

資產配置

我們的信念

PHILIPPE ITHURBIDE, 研究、策略及分析部環球總監

最近幾星期有何新發展？

局勢過去幾個星期持續平息，歐洲幾乎所有政治風險都消失，所有國家的經濟指標都令人鼓舞甚至放心。

1. 增長繼續

信心調查和經濟指標繼續顯示環球經濟持續增長，而增長依然由國內需求所驅動。在美國，第二季度的國內生產總值估計數字顯示出淨反彈：國內生產總值在第一季度相對較弱（從0.9%上調至1.2%）之後出現增長勢頭。據估計，第二季度的國內生產總值年增長率應在2.2%（紐約聯儲局）和3.7%（亞特蘭大聯儲局）之間。同時，失業率達到10年來最低點（數字為4.4%，而美國聯儲局估計長期失業率為4.7%）。由於通脹亦下降（核心通貨膨脹率為1.9%），這並非金融市場的關注焦點。市場對歐洲經濟增長的看法也同樣如此，投資方面的好消息越來越多。

即使日本亦越來越好。2017年第一季度的經濟增長率為2.1%，連續第五個季度擴張（高於中位數預測的1.7%）。因此，我們將2017年的增長預測從1.0%修正為1.2%，而我們對2018年的預測維持不變。

2. 穆迪對中國失去信心

穆迪最近將中國的信用評級從AA3降至A1。「由於潛在增長放緩，債務增加，中國的經濟實力繼續下跌」，所以這一決定是有道理的（參見最新一期月度交叉資產之中的文章）。穆迪指出，「持續的改革進展可能會隨時間而改變經濟和金融體系，但並不能防止債務的額外重大增加，導致政府增加或有負債」。中國評級的惡化對金融市場沒有影響，也對中國經濟影響不大：

- 評級降級僅涉及外幣債券，即不到發行債券總額的1.5%。外國投資者只佔中國政府債券的4%左右。
- 當穆迪降低中國的信用評級時，亦同時將前景從負面調高至穩定。
- 中國四大評級機構對主權國家保持較高的評級，這令國內的中國債券持有人感到放心。

整體而言，穆迪的決定並沒有導致任何壓力，儘管其就債務和長期增長的評論並不完全令人放心，惟我們已經長時間認同其看法。

3. 通脹正在上升，但仍然受到限制

雖然環球通脹率上升（特別是由於石油相關的基礎效應），但核心通脹仍然受到控制，而且通脹預期相當鞏固。歐洲央行正在考慮（再一次）下調通脹預期歐元區。石油已經穩定在50至55美元的範圍內，但眾所周知，美國的供應變得至關重要，可能將原油推向40至50美元的較低水平。這是石油生產國關注的問題（委內瑞拉瀕臨違約），但對中國和印度等消費國而言卻是好消息。

“信心調查和經濟指標繼續顯示環球經濟持續增長，而增長依然由國內需求所驅動”

“穆迪調低中國評級……沒有影響的決定……對或錯的決定？”

2017年6月

4. 消除歐元區的政治風險和美國的新風險？

雷達屏幕上的歐洲政治風險在馬克龍當選之後已經幾乎消失，其方案將結合改革、「靈活安全」和逐步消除公共赤字。

- 法國議會選舉將於6月11日及18日舉行。新總統所屬政黨在民意調查中領先，佔31%；國民陣線佔19%；右派18%；「不屈法國」佔14%，社會黨佔7%。對新法國總統來說，要在國民議會中取得絕對多數，應該不難。
- 就9月24日德國舉行的選舉，默克爾夫人在民意調查領先：聯盟黨（CDU-CSU）佔34%、社會民主黨（SPD）佔31%、極右政黨「德國另類選擇」（AfD）佔9%、綠黨（Die Grünen）佔7%、左翼黨（Die Linke）佔7%、自由民主黨（FDP）佔6%。
- 在意大利，情況依然複雜，但不一定令人擔憂。情況很複雜，因為分歧很大，而根據民意調查，民主黨派和五星運動將勢均力敵，雙方得票將分別介乎25%到30%之間。眾所周知，五星運動的領導人希望離開歐元區，但他不能強制舉行公投。民主黨（倫齊）和Forza Italia之間組成聯盟仍然是最可能發生的情況。換句話說，市場將不存在系統風險，並進一步了解意大利無疑是世界上最能而且最習慣有效管理聯盟的國家。應該指出的是，歐盟委員會對意大利的赤字也採取了較為溫和的態度。
- 在希臘，國會批准了債權人所要求的大部份措施，金額應能應付今年夏天所需，這已算是不錯了。
- 葡萄牙方面已經從歐洲過度赤字程序中脫穎而出。

在美國，特朗普政府受到的壓力明顯增加（有關俄羅斯影響的指控），「彈劾」之聲增加。此時，在眾議院中佔有多數（55%席位）的共和黨人可能在眾議院反對彈劾程序。只有當特朗普的民意支持度大跌時，他們才有可能改變主意。請記住，「彈劾」並不意味着總統任期的結束。根據憲法，如果簡單多數通過委員會事先批准的起訴，則眾議院起訴隨即發生。然後，起訴提案轉交參議院，並必須取得三分之二多數票方可令總統離職。

另一個令人擔憂的方面是特朗普落實其方案的能力，特別是稅務政策提案。他當然得到了眾議院對廢除奧巴馬醫改的支持，但參議院仍然要作出決定。白宮在5月23日提交了預算案，其中包括大幅削減公共開支，但國會似乎不太可能在夏季通過財政計劃。換句話說，我們唯有預期財政數字下滑。甚至可以補充說，正在就懷疑俄羅斯影響總統選舉而進行的調查可能會減緩（甚至凍結）國會議員關於稅務事宜的談判。總而言之，政治風險和稅務政策風險都有所增加，顯而易見。

5. 貨幣政策變得更加嚴格，但仍然寬鬆……

美國預計將於2017年兩次加息（一次在六月、另一次在九月或十二月）。這似乎對我們來說是可信的，而對美國經濟和金融市場沒有太大的風險……除非特朗普政府不能執行所提出的稅務政策：如果財政政策變得寬鬆，美國聯儲局可能會採取更嚴格的政策。美國不能同時推行受限制的貨幣政策、受限制的財政政策和中立財政政策。這是債券市場和股票市場的一個特別重要的問題。這更為真實，因為聯儲局亦計劃檢討其採購資產政策，並開展首輪行動來減少資產負債表。最新的聯邦公開市場委員會報告顯示，聯儲局計劃為每個月繼續發行的美國國庫券和機構證券上引入美元計價「最高限額」（即是說，這將停止對整個到期證券進行再投資）。這

“通脹持續，
但並非失控”

“政治風險幾乎已從歐元區的雷達屏幕上消失了”

“夏季國會通過稅收法案的機會很微”

“美國財政政策在秋季之前可能沒有什麼大的變化”

2017年6月

些「上限」將每三個月重新評估一次。這意味着非聯儲局投資者將唯有吸收剩餘的證券供應量，而市場的管理／保護將會越來越少。我們注意到，聯儲局持有的4270億美元美國國庫券將在2018年期滿，3570億美元美國國庫券到2019年期滿，其中一些（由聯儲局決定）不會再投資。目前普遍的共識是，聯儲局可能會在2017年第四季度公佈再投資政策的變化。預計美國短期和長期利率反彈。

由於風險平衡，歐洲央行最近改變了訊息。歐洲央行對經濟復甦以及通脹充滿信心。根據各種意見，在相當長一段時間內依靠維持低利率是合理的，這將「遠遠超過資產淨採購政策的最後期限」。關於緩解資產購買計劃的辯論情況較為樂觀，預計歐洲央行將在今年年底之前就進一步變動進行討論並非無理。

環球投資策略保持不變

從上述可以推斷出一些關鍵結論。

首先，我們應該保留對風險資產的偏好。歐洲的政治風險大幅下滑，對通脹的擔憂在很大程度上被有所改善的增長條件所抵消。

然而，不要放鬆警惕。低波幅、股票相關性下降、主權利差下降、主權CDS水平下降……一切似乎都表明整體風險已經下降……但事情當然不是那麼簡單，特別是當我們將風險與估值相關聯時。我們一直都明白，低利率環境已經使估值感到困惑：長期利率遠遠低於其均衡值（即不包括中央銀行量化寬鬆政策的水平），而任何關於量化寬鬆政策的討論都會引起對利率水平和債券收益率的質疑。換句話說，目前的環境不能掩蓋這些利差的不對稱風險：利差擴大的潛力現在比緊縮潛力要強大得多，尤其在流通性有限的市場。

雖然我們必須牢記不對稱風險的存在，但我們仍然保持對歐洲公司債券（與主權債券相比）的明確偏好。尋求利差令企業獲得非常有利的融資機會：企業對立即加息（如果發生）不再非常敏感，而這毫無疑問給予我們18到24個月的喘息機會。在美國和歐洲，隱含和實際違約率都很低，並應會保持不變。

尋求利差及更好的經濟表現，以及未來勞動力市場的改革，都是令市場對歐洲公司債券、上市債務和私人債務更感興趣的因素。鑑於貨幣政策的討論，尋求利差的情況變得不那麼樂觀，但就公司的健康和盈利能力來說則較為樂觀。鑑於我們對歐洲央行的期望（保持低利率，在資產購買量方面追求足夠的量化寬鬆政策），我們認為這些投資在現階段繼續保持一致。

股票市場上存在不對稱風險。因此，一段時間以來，相對美國（太貴了）而言，我們更喜歡歐洲（以及日本和新興市場）。特別是商品和油價偏低，對一些國家來說顯然是警告訊號，但不應該忘記新興國家（尤其是亞洲地區）的增長領域是消費原材料的地區。

我們也不會忽視在現實中（美國利率）或期望（美國的量化寬鬆政策，特別是歐洲的量化寬鬆政策）中的貨幣政策變得越來越具限制性，但調控還未夠令人不安。這僅限於某些國家，而且往往以其他因素為條件。特別是聯儲局的貨幣緊縮似乎與稅收政策的未來密切相關，而在這一點上，現在沒有理由預期太多。同樣，關於歐洲量化寬鬆政策的討論越來越多，但利率將維持在非常低的水平，而且歐洲央行將繼續購買遠遠超過歐元區淨發行（本身正在下降）的金額。此外，政治風險已經退卻。換句話說，歐元區周邊國家在結構上沒有任何理由持短倉。

“
聯儲局可能會
在2017年第四季度改變其再投
資政策
”

“
歐洲央行可能會
在年底之前提出
減輕其資產購買計劃
”

“
一切似乎都表明整體風險已經
下降
”

“
國內生產總值更佳、貨幣政策
寬鬆、追求利差和收益活動
= 對公司債券、上市債務和私
人債務的興趣日益增長
”

2017年6月

這一次，我們對匯率沒有強烈看法。目前，「不一致」似乎並不重要，目前的趨勢並不一定是主張巨大運動。當然，一些貨幣受國內環境變得越來越困難所削弱（特別是巴西雷亞爾、土耳其里拉）、有些貨幣則受到更佳增長動力（俄羅斯盧布）的幫助、有些貨幣似乎在緩和（例如英鎊面對英國脫歐的挑戰和談判），但美元、日圓、歐元匯率預計在短期內的變化很小（儘管有利於歐元的小傾向似乎合理）。

“一段時間以來，相對美國（太貴了）而言，我們更喜歡歐洲（以及日本和新興市場）”

“沒有主要理由持周邊國家債券短倉”

“巴西雷亞爾和土耳其里拉脆弱，俄羅斯盧布較穩固，英鎊正在喘息中，歐元呈正面偏好？”

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"> • 最強高配：相對美國股票，增持歐元區 • 相對美國，高配日本和新興市場 • 高配價值因素 • 歐洲板塊選擇 - 高配：科技、能源 - 中性：房地產信託 - 低配：公共事業、醫療衛生、金融類 • 在新興市場之中： <ul style="list-style-type: none"> - 高配：秘魯、俄羅斯、墨西哥 - 低配：台灣、希臘、土耳其、南非、智利 - 中性：中國、印度、菲律賓、泰國 	<ul style="list-style-type: none"> • 風險資產略為增持 • 減持政府債券，美國（中性）、外圍（增持）除外 • 增持歐元信貸 • 增持美國信貸 • 歐洲金融類長倉……維持選擇性：歐元區高β債券、美國低β債券 <ul style="list-style-type: none"> • 存續期：整體中性／短倉，負面利率板塊分段的偏差偏小、外圍國家偏好長倉 • 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： <ul style="list-style-type: none"> - 增持「硬通貨」債券（美元長倉） - 繼續重建本地貨幣債務組合（現在亦高配） • 相對歐元和日圓，減少美元長倉 • 新興市場商品貨幣持少許長倉 	<ul style="list-style-type: none"> • 增持歐元區股票 • 歐洲價值因素長倉 • 美國品質因素長倉 • 日本股市整體正面 • 減持美國政府債券 • 債券組合整體短倉 • 相對於核心，歐元外圍債券保持高配（且長倉） • 美國國債略為增持 • 企業債券：對於高收益和投資級、歐美正面，金融和工業類長倉 • 相對地方債務，增持新興市場「硬通貨」債券 • 貨幣：美元和日圓稍長倉 • 維持一些宏觀對沖頭寸：波動和美國國債 • 對所有區域的盈虧平衡通脹持樂觀態度

資產配置

本月主題

環球貿易能否因消費、投資和財稅政策
成為增長的引擎？

PHILIPPE ITHURBIDE, 研究、策略及分析部環球總監

歐元區的增長正在上升，從而加強了我們對該地區風險資產的看法。投資逐漸復蘇、消費依然穩健、有望推出的財政和稅收支持措施改善了前景……只有貿易是表現不佳的一部份。

經濟增長趨於穩定，特別是在歐元區，相對樂觀是合理的

事實上，增長引擎一個接一個地重現。當然，現在沒有什麼特別，但有一個趨勢仍然相當有趣。

- 已經相當強勁的消費仍然處於持續的低速。通脹低、利率低，而且歐洲國家糾正不平等（有效福利國家）、重新分配財富和平息衝擊的能力，使得歐元區在危機期間成為更具復原力的地區。然而，模型死板有一個缺陷，就是會放緩復甦階段。總而言之，歐元區的經濟活動在危機階段得到保護，但在增長階段放緩。這部分地解釋了自2009年以來歐元區可能經歷的滯後（例如與美國相比），另一個解釋當然是第二次危機爆發的債務危機。
- 自大衰退以來，投資緩慢回暖。
- 財政和稅務政策將進一步增加經濟活動，原因包括：1) 利率下降（未受到法國大選威脅）所獲得的機動利潤率；2) 更好的意願將會更有效打擊過去十年可見的不平等現象的擴大；3) 逐步放棄緊縮，一方面緊縮不再必要，另一方面緊縮並無顯示出低效率，特別是在政治和社會方面。
- 過去十年來，特別是2001年以來，出口仍然是增長的最後引擎。這個趨勢仍然緩慢，除了亞洲。

應該指出的是，在過去幾年中，增長（低水平增長）主要（或僅僅）來自消費。正是在這個意義上，投資、財政政策或世界貿易的轉移至關重要，因為這對金融資產有重大影響：

所有這一切證實了儘管法國的選舉環境，投資者（包括我們）決定了保持增持歐洲股票（和風險資產）；

- 週期性股票可利用這種情況，
- 價值主題依然相關，特別是與美國市場相比，
- 利潤前景正在改善（見本刊第6篇文章）。

環球貿易和投資可以加速這些趨勢嗎？

首先，讓我們回到世界貿易衰退的決定因素。可以特別找出不少於

要點

歐元區的增長正在上升，從而加強了我們對該地區風險資產的看法。投資逐漸復蘇、消費依然穩健、有望推出的財政和稅收支持措施改善了前景……只有貿易是表現不佳的一部份。這會不會有助於加快增長？

鑑於我們在本文中所識別的結構性逆風，答案並不確定。在世界貿易方面，未來15年的「新常態」可能看起來像過去五年的情況（世界貿易增長遠低於世界經濟增長），而不是這個時期之前的30年（貿易增長強於世界國民生產增長）。



財稅政策正努力配合經濟活動



當前環境證實了儘管法國的選舉環境，投資者（包括我們）決定了保持增持歐洲股票



2017年6月

十個收縮因子（詳情請參閱我們的討論文件：《環球貿易放緩：結構或循環？》，東方匯理討論文件系列第22期，2017年5月）。

1. 潛在增長下降。無論在歐洲、日本、美國、中國以及大多數新興國家，世界各地的潛在增長都有所下降。這種衰退背後的「主要」結構因素包括：i) 勞動適齡人口下降及／或經濟活動率下降；ii) 嚴重影響潛在經濟增長的不平等現象大量增加；iii) 實際可支配收入下跌或停滯（在此我們看到工資和稅務政策的潛在影響）；iv) 債務負擔的影響（受高水平債務的限制，不少國家不能像過去一樣應對經濟週期）。

1. 投資薄弱，投資是貿易發展的關鍵因素之一。有些人認為，這是由於金融危機的程度嚴重，而且新公司缺乏可用信貸。另外一些人認為，國內需求疲軟，而還有一些人認為，整體人口趨勢是罪魁禍首。

2. 關稅難以降低，這說明在降低關稅和放開貿易政策方面進展緩慢。關貿總協定和世貿組織談判導致第二次世界大戰後各國關稅大幅度降低。自1990年代初以來，新興國家的平均利率下降了四分之三至10%以下。發達經濟體之間的關稅已經減半，現在低於2.5%。但是，自2008年金融危機以來，新興國家的關稅一直保持平穩，發達國家的關稅略有下降。過去二、三十年來，關稅大幅度下降。由於關稅現在如此低，因此貿易協定的影響變得較小，其作用是為了創造貿易框架而不是增加貿易量。

3. 雖然關稅繼續下降，但非關稅措施自2012年以來一直在上升。非關稅措施包括所有限制或扭曲貿易流量的措施，例如出口補貼、公共合同中的國家條款、授予許可限制、技術轉讓或外國直接投資等等。金融危機和「大衰退」（2008-2010年）對貿易產生重大影響。可以很容易地證明，各國在經濟衰退期間或在競爭較弱的時期實行更具約束性的貿易政策。近年來，G20國集團（以美國和俄羅斯為首）已大規模引入非關稅措施。不應該高估非關稅措施的作用，因為它們對世界貿易量的影響整體而言相對較小，所有措施的平均估計關稅當量相當低。然而，趨勢很明顯。例如，德國、英國、中國和法國在2009年約有50項非關稅措施，並自此創造了約200項非關稅措施。至於美國和俄羅斯，兩國於2016年有超過600項非關稅措施（美國）和500多項非關稅措施（俄羅斯）（2009年不到100項）。令人震驚的是，自2009年以來，世界貿易歧視性措施的數量遠遠高於促進貿易自由化的措施

4. 外國直接投資（FDI）減少亦解釋了為何貿易增長放緩。實證數據傾向於表明外國直接投資和貿易具有互補關係。經過九十年代的強勁增長，全球外國直接投資近年來下滑，也可能是世界貿易適度擴張的解釋因素。

5. 改於本地市場生產的趨勢影響貿易量。貿易和外國投資之間的動態互動是全球化的核心，因為海外投資產生貿易但也可以減少貿易。近幾十年來，不少公司亦推行「鄰近消費者」的策略。這種「鄰近消費者」的策略代表公司改以當地生產，這意味貿易正在枯竭。實際上，在二十、二十一世紀，我們已經從一種有助於將「銷售」商品的貿易形式轉變為有助於「製造」

“關稅不再下降，而非關稅措施激增”

2017年6月

商品的貿易形式（這種現象被稱為「全球價值鏈」）。近幾十年來，新興市場迅速融入世界經濟，刺激了全球價值鏈的擴張。隨着主要新興市場的勞動力成本有所增加，跨國生產分散的過程似乎已經成熟。各公司亦再次考慮長期供應鏈的風險，並越來越傾向於在出口市場生產。

6. 各種服務的發展，特別是金融服務的發展，起了非常重要的作用。決定出口產品到國外代表了考慮到當中牽涉到的龐大初始成本，例如出口市場分析和建立國際分銷網絡等成本。由於國際交易涉及的時間較長，流動資金需求往往高得多。各企業必須在其對全球化作出貢獻的早期處理這些問題並承擔有關成本；而且除了市場新手外，必須確定並攤銷有關成本。還應指出的是，國際航運比國內航運所花的時間較長，代表了生產者在收到任何收入之前必須承擔生產成本。出口商接觸銀行來尋求保險保障和付款擔保。金融板塊的發展一直被認為是加強一些工業行業出口能力的重要因素。金融發揮兩個關鍵作用：提供流動資金來支援國際商業交易，並提供減少支付風險的方法。銀行系統在所有國家都高度發達：i) 不再像以前由美國和英國銀行所主導的時期那樣，需要接觸外國銀行來滿足這些要求；ii) 然而，自金融危機以來，這些事態發展已經歷了一個不如以往般利於貿易的中斷情況；iii) 在世界各地，包括新興國家，債務比率明顯上升——超過三分之二的國家錄得超過100%的私人債務／國內生產總值比率，即超越了限制經濟活動和貿易的門檻。若三分之一的國家的比例低於100%可彌補差距，則對貿易的影響將是微不足道的。

7. 中國在世界貿易中的作用在過去十年中發生了很大的變化。20多年來，中國都是世界消費品的主要供應國。因此，中國的快速發展增加了貿易的供需。在此期間，這一發展成為全球供應的衝擊。它有助於可交換貨物的相對價格下跌並刺激世界貿易。中國很快成為最大的原材料消費國（見下圖及附錄）。除石油和天然氣外，中國是世界上最大的原材料消費國。

在經濟衰退之前，中國大幅擴大出口能力。中國專注於勞動密集型產業，這些都是在生產方面具有比較優勢的行業。這種以出口為導向的增長策略使中國製造業基地迅速擴張，這一趨勢持續了世界貿易的增長。然而，這些因素正在減弱：目前，中國經濟再平衡，經濟模式由出口帶動型轉型為消費帶動型，逐漸放緩了外國從中國進口貨品的貿易增長。這解釋了為何中國進口需求的收入彈性如何大幅下滑，造成世界貿易下滑。進出口大幅下滑，市場佔有率亦然。原因是這一時期的競爭水平較低，特別是工資上漲、新競爭對手的到來以及中國實際有效匯率升值（自2005年以來上升近25%）。中國出口行業（佔全球出口10%）可能相當已經成熟（出口／國內生產總值比率自2010年以來一直在下跌）。其出口能力由於其發展和生產成本上升而逐漸減少（例如，與越南或墨西哥相比，中國不再具有真正的競爭優勢）。其增長模式已經演變，不再與世界貿易掛鉤。

“

本地生產趨勢影響國際貿易量

”

“

目前中國經濟的再平衡、從出口導向模式轉向消費驅動模式，逐漸削弱了中國進出口和市場份額的增長

”

2017年6月

8. 世界貿易結構發生了變化。實證數據顯示，構成效應在世界貿易放緩方面發揮了重要作用。首先，發達經濟體的經濟活動轉向新興經濟體，而新興經濟體的貿易彈性普遍較弱，於是對世界貿易的彈性產生了負面影響。這個地理構成因素導致近年來世界貿易彈性下跌一半左右。其次，我們看到大多數國家的貿易彈性也有所下降。這種需求效應的構成亦拖累世界貿易。

9. 行為保護主義擴張以及對自由貿易和全球化的敵意已經成為現實。情況如下圖所示（來源：國際貨幣基金組織）。在此，我們看到新興國家或發展中國家更有利於自由貿易，而美國在這方面看不到很多優勢，不在就業方面，而在工資上漲的前景方面更甚。「購買國貨」（甚至本土社區貨品）的誘惑，是日本人的「歷史」特徵，而且有蔓延到各大洲的跡象。



行為保護主義的興起和對自由貿易和全球化的敵意促成了貿易下跌



解釋世界貿易和發展前景收縮的10個因素

世界貿易收縮的因素	理由	趨勢逆轉因素	趨勢逆轉可信嗎？
1. 潛力增長下跌	環球經濟增長拉動環球貿易增長	加強利用增長型經濟政策	很難一概而論，因為重要因素（人口、不平等、債務負擔……）令潛在增長下跌
2. 投資薄弱	投資是國家之間進行貿易的強大動力	低利率、利潤前景……	是，因為投資正在重現
3. 低關稅的效應	關稅較以往為低……貿易協定現在是為了確定貿易限制，而不是降低關稅	新一波的自由貿易	不一定，新興國家之間的貿易協定除外，其關稅比發達國家平均高出四到五倍
4. 非關稅措施擴大	世界各國（特別是美國和俄羅斯）在過去十年中創造了新的非關稅措施，形成（溫和的）貿易壁壘	保護主義態度逆轉	否……這個趨勢在不少國家似乎已經確立
5. 外國直接投資下跌	外國直接投資流動通常伴隨着貿易流動	外國直接投資復甦	是
6. 本地生產增加	要靠近本地消費者、生產更便宜貨品和在本地生產的決定，肯定會抵銷了某些貿易	生產商決定在自己的國家生產？決定在國內生產然後出口？稅收優惠？海外工資對生產商的吸引力減低？產品質量？	可能甚至沒有稅收優惠
7. 當地金融服務發展	使用本地金融服務可避免服務貿易	缺乏對當地機構的信任	否
8. 中國的新角色和新增增長模式	中國的增長模式發生變化，工資水平不再具有競爭力	新模式變化	否，沒有風險……中國正經歷更加平衡、更多樣化的增長……
9. 改變世界貿易格局	貿易彈性較低的新興國家增長強勁	新興國家崩潰，沒有從「新疆界」國家轉移……	可想而知……目前的趨勢是一個大趨勢
10. 對全球化的敵意	行為保護主義擴張、對全球化不信任的情在先進國家特別如是，在新興國家的情況少一點，在發展中國家則未見有關情況	全球化出現新的信心危機	不太可能，因為負面影響現在清楚可見（就業、工資、財富分配）

2017年6月

結論

整體而言，世界貿易不再是增長因素，而解釋貿易增長最弱的眾多因素（保護主義升溫、各國大量使用非關稅措施、中國的新角色、投資低、關稅水平上漲等）部份（不少）是結構性的。這表明，未來15年的「新常態」可能看起來像過去五年的情況（世界貿易增長遠低於世界經濟增長），而不是這個時期之前的30年（貿易增長是環球經濟增長的兩倍）。國際貨幣基金組織檢視了這個問題，並評估了三組國家（發達經濟體、新興經濟體、發展中國家／低收入國家）的挑戰：

- 發達經濟體可進一步減少農業、紡織等傳統行業的剩餘保障並開放服務市場（例如：運輸），使監管體系更加連貫一致，減少貿易政策的界限。為了實現這一目標，這些國家應該採取不歧視的做法，盡量減少碎片化並促進多邊舉措。
- 不少新興國家和發展中國家（包括拉丁美洲和南亞）仍可通過傳統的自由化（包括單方面的融合）來大大受益。這些國家應該嘗試將經濟放在全球價值鏈上，擺脫進口替代政策，並透過不透明的非關稅措施避免保護主義。貿易改革將與政策和體制框架的加強相輔相成。
- 為了促進發展和增長，大多數低收入國家必須優先考慮貿易便利化，以便融入全球價值鏈，特別是通過改善其貿易基礎設施和體制結構。這些國家亦應該解決傳統的貿易壁壘，並促進對地方參與全球價值鏈至關重要的服務業（例如：運輸和融資服務）的競爭。技術援助（例如：國際組織）可就這個貿易組織開發必要基礎設施提供支援、確定改革的預算影響，並幫助就改革進程進行排序和協調。

環球貿易的新動力將需要新的貿易協定，並將南半球國家與環球經濟進一步融合。不少國家出現的保護主義誘惑，亦必須脫離集體利益：事實上，這是試圖封閉自我和進行必要的國際合作之間的鬥爭。換句話說，今後的增長將更取決於消費、投資和政府主導的政策制定，特別是財稅政策。

“

未來15年的「新常態」可能看起來像過去五年的情況，而不是這個時期之前的30年

”

“

為了促進發展和增長，大多數低收入國家必須優先考慮貿易便利化，以便融入全球價值鏈

”

“

環球貿易的新動力將需要新的貿易協定，並將南半球國家與環球經濟進一步融合

”

2017年6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	→		□			法國總統候選人馬克龍當選以及國會選舉絕對多數的前景，實際上已經消除了法國在金融市場環境中的政治風險。關於結束量化寬鬆計劃的討論（美國聯儲局將準備減少資產負債表）或緩解採購計劃（歐洲央行將進一步減少其資產購買計劃），加上聯儲局的貨幣緊縮和誤導溝通的風險，是目前最大的風險。我們保持一些宏觀對沖策略，以便在需要時應對這些情況，包括長期波動策略、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	→	□				
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。我們知道特朗普已有計劃減稅並恢復基建支出，但這些措施必須要自給自足，因為美國國會（即使是共和黨）亦不想無條件地就這些議題支持新總統。特朗普幾星期前宣佈了一些重大措施，包括減免企業稅。若獲通過，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 如果國會批准，所公佈的措施可能會給股市帶來提振作用，導致短期和長期利率上漲。因此，聯儲局將能夠繼續其貨幣緊縮週期。不過，如果不批准，那就預期金融市場會出現重大失望，我們認為，金融市場對美國總統的期望過高了。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。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%，加上當前的就業情況良好，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。自從特朗普上任後，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。財政和稅務刺激措施越強，聯儲局將可提高其關鍵利率而不會對金融市場造成太大損失。

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3%至5%之間，而15年前則為10%）（甚至更低）。應該密切注意中國的

2017年6月

風險因素

私人債務狀況，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%）。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 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。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。中國當局在一月份迫不得已加大資本管制力度，是一項違反其長遠計劃的決定。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的一大部份。

[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。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。

2017年6月

風險因素

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 「世上沒有免費午餐這回事。英國人必定知道，」Wolfgang Schäuble表示：「我們不想削弱英國。但我們不希望歐洲其他國家遭削弱。英國在退出後不應該享有其他國家所沒有的優勢」。默克爾夫人重申，英國人不應該對英國脫歐進程「有任何幻想」。論調已經定好。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。這似乎並不可能，而無論如何這是目前談判的關鍵。存在幾個關鍵點，包括進入單一市場，以及英國將向歐盟支付的600億歐元估計「離婚」費用。

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。目前並非這樣，因為27個歐盟國家現在團結一致。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] 50%

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，在歐洲進行的幾個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。

2017年6月

風險因素

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。歐洲央行的採購計劃導致流通性下跌（負面影響），但亦有助於維持波幅於低水平（正面影響）……一旦關於結束量化寬鬆政策的辯論填補消息，擔憂就會再次浮現，這個趨勢肯定會從現在開始增加。

[風險 # 13] 銀行倒閉

[概率] 5%

分析 我們認為，這種風險似乎太過誇大。誠然，負利率正在懲罰銀行、資本成本仍然很高（事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。但是，我們並不悲觀。2017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。重新出現增長現在是一種資產。我們還應該指出，在過去幾季（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、土耳其、恐怖襲擊和難民問題削弱國家之間的外交關係，特別是在歐洲。特朗普當選後，移民可能被驅逐出境，令美國正式進入這場辯論。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] 30%

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。最近的選舉（西班牙、意大利、奧地利、特別是法國）過後，這種風險已經下降：歐洲沒有國家賦予極右黨權力，並且在不低估這些政黨的重要性或這種趨勢的情況下，我們正期待法德軸心加強的可能性。

市場影響 目前的政治風險已獲明確確定，但在今天，對歐盟的治理和未來領導問題比保護主義的興起和放棄歐洲的模糊慾望更為重要。兩害取其輕。但這是否會對增長前景或金融市場產生影響嗎？答案現在是「否」。

[風險 # 16] 法國大選令市場再次對歐元區擔憂

[概率] 10%

分析 兩場關鍵選舉戰爭即將展開：6月11日和6月18日的國會選舉。新當選總統（馬克龍）現在必須吸引選民，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。他將需要贏得議會選舉（577名議員中的一半以上）或組成聯合政府。風險在於法國最終不會出現一個有穩定多數的總統，但鑑於最近的事態發展，法國主要政治人物大力支持新總統，所以上述風險似乎不大可能。

市場影響 法國選舉是金融市場的主要風險，因為它們是當前趨勢的象徵：歐元區組織核心國家的極右翼政黨冒起、反建制之聲壯大、保護主義的誘惑、對歐洲及／或歐盟機構的敵對行為……風險溢價上升（對德國的利差、波幅、CDS……），但我們認為，在第二輪總統選舉之後發生的重大改善在可預見將來便會呈現。

2017年6月

風險因素

[風險 # 17] 歐洲債券收益率可持續地大幅上升

[概率] 20%

分析 自金融危機以來，長期利率已大幅下跌。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) 財政及稅務政策大幅度逆轉。這些因素（現實、宣佈措施或擔心）都在美國增加。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。聯儲局正在加息，而財政和稅務政策有望變得更貼近擴張主義，這有助於長期利率上漲，但我們認為，市場仍然有點過度依賴美國長期利率持久而大幅的上漲，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。這將保護（但當然不足以防止）長期利率上升（增長更加穩健、價格指數略有上漲、對歐洲央行（及美國聯儲局）負面利率和量化寬鬆計劃結束的辯論、增長型預算和財政措施等等），因為所有這些因素肯定會足以推高長期利率。

市場影響 長期利率大幅上漲，對敏感經濟體（法國和德國）尤為壞消息。隨着企業再槓桿化，令長期利率的敏感度有所增加，使經濟增長放緩、債券收益率下降，美國的情況無疑將會更糟。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6月

宏觀經濟狀況		
美洲		風險因素
美國	<p>第一季度的增長令人失望，財政政策的不明朗因素依然存在</p> <ul style="list-style-type: none"> > 第一季度經濟增長(+1.2%)令人失望，卻不足以影響週期。經濟調查繼續顯現光明景象，而且就業市場穩健。 > 特朗普的政治問題亦不會削弱擴張週期。這些問題只是使他更難履行競選承諾，但共和黨人很可能會達成減稅協議。另一方面，特朗普和共和黨眾議院議員的保護主義傾向似乎受到了強烈的抵制。 	<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，增長潛力遲緩（「長期停滯」） > 企業利潤受到侵蝕
巴西	<ul style="list-style-type: none"> > 通貨膨脹大幅度下降，而巴西央行已經進行貨幣寬鬆週期，並且有可能堅持下去（如果其他情況不變）。 > 經濟活動指標正在緩慢改善。 > 新政治危機令復甦再受影響，該危機再次直接涉及總統，並進一步降低主權評級。 	<ul style="list-style-type: none"> > 財政政策寬鬆，特別是採取十分溫和的養老金改革。 > 巴西雷亞爾急劇下跌 > 陷入衰退
歐洲		
歐元區	<p>法國總統選舉後遭受政治風險</p> <ul style="list-style-type: none"> > 經濟指標繼續上漲（其中一些指標處於多年高位）。我們將2017的增長預測從1.5%調高至1.6%，2018年的增長預測則從1.3%調高至1.5%。即使如此，歐洲的經濟週期仍落後於美國的週期，而且還沒有到達可能產生通貨膨脹的壓力。目前核心通脹穩定，每年略低於1%。 > 政治風險已經下跌，法國總統選舉的結果消除了市場對法國脫歐的風險的擔憂。政治不明朗仍然存在於意大利（選舉不晚於2018年5月舉行），疑歐主義高漲，但最有可能的情況是，意大利將繼續由親歐盟的政府統治。9月份德國大選不太可能導致任何市場混亂。 	<ul style="list-style-type: none"> > 政治風險（抗議活動的興起、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。但政治不明朗開始造成影響。</p> <ul style="list-style-type: none"> > 預計6月8日提前舉行的選舉結果非常不確定。現在，對英國與歐盟今後的關係的完全不了解，以及即將到來的艱苦談判，最終將會破壞信心並令經濟受罰。 > 由於英鎊貶值和對未來前景的不確定性，英國通脹上升、經濟開始下滑。2017-18年度（相比之前兩年）財政措施略為擴張，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"> > 經濟正受益於亞洲工業和國際貿易週期的改善。失業率為20年來最低點，但實際工資下跌可能會影響消費支出。財政刺激和企業所得稅減免是主要的支撐因素。但與2017年相比，2018年的增長可能會放緩，預測有所上升。 	<ul style="list-style-type: none"> > 中國風險 > 負利率政策

2017年6月

宏觀經濟及財政預測

宏觀經濟前景

- **美國**：勞動力市場有所改善，經濟也相應擴大。特朗普的政治困難並不危及週期的延續。可能在2018年中期選舉之前減稅，這應該有助於穩定增長在2%左右。
- **日本**：第一季度出現驚人增長(+2.1%)。這是連續第五個季度的擴張。財政政策仍然是增長的動力，日本央行的政策正在使貨幣政策穩定。然而，由於物價（國內生產總值平減指數）連續第二季度下跌，員工實際報酬下跌，於是名義國內生產總值增長幅度亦下跌。增長可能會減速。
- **歐元區**：復甦正在增強。市場情緒處於2011年以來的最高水平，顯示經濟有所改善，儘管利率上升，貨幣狀況仍然保持寬鬆。重要的是繼續監測政治風險（特別是在意大利）。
- **巴西**：第一季國內生產總值增長率為-0.4%，高於上季(-2.5%同比)。但是，這種改善主要是由於庫存的重組。我們將2017年的預測升格為0%，之前為-0.5%。由於需求疲軟、政治不確定性，並鑑於預算改革，我們仍然保持謹慎。
- **俄羅斯**：根據初步預測，2017年第一季度GDP預計同比增長為+0.5%，而2016年第四季度則為+0.3%。此數字證明了我們認為2017年經濟增長回升的態勢。然而，鑑於i) 目前缺乏關於組成部份的資料，以及ii) 經濟指標的脆弱性，我們保持2017年同比增長1%的增長態勢預測。

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	2.0	1.3	2.5	2.3
日本	1.0	1.2	1.0	-0.1	0.3	0.9
歐元區	1.7	1.6	1.5	0.2	1.5	1.2
德國	1.8	1.7	1.6	0.4	1.6	1.4
法國	1.2	1.4	1.3	0.3	1.3	1.1
意大利	0.9	1.1	1.1	-0.1	1.2	1.1
西班牙	3.2	2.3	1.6	-0.2	1.3	1.2
英國	1.8	1.5	1.3	0.6	2.5	1.9
巴西	-3.6	0.0	1.4	8.7	4.4	5.4
俄羅斯	-0.2	1.0	1.8	7.0	4.5	5.1
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	2.9	3.4	2.5	7.8	10.1	8.9
發達國家	1.6	1.8	1.7	0.7	1.8	1.7
新興市場	4.0	4.3	4.4	4.1	3.9	3.5
世界各地	3.0	3.2	3.2	2.6	3.0	2.7

來源：東方匯理研究

主要利率展望

- **美國聯儲局**：聯儲局將在6月份再次加息。在年底，聯儲局將公佈其持有的到期資產開始不再投資。
- **歐洲央行**：到2017年12月為止，量化寬鬆政策將持續以每月600億歐元的速度繼續。歐洲央行今年晚些時候公佈，到2018年前量化寬鬆的步伐將會減少。溝通將逐漸軟化，但在觀察到核心通貨膨脹加速之前，不可避免地會出現預期的具體變化。
- **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。

	2/6/2017	東方匯理 +6個月	市場觀點 2017年第4季	東方匯理 +12個月	市場觀點 2018年第2季
美國	1.00	1.50	1.50	1.75	1.85
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**：隨着週期的到來，收益率曲線將繼續平緩。聯儲局加息與資產負債表減少之間的替代問題至關重要。
- **歐元區**：隨着歐洲央行逐步退出超寬鬆政策，長期利率上漲。通貨膨脹率甚至仍然(大過)低迷。
- **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年期債券孳息					
	2/6/2017	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	1.28	1.40/1.60	1.44	1.60/1.80	1.57
德國	-0.72	-0.80/-0.60	-0.71	-0.80/-0.60	-0.64
日本	-0.15	-0.20/-0.00	-0.15	-0.20/-0.00	-0.13
英國	0.11	0.00/0.20	0.14	0.00/0.20	0.19

10年期債券孳息					
	2/6/2017	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	2.15	2.40/2.60	2.27	2.40/2.60	2.38
德國	0.27	0.40/0.60	0.43	0.60/0.80	0.55
日本	0.06	0	0.09	0	0.15
英國	1.04	1.00/1.20	1.14	1.00/1.20	1.26

匯市展望

- **歐元**：隨着歐洲央行逐漸退出超寬鬆政策，歐元在年底應該會上升。
- **美元**：美元回到美國當選之前的水平。對未來刺激措施的進一步失望，將進一步令美元受壓。
- **日圓**：日圓仍然被低估。在波動幅度非常小的背景下，日圓對於風險對沖目的而言可能不俗。
- **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。

	2/6/2017	東方匯理 +6個月	市場觀點 2017年第4季	東方匯理 +12個月	市場觀點 2018年第2季
歐元/美元	1.13	1.15	1.10	1.20	1.12
美元/日圓	110	115.00	115.00	110.00	115.00
歐元/英鎊	0.87	0.90	0.87	0.90	0.88
歐元/瑞士法郎	1.09	1.05	1.10	1.05	1.11
歐元/挪威克朗	9.50	9.20	8.99	9.00	9.23
歐元/瑞典克朗	9.73	9.60	9.41	9.40	9.71
美元/加元	1.35	1.37	1.35	1.40	1.33
澳元/美元	0.74	0.72	0.74	0.70	0.75
紐元/美元	0.71	0.70	0.68	0.70	0.71