來說，則應長期持有波動證券、美元長倉、日圓長倉、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	→		□			
美國國庫抗通脹債券（TIPS）長倉	→		□			
股票看跌期權長倉	→		□			

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

下表列出了各個風險因素及其概率。
並闡述最可信的市場影響。

[風險 # 1] 對美國的政策組合感到失望

[概率] 75%

分析 特朗普當選代表了美國理念的巨大變化，美國現在較不根據「世界警察」的邏輯，而較為根據自我中心作出決定。除這個主要轉折外，問題亦是經濟政策是否會大幅改變，特別是透過財政和稅務政策而改變。貨幣政策會如何伴隨這些變化？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。然而，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，但小觀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更難理解。特朗普面臨美國國會、美國特務部以及聯儲局的困難，亦令任務變得艱鉅。傳言特朗普可能遭彈劾，亦增添更多不明朗因素。我們從不相信他的計劃可以實施，但完全無法恢復增長將不可避免地導致金融市場非常失望，我們認為，市場對美國總統的期望過高。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）是意大利及其他國家的現實情況。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 鑑於特朗普政府與耶倫（Janet Yellen）之間的衝突，耶倫將難以連任聯儲局主席（她的首個任期將於2018年屆滿）。特朗普批評貨幣政策的「自滿」，而共和黨人也對耶倫表示敵對態度，特別是在她對於法規方面的立場上，而特朗普總統的優先事項是減少法規。頗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，一直是一個主要的風險因素。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。就聯儲局而言，當局正尋求避免美元升值。此外，在增長、通脹或利率政策方面的前景尚未改變。簡單來說，當局沒有重申確定「特朗普效應」對美國局勢的希望。儘管如此，聯儲局預計到2017年底將兩度加息。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。

[風險 # 4] 中國經濟「硬着陸」／信貸泡沫破滅

[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幾個季度穩定於6.5至7%之間的

2017年4月

風險因素

水平。引進45%的關稅（正如特朗普在競選期間所承諾的那樣）顯然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。應該密切注意中國的債務狀況，因為過去幾年的一些債務指標特別令人擔憂，例如債務與國民生產總值的比率和長期趨勢。這是國際清算銀行的首選指標之一，認為它是金融危機的最佳預測指標。該指標過去幾年的發展並不令人放心。

市場影響 這樣的情景（硬著陸、信貸泡沫破滅）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將步向新一輪的貨幣戰。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。但該計劃不太可能被完全採納。

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。在一個泡沫的情況下，我們可以期待對風險資產（特別是美國市場）產生非常不利的影響。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未被顯著低估。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。

[風險 # 8] 新興經濟體系及／或商品價格顯著放緩

[概率] 20%

分析 商品價格下跌、中國經濟增長放慢，以及即將到來的美元貨幣政策（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。近幾個月來，此風險卻有所下跌：油價上漲（石油出口國增長凝聚力）；美國、日本和歐洲經濟增長重新定價；美國聯儲局的「智慧」和資本流入（中國除外）都是給這些市場帶來新鮮色彩的因素。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。

2017年4月

風險因素

[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。」我們現在更多了解一點：首相於3月29日啟動《里斯本條約》第50條，而下一屆歐洲官員主要會議（4月下旬）將專門開始談判英國退出歐盟的條件。據估計，英國將可能於此情景下「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（準確而言，服務市場）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，這是將於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，但要做到這一點絕不容易。

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務政策，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。

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（根據英國央行差不多兩年前進行的一項研究，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。然而，我們並不樂觀：負利率正在懲罰銀行、資本成本仍然很高（現實上反映了過去危機的重要性）、市場擔心新危機出現、監管不明朗、投資者難以分辨銀行和銀行體系等繼續帶來影響。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

2017年4月

風險因素

(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。經濟增長回歸現在是一種資產，但應當問一下銀行是否滿意利率處於負值領域，特別是鑑於數碼化已對利潤增加壓力。然而，應該指出，在過去幾個月（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：法國總統選舉（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），以及將在2017年秋天舉行的德國大選。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。

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無可避免地導致波動性增加，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。

2017年4月

風險因素

[風險 # 16] 法國大選令市場再次對歐元區擔憂

[概率] 65%

分析 四場選戰即將出現：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：歐洲各大選（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。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，甚至進入第二輪投票的情況。根據目前的民意調查，馬克龍（Emmanuel Macron；前進黨；溫和左派）將略勝馬琳勒龐（Marine Le Pen；極右）、菲永（François Fillon；保守右派）或梅朗雄（Jean-Luc Mélenchon；左翼）及阿蒙（Benoît Hamon；社會黨），得票分別為25.5%、24%、18%、15%、10%。

- 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……在第二回合，馬克龍將擊敗馬琳勒龐勝出。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（馬克龍；於民意調查中領先）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。他顯然親歐，當選將預示會出現強勁的法德軸心。如果馬克龍當選（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……有評論員指，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。這並非我們的看法。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。選舉後主權利差預計會大幅縮小，信貸違約掉期（CDS）亦應有利。

[風險 # 17] 歐洲債券收益率可持續地上升

[概率] 20%

分析 自金融危機以來，長期利率大幅下跌，甚至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。特別是自2016年以來，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（請參閱本月專題《債券收益率：體制轉移、波動帶轉移？》跨資產投資策略2017年2月號第7-9頁）。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務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，依賴美國長期利率永久上漲是過早而且過度，而在歐元區的情況下，這一結論更為顯著：就增長、通脹和貨幣政策週期而言，歐洲央行的量化寬鬆計劃以及通過預算和財務政策重新啟動經濟引擎的（相對較弱）的能力，有效地保護歐洲市場免受美國利率上升的影響。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4月

宏觀經濟狀況		
美洲		風險因素
美國	<p>在主要政治不明朗的背景下延長增長週期</p> <ul style="list-style-type: none"> > 經濟背景依然樂觀。自從特朗普當選以來，商業氣候指標一直穩健，儘管一些實際數據好壞參半，但是就業創造持續，使工資水平略有增加。目前，核心通脹仍然受到控制。 > 儘管市場高度期望，特朗普可能推出的經濟政策有限。他的一些競選承諾（例如：廢除奧巴馬醫療改革）已被共和黨內的分歧所挫敗。 > 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，這將在2018年對經濟產生刺激作用。然而，主要保護主義措施的實施非常不明朗。 	<ul style="list-style-type: none"> > 與新政府決定相關的主要不確定性 > 在可預見的將來，增長潛力遲滯（「長期停滯」） > 企業利潤受到侵蝕
巴西	<ul style="list-style-type: none"> > 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。 > 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。 	<ul style="list-style-type: none"> > 巴西雷亞爾大幅升值 > 寬鬆財政政策
歐洲		
歐元區	<p>儘管政治風險，今年起勢不錯</p> <ul style="list-style-type: none"> > 2017年初的指標好於預期，部份更達不到幾年來最高的水平。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。 > 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。 	<ul style="list-style-type: none"> > 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） > 新興國家的經濟和/或財政困難蔓延 > 地緣政治風險上升
英國	<p>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</p> <ul style="list-style-type: none"> > 英國政府援引《里斯本條約》第五十條，使英國脫歐成為不可撤銷的現實。英國有兩年時間就退出歐盟的條款達成協議，時間並不長。對未來與歐盟的關係的完全不了解，而且將面臨艱難的談判，最終將對經濟產生不利影響，但影響很可能不會在2018年之前呈現。現在，增長正在加劇。 > 私人投資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。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。 	<ul style="list-style-type: none"> > 與英國脫歐有關的不確定性的衝擊 > 公共和外貿赤字仍然高企
亞洲		
中國	<p>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</p> <ul style="list-style-type: none"> > 我們認為，中國經濟穩定將於2017年持續，並伸延至2018年。 > 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。 > 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 	<ul style="list-style-type: none"> > 2017年對環球經濟和貨幣穩定有所貢獻，並可能在2018年繼續 > 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
印度	<p>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</p> <ul style="list-style-type: none"> > 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。 > 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。 > 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。 	<ul style="list-style-type: none"> > 印度的增長勢頭將在去貨幣化後穩定 > 通脹持續緩和
日本	<p>增長較潛力為高，表示復甦正在持續。</p> <ul style="list-style-type: none"> > 4月初公佈的日本央行《短觀》調查證實了國內需求（投資）的力度，並表示負利率對借貸條款沒有重大影響。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。財政刺激和企業所得稅減免是主要的支撐因素。 	<ul style="list-style-type: none"> > 受中國經濟放緩影響 > 負利率政策

宏觀經濟及財政預測

宏觀經濟前景

- 美國：**復甦依然穩定，令勞動力市場得以持續改善。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。日本央行季度《短觀》指數顯示，第一季度經濟穩步增長。此外，財政政策仍然是增長的關鍵。日本央行的政策是使貨幣寬鬆條件保持原狀。
- 歐元區：**復甦正在增強。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，政治風險（法國、德國和意大利）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：**第四季度國民生產總值同比上漲0.3%。整體而言，2016年環球經濟衰退0.2%，低於我們預計出現的情景（-0.7%）。我們應該指出，俄羅斯統計局修訂了其國內生產總值數字。因此，在2015年，經濟衰退只有2.8%，而以前估計為3.7%。我們維持了2017年回升至1%的增長態勢。

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%)		
	2016	2017	2018	2016	2017	2018
美國	1.6	2.0	2.2	1.3	2.5	2.3
日本	1.0	0.9	0.9	-0.3	0.7	0.7
歐元區	1.7	1.5	1.3	0.2	1.5	1.3
德國	1.9	1.6	1.5	0.4	1.6	1.4
法國	1.1	1.3	1.2	0.3	1.3	1.1
意大利	0.9	1.1	1.2	-0.1	1.2	1.1
西班牙	3.2	2.0	1.1	-0.3	1.3	1.1
英國	2.0	1.5	1.3	0.7	2.5	1.9
巴西	-3.0	-0.5	1.4	8.0	6.0	5.5
俄羅斯	-0.7	1.0	1.8	7.6	5.5	5.0
印度	7.5	7.6	7.6	5.4	5.2	5.2
印尼	5.0	5.2	5.2	4.5	4.5	4.5
中國	6.7	6.4	6.0	1.2	1.5	1.4
土耳其	1.5	2.2	2.5	8.0	7.8	7.6
發達國家	1.6	1.7	1.7	0.8	1.9	1.7
新興市場	4.1	4.4	4.5	4.0	3.9	3.3
世界各地	3.0	3.2	3.3	2.6	3.0	2.6

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%。聯儲局應該會在2017年再次加息兩次。資產負債表正常化問題現已清楚呈現。
- 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）。直到觀察不到核心通脹加速前，預料會出現一些變化。
- 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：**如果經濟形勢惡化，英國央行不會加息。

	6/4/2017	東方匯理 +6個月	市場觀點 2017年第三季	東方匯理 +12個月	市場觀點 2018年第一季
美國	1.00	1.25	1.30	1.50	1.65
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：**從短期來看，由於通貨膨脹的影響減輕，硬性經濟數據並不確認研究調查的實質預期，加上市場懷疑新政府實施刺激措施的能力，長期收益率的上漲將會放緩。
- 歐元區：**隨著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再臨，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。

2年期債券券息					
	6/4/2017	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	1.24	1.60/1.80	1.49	1.80/2.00	1.70
德國	-0.78	-0.80/-0.60	-0.72	-0.80/-0.60	-0.68
日本	-0.21	-0.20/-0.00	-0.20	-0.20/-0.00	-0.15
英國	0.12	0.00/0.20	0.15	0.00/0.20	0.24

10年期債券券息					
	6/4/2017	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	2.35	2.40/2.60	2.49	2.40/2.60	2.61
德國	0.26	0.40/0.60	0.39	0.60/0.80	0.51
日本	0.06	0	0.11	0	0.17
英國	1.09	1.00/1.20	1.19	1.00/1.20	1.29

匯市展望

- 歐元：**隨著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：**日圓遭低估。隨著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。

	6/4/2017	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	1.07	1.10	1.06	1.15	1.08
美元/日圓	111	115.00	116.00	115.00	116.00
歐元/英鎊	0.86	0.90	0.86	0.90	0.86
歐元/瑞士法郎	1.07	1.05	1.08	1.00	1.10
歐元/挪威克朗	9.16	8.70	8.85	8.50	8.83
歐元/瑞典克朗	9.59	9.20	9.33	9.00	9.15
美元/加元	1.34	1.40	1.35	1.40	1.36
澳元/美元	0.76	0.75	0.74	0.75	0.74
紐元/美元	0.70	0.70	0.69	0.70	0.70