

資產配置

我們的信念

PHILIPPE ITHURBIDE, 研究、策略及分析部環球總監

我們一再提到金融市場如何傾向於高估歐洲各大選的風險、低估英國脫歐帶來的憂慮，並高估對特朗普經濟政策的希望。我們甚至可以說，這個主題強烈指引我們的資產配置選擇及宏觀對沖策略。好了，現在……

法國大選結果令人放心

市場大鬆一口氣，但在這種環境中，消極情景並非真能「預測」得到，這可能是選舉前期相對寧靜或市場大幅減持法國或抱持觀望態度的證據。候選人之間並無堅決的敵意，儘管馬琳勒龐 (Marine Le Pen) 氣勢逼人，繼而菲永 (François Fillon) 表現令人失望、梅朗雄 (Jean-Luc Mélenchon) 崛起，最後是市場害怕第二輪投票將會是馬琳勒龐、梅朗雄兩人之間的對壘。整體而言，法國大選對法國和歐洲市場的影響有限。但在幾點上——包括消除了極端風險 (馬琳勒龐、梅朗雄兩人之間對對決，尤其是馬琳勒龐在第一輪贏得最高票數)，並消除了歐洲的系統風險 (即「法國脫歐」) ——第一輪選舉產生了影響深遠的趨勢。就如在西班牙、意大利、奧地利、荷蘭一樣，民粹主義政黨不可能在法國奪位。若當選的話，馬克隆將在下一屆議會選舉 (6月11日、18日) 中贏得大多數，否則他將必須與左派和右派的盟友組成聯合政府。風險很高，不過大家要等到6月中旬才能得到最終答案。

現在，特別是由於歐洲的極端風險消失，大家需要重新返回法國的基本面，而這樣可以突出一個切實的現實：

- 經濟形勢好轉；
- 投資再次啟動；
- 銀行業表現是歐洲貨幣單位國家中最好之一；
- 中小企業信貸大幅增長；
- 主要指標上漲；
- 利潤前景改善；
- 自年初新興貨幣大幅升值以來，歐元實質貶值；
- 低息環境；
- 由於債務大幅減少 (低息) 導致的預算調動空間……

特朗普表現令人失望……而且可能還沒結束

當然，特朗普仍然會發表強硬的演講和評論，但實現「改革」的能力相當有限。在廢除「奧巴馬醫改」遇上挫折之後，大家都在等待稅務改革。這需要一點時間，因為美國國會的立場堅定。儘管如此，特朗普在幾天前宣佈了歷史性減稅措施，這是1980年代 (列根) 以來最大規模的減稅。草案提出自資形式，仍需經國會批准。但草案要獲國會通過並不容易，因為特朗普及其政府所想的 (由此而來的增長將不會使公共財政惡化) 自籌資金，在經濟意義上並非真的獲資助，而根據國會的參考資料：擴張性措施必須有伴隨融資方案 (例如：減少支出) 而非延遲融資。特朗普的想法接近列根，但這種想法今天已不再受用：就赤字和債務而言，特朗普的任務與

“
極端的風險已經消失”

“
回到基本面……
這是個好消息”

2017年5月

列根的不同，而主要措施有利於最富裕的企業和收益，很多國會議員已表明不會支持：

- 公司稅：減少35%（經合組織國家中稅率最高）至15%。應注意，考慮到各種扣減和便利設施，實際上很少會徵收35%的最高稅率。儘管如此，這是一項重要措施；
- 所得稅：將徵稅層級數目由七個減少至三個（從10%上升至最高的35%），將最高稅率從39.6%降至35%（適用於收入超過470萬美元的人士），取消用作「奧巴馬醫改」融資的3.8%稅款（目前適用於收入超過25萬美元的人士），幾乎可以除去所有稅收減免的可能性，以簡化徵稅政策；
- 繼承稅：當超過某閾值時，減少財富轉移的徵稅。

特朗普稅收改革的三個關鍵詞：

- 透過更加有效的稅收制度來提高企業的競爭力；
- 加快利潤回報、投資計劃，從而改善就業；
- 促進簡化，讓每個美國公民受惠。

我們可以堅持這樣的原則，但我們認為，對最弱勢家庭的援助並不是改革的核心，情況恰恰相反。這些改革是否會被國會接納呢？坦白說，我們會懷疑。當然，風險是對增長的「重新定價」感到非常失望，其受害者將會是美國股市，其估值已被認為過高。

對於英國來說，英國脫歐將是一個難題

27個歐洲國家（歐盟，英國除外）的領導人最近一致通過了即將與英國就英國脫歐的談判的主要原則。鑑於過去的分歧，這可能令人驚訝，但是4月29日的特殊英國脫歐首腦會議則顯示了歐盟的統一方向。根據D.Tusk的說法：「方向一致通過。歐盟27國已經作好準備，堅定而公正地就英國脫歐進行會談。「我們準備好了，我們團結一致，」歐洲談判代表巴尼耶（Michel Barnier）表示，他亦指出，只要關鍵問題沒有「重大進展」，他亦會排除任何貿易談判。

歐盟關於英國脫歐的主要原則

根據歐盟27國官員的講話，最重要的原則是：

英國未脫歐，就不進行任何商業談判。歐盟27國首先要在談判貿易協議之前解決好脫歐問題。兩年內，不可能解決這兩個問題（簽訂商業協議平均需時七到十年）。英國本來希望看到這兩個問題同時解決，但情況並非如此。

「未來關係」的問題只有在「退出」協議有「充分進展」的情況下才能得到解決。盧森堡總理貝特爾（Xavier Bettel）指出：「英國人不再是我們的家庭成員，而是我們的鄰國，所以我們必須尊重自己。」

英國不會享有「單點式」特權。英國擺脫對歐盟的義務，就不會與歐盟成員國一樣享有相同的權利和利益。

避免混亂。歐盟希望英國「有序退出」，以避免「不明朗因素」和「擾亂」。歐盟27國希望英國保持為「密切合作伙伴」。

公民權利。歐盟27國希望解決居住在英國的三百萬位歐盟公民以及居住在歐盟的一百萬位英國人的命運。這關乎居留權、文憑承認、就業權、養老金、社會保障權利……

“

基本措施有利於最富裕的企業和收益，很多國會議員並不支持”

“

特朗普式通脹：注意可能出現的失望”

“

我們準備好了，並且團結一致”

2017年5月

「離婚」賬單。英國將要支付所有財政承諾（之前對歐洲各計劃和資金的參與、對預算的貢獻等等）。歐洲估計，英國的整體賬單約為600億歐元。這將是一個棘手的問題。

北愛爾蘭。按都柏林的要求，其他26個歐盟國家接受了一旦英國脫歐確定，北愛爾蘭將自動加入歐盟的提議，但前提是北愛爾蘭和愛爾蘭共和國按1998年達成的協議統一。

直布羅陀。解決英國和西班牙之間的衝突是歐盟的另一個重點。自1713年以來，領土一直受英國管治，但馬德里經常聲稱主權屬西班牙。歐盟27國已經申明，如果馬德里和倫敦之間不能達成協議，歐盟和英國之間未來關係的協議就不會適用於直布羅陀。

奧朗德 (François Hollande) 在布魯塞爾抵達後，向倫敦發出警告：「英國脫歐一定會對英國造成損失」。「歐洲將捍衛自己的利益」。

Wolfgang Schäuble重申，英國不會因為就英國脫歐的談判完成，而從脫歐中受益。「世上沒有『免費午餐』這回事。英國人應該知道這一點。」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。離開歐盟後，英國不應該得到其他國家不會有的好處」。同時，默克爾夫人重申，英國人不應該「有任何幻想」。

下一步是什麼？

- 2017年5月22日：分離指令應由27個歐盟國家通過；
- 6月8日：英國大選的日期，由英國首相文翠珊提出，目的是爭取更加穩固的政治支持；
- 6月9日：歐洲人想與英國開始談判。

英國脫歐：英國人開始後悔投票決定嗎？

4月27日，英國日報《泰晤士報》發表了首次民意調查（YouGov調查），顯示大多數英國人對6月23日公投贊成脫歐的結果表示遺憾。對於「回頭看，您認為英國投票退出歐盟是對還是錯呢？」，45%受訪者對投票支持英國脫歐表示遺憾，43%受訪者表示同意，12%受訪者無法決定。民意調查結果證明，支持英國脫歐的投票者中，有85%表示滿意投票選擇，89%的親歐盟成員仍然認為公投不應導致英國脫歐。

過去一個月還應該留下什麼？

法國大選和特朗普的財政計劃無疑是近幾週來最重要的事件，但我們也注意到其他重要因素：

- 「環球再通脹」情景依然佔主導地位：不少機構正在修訂國內生產總值增長預測，包括多間國際組織；
- 環球貿易正在復蘇，尤其在亞洲：據了解，自金融危機以來，更甚者，自2011年以來，世界貿易不再是環球經濟增長動力，而在亞洲等部份地區，增長則依然受益於貿易；
- 歐元區的增長率向上修正，特別由於信貸和投資有所改善。採購經理指數（PMI）在過去七年處於高峰，甚至與目前的國內生產總值增長率一致。這些都有利於對利潤和股市的有吸引力的預測，而由於利率保持低位，情況更是如此：通脹受到控制、法國脫歐的風險溢價消除、減少了與歐洲選舉相關的系統

“我們不想削弱英國。但我們不希望歐洲其他國家遭削弱”

“世界貿易不再是環球增長的引擎，但在亞洲等部份地區，增長仍然受益於貿易”

2017年5月

風險、懷疑特朗普「提振」增長的能力；

- 歐元區和美國的通脹仍然受到控制，儘管趨勢有些積極；
- 中國經濟增長再次看到投資成為增長引擎，但私人債務仍在增長（見本刊第三篇）；
- 過去五年來，新興經濟體的經濟指標整體來看可能前所未有的強勁；
- 英國（尚）未進入脫歐相關的混亂情況，但增長正在放緩。增長仍然高於初始預期，但負面跡象正在呈現，特別是在消費方面。因此，英國央行遠遠沒有推行任何貨幣緊縮政策。

我們現在應該留意什麼地方？

我們回到法國經濟的基本面，卻不能忘記國際環境：

- 美國經濟增長速度可能令人失望，但對於歐洲或新興國家等市場來說卻是一種資產；
- 聯儲局已經開始更為緊縮的步伐，但這將取決於增長率以及特朗普政府使用財稅武器的能力：特朗普的調動空間變小，而聯儲局實行其加息政策的能力亦會較低；
- 「特朗普式通脹」可能令人失望之處：稅務和財政措施推遲，證明國會和政府正努力尋求共識。最近公佈的措施必須由國會驗證……在年底前不太可能實現；
- 至於歐洲央行，它不必對抗與法國大選相關的任何違背舉動，這是相當好的跡象。歐洲央行維持超低利率以及慷慨的資產購買計劃（購買該地區淨發行兩倍以上的資產），惟對該等資產的耐久性的爭論將在今年重新出現。

東方匯理的資產配置大致維持不變：

- 我們維持對歐洲股市的偏好：經濟形勢好轉、利潤前景看好。歐元兌新興貨幣的貶值亦是未來利潤的資產。法國（大選）具體風險和歐洲（法國脫歐）系統風險的衰退與流動應會恢復市場對該地區的興趣。
- 歐洲債券長倉當然取決於經濟活動指標（目前相當良好，包括歐洲）和通貨膨脹（相當輕微上升，但核心通貨膨脹率仍然低於1%）。他們還依賴於特朗普的政策（特別是財稅政策）以及貨幣政策（相當寬鬆）。總而言之，情況為時不長似乎合理。不要打賭歐元區的長期利率出現強勁漲幅，但亦不要指望利率會強烈下跌。
- 相對主權債券，我們仍然維持增持股票，特別是因為歐洲的均衡率低於其他國家……
- 相對主權債券而言，我們維持高配公司債券。
- 在歐元區邊緣地區和半核心國家（特別是法國、荷蘭）的債務風險可以在目前的環境中維持。
- 我們預計美國國債市場將回升到更好的水平。聯儲局繼續加息，債券收益水平目前處於其「範圍」的底部。美國主權債券所提供的利差特別有意義，而且對於在新興世界或歐洲出現困難的情況下，其宏觀對沖的自然特性亦特別有意義。現在較沒趣味。
- 我們已經逐漸回到新興市場，並正在追求這種態度，因為在中

“

環球通貨再膨脹是預期的核心：它決定了美國股票（過度）估值和貨幣政策方向的可持續性”

”

“

特朗普式通脹與美國聯儲局……一個關鍵的組合”

”

2017年5月

期，這些市場保留了很多吸引之處。估值吸引、貨幣經常被低估、投資組合大量減持、資本流動潛在地高……這一切都證明保持積極樂觀的做法合理。

- 我們對英鎊保持謹慎態度。正如我們多次指出，英國脫歐代表一種不對稱風險，而且這種（實際或感知）風險最自然而簡單的表現在於英鎊上。在我們看來，需求的弱點已觸發。
- 瑞典和挪威克朗等貨幣仍然很有趣：在我們看來，兩種貨幣目前正被顯著地低估，貨幣政策亦非常（甚至是太過）寬鬆。
- 宏觀對沖策略減少。環球地緣政治背景、美國與一些主要國家（最主要是中國）之間的外交緊張局勢以及歐洲的政治背景令一些保護措施（美國國債、波幅、股票市場看跌期權、美元現金、通脹掛鉤債券）變得合理。然而，減少對沖歐洲風險的對沖持倉，即長期波動持倉、美元長倉、日圓長倉、美國國債長倉。



我們對英鎊保持謹慎態度



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 • 歐洲遊戲價值因子 • 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"> • 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 • 歐洲金融長倉（歐洲的高貝塔值名字、美國的低貝塔值名字） • 存續期：整體中性到短期，在負收益時期賣空 • 持美國和歐元實際債券長倉 • 新興市場債券： <ul style="list-style-type: none"> - 偏愛「硬通貨」債券（美元長倉） - 地方債務成份不足，但正在上升 • 相對歐元和日圓，持美元長倉 • 新興市場商品持少許長倉 	<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、新興市場股票增加長倉 • 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 • 公司債券：看好高收益及投資級債券 • 美元略有上漲

資產配置

本月主題

法國總統選舉：觀點和風險

PHILIPPE ITHURBIDE, 研究、策略及分析部環球總監

第二輪總統選舉將於5月7日（星期日）舉行。在本文定稿之時，民意調查預測馬克隆（前進運動黨魁）將擊敗馬琳勒龐（國民陣線主席）。然而，隨着競選日子接近以，加上「轉讓票」的民意取態反覆，馬克隆的領先幅度已經減少。選民——特別是左翼政黨（阿蒙的社會黨、梅朗雄的左翼黨）的選民——已逐漸減少支持馬克隆這位奧朗德治下的前任經濟部長。過去，右翼和左翼派別同意合作，在任何國家、地區、地方或市政第二輪選舉中剔除極端右翼候選人。隨着候選人埃農（Nicolas DUPONT-AIGNAN）為國民陣線候選人馬琳勒龐助陣，此一被稱為「共和陣線」的協議亦起了變化。埃農是第一輪選舉的候選人（佔總票數的4.7%），若馬琳勒龐當選，將會成為未來總理。

I. 民調結果對我們有何啟示？

在第一輪選舉後的一天，Elabe研究所受BFMTV及L'Express委託進行的一項調查分析了第二輪選舉的投票意向。

馬克隆將以60%比40%的得票比例擊敗馬琳勒龐（近70%受訪者相當肯定會投票）。兩個年齡組別十分支持前經濟部長：18-24歲的年青人（64%支持馬克隆、21%支持馬琳勒龐、15%棄權、投白票或投廢票）、超過65歲的長者（分別是59%、19%、22%）。至於35歲至49歲的選民，支持馬琳勒龐和馬克隆的比例相當，各佔43%。

「轉讓票」亦很有啟發性

根據在第一輪選舉後第一天進行的民意調查顯示，菲永49%的選民將投票支持馬克隆、28%支持馬琳勒龐、23%不會投票給任何候選人。53%的梅朗雄支持者將投票支持馬克隆、16%支持馬琳勒龐、31%不投票。17%的受訪者在民意調查中沒有作出選擇。

競選運動將對「轉讓票」有決定性的意義

一個星期之後，根據報紙《Les Echos》進行的民意調查，選民（特別是左翼選民）的波動顯而易見。菲永支持者投票給馬克隆的百分比穩定（星期一44%；4月30日星期日43%）。不想投票的人數百分比增加了10點，對馬琳勒龐不利，馬琳勒龐只能保留32%的選民（一星期前為38%）。馬克隆中失去了很多梅朗雄選民票源，在八天內從55%跌至40%。45%的梅朗雄支持者（相較之前的23%）選擇不投票。選擇投票給馬琳勒龐的比率從22%下跌到15%。阿蒙的選民也是如此：馬克隆失去15點（從83%跌至68%）、馬琳勒龐上升15點（從14%升至29%）。

投票中可以看到馬克隆開始失勢，但這並不影響他在第二輪選舉中當選

根據調查，馬琳勒龐唯一比馬克隆獲得更多票數的，是來自埃農選民的支持：現在有37%人投票支持馬琳勒龐，32%支持馬克隆。這似乎不足以彌

要點

法國第二輪總統選舉將於5月7日（星期日）舉行。幸且不預先判斷結果，惟我們必須承認，所有民意調查都認為馬克隆將會獲選。

本文旨在介紹民意調查的情況、法國人的優先考慮，並回顧兩位候選人的政綱以及重大問題：馬克隆獲得議會大多數、馬琳勒龐獲得議會大多數並澄清自己對歐洲的立場。我們的結論很清楚：馬克隆將當選法國總統，而且他應該能夠構成議會大多數。換句話說，法國的特定風險會褪色。



馬克隆在民意調查中領先”



馬克隆將以60%比40%的得票比例擊敗馬琳勒龐”



馬克隆失去不少梅朗雄（Jean-Luc Mélenchon）及阿蒙（Benoît Hamon）選民的支持”

2017年5月

補第一輪後失去的一百萬票。此外，為了贏得梅朗雄一方的更多選票，將失去部份菲永選民的支持（反之亦然），兩方陣營勢不兩立。這大概是為何75%法國人認為馬克隆將贏得第二輪投票（對於馬琳勒龐的21%），而當中有56%人希望他獲勝（35%人希望馬琳勒龐當選）。

對候選人質素的分析也很清楚：馬克隆在民意調查中領先

68%法國人認為，馬克隆最能夠在國民議會組成大多數（23%受訪者認為馬琳勒龐能勝任）59%受訪者認為馬克隆具備擔任總統所需的質素，而認為馬琳勒龐能勝任總統者則有32%。58%受訪者相信，馬克隆的政綱最好而且最誠實（馬琳勒龐為33%）。與法國觀念和價值觀相近的得分：56%馬克隆、35%馬琳勒龐。馬克隆也最能理解選民（51%；馬琳勒龐39%；沒有意見10%）。關於真正改變事物的願望，馬琳勒龐的得分較馬克隆為高：47%馬琳勒龐、45%馬克隆。

II. 根據法國選民，法國的主要挑戰是什麼？

向法國國民進行的調查顯示出其關切和優先考慮。就業、社會保障和購買力是法國國民的三大優先考慮。如果大家知道法國的失業水平、對社會模式的依賴、購買力喪失的話，這並不奇怪（當然，與經歷過緊縮政策的國家相比，情況未至於很差）。

最重要議題		
1	就業	50%
2	社會保障（醫療、養老金……）	48%
3	購買力	45%
4	移民	40%
5	安全性	39%
6	教育	34%
7	社會不平等	30%
8	稅務	30%
9	債務與赤字	25%
10	環境	24%
11	貪污	23%
12	歐洲	23%
13	法國在世界所扮演的角色	20%
14	房屋	14%
15	全球化	11%
-	以上皆否	4%
-	不知道	1%

調查再進一步了解其他問題。調查區分了總統選舉中兩名候選人的選民，很明顯，兩者的優先考慮不同：馬克隆的選民更接近法國的整體關切：1) 就業；2) 社會保障；3) 購買力；4) 教育；5) 社會不平等；馬琳勒龐的選民：1) 移民；2) 打擊恐怖主義；3) 安全；4) 購買力；5) 就業。



75%法國人認為，馬克隆將贏得第二輪投票”



68%法國人認為，馬克隆最能夠在國民議會組成大多數（23%受訪者認為馬琳勒龐能勝任）”



就業、社會保障和購買力是法國人的三大優先考慮”

2017年5月

第二輪投票：在第二輪投票時最重要的問題是什麼？

排名	馬克隆	排名	馬琳勒龐
1	就業 53%	1	移民 77%
2	社會保障 50%	2	打擊恐怖主義 62%
3	購買力 46%	3	安全性 57%
4	教育 43%	4	購買力 45%
5	社會不平等 34%	5	就業 45%
6	歐洲 34%	6	社會保障 43%

III. 新總統能否管治法國？

法國新總統當選後，管治能力的問題就出現了。重要的一步出現：議會選舉。要管治，必須在577人的國民議會擁有大多數。此大多數（289名議員）允許通過法律和進行改革。在沒有多數票的情況下，將需要組成聯合政府。我們應該就兩位候選人預期什麼？

馬克隆：朝向議會多數或聯合政府

馬克隆在民意調查領先，除非另有驚喜，應會當選為總統。他的政綱（「亦左亦右」，而不是「既非右，亦非左」）理論上可以聯合極右政黨之外所有政黨的支持者。然而，在選舉前幾天，選民顯得有點不信任，越來越多人表示很難從兩名候選人中作出選擇。根據一項由報紙《Les Echos》委託OpinionWay進行的民意調查SLPV分析，馬克隆的前進運動將成為最大贏家，在該調查覆蓋的535個議席中取得249至286個議席（佔53%議席）。右派共和黨將獲得200至210個議席，馬琳勒龐的國民陣線將只能獲得15至25個議席（轉讓票的後果以及「共和陣線」的「威力」）。社會主義左派（28至43席位）和梅朗雄的激進左派（6至8個席位）將成為這次選舉的大輸家。

根據這項調查研究，將有90到116人反對「前進運動」和「國民陣線」、180人反對「前進運動」和右翼政黨、46人反對左翼政黨和「前進運動」、154人反對右翼政黨和「國民陣線」、6到32人反對左翼政和「國民陣線」，以及大約30人陷入三角戰。如果這種情景被證明為真確，那麼「前進運動」取得大多數的可能性很大。除總統之爭以外，我們亦會看到多個聯盟組成。政府將會形成，但這個新的「共治政府」必須按個別情況進行管理，這必然會使總統及其總理的任務複雜化。

馬琳勒龐：沒有議會大多數、沒有聯盟、沒有法國脫歐

在執筆之時，馬琳勒龐不太可能當選，她可能會遇到三個障礙：

1. 在國民議會中不可能獲得大多數票；
2. 不可能組建一個在國民議會中擁有大多數的聯合政府；
3. 澄清其政綱中對歐元的看法。

選舉制度以及其他政黨對國民陣線的態度不利於馬琳勒龐。要取大多數票或組成多數聯盟似乎都不大可能。我們必須期待政治僵局、不可能執政，甚至毫無疑問地解散國民議會。

國民議會可能會解散，不能向馬琳勒龐保證她的政黨將獲得議會多數。看到政治局勢和改革受阻的可能性要比法國進行脫歐的機會高很多。這是馬琳勒龐的第三個障礙。澄清其對歐盟和歐洲貨幣聯盟的立場也將變得至關重要。在選舉之前，演講大大波動：起初對歐洲和歐元態度敵對，繼而變得更加靈活（不否認其觀點），可能是為了

“就業和社會保障（馬克隆）對決移民和打擊恐怖主義（馬琳勒龐）”

“馬克隆當選 = 絕對多數制政府或聯合政府”

“馬琳勒龐當選 = 既非多數制政府，亦非聯合政府”

2017年5月

迎合較為親歐的法國選民，令他們放心。從第一輪選舉結束以來，本國貨幣的議題重新浮現，與之相伴還有隱含的法國脫歐的議題。離開歐元區（脫歐）或選擇採用與歐元掛鉤的國家貨幣是馬琳勒龐提到的兩個僅有選擇……請注意，歐洲貨幣聯盟國家不可能有並行貨幣。她最近重申：「我們將擁有像所有其他國家一樣的國家貨幣，而我們亦將共同擁有共同貨幣」。《歐洲條約》第128條在這一點上有正式看法：歐洲央行單獨獲授權在歐盟內發行歐元貨幣。為了擁有貨幣主權和固定平價，法國必須先離開歐盟和歐洲貨幣聯盟。如何在保留在歐洲貨幣聯盟和歐盟之餘，重新獲得貨幣、財政、政治和領土主權？國民陣線的政綱違反了歐盟組織和歐洲貨幣聯盟的所有邏輯。「我們已知道，歐洲各合作伙伴會說不，因為這相當於回頭，將孩子送回母親的子宮裡」（Christian Saint-Etienne）。

無論如何，這樣做的結果將產生深遠的影響：

- 新貨幣流通量大幅貶值；
- 購買力喪失（對通脹和通脹預期的影響）；
- 企業競爭力下降（投入價格上漲）；破壞工作和生產；
- 資本流出（非居民持有法國公共債務的60%以上，在歐洲創歷史新高）；
- 較高的債券收益率和債券利差（相對德國高150至200個基點？）

如果這種情況變得非常糟糕，只有在這種情況下，大家可以賭注資本管制的建立，而最壞的情況是限制從銀行提取現金。法國脫歐很難實現：有必要贏得總統選舉，然後贏得議會選舉或解散議會並贏得第二次議會選舉，然後最終贏得法國脫歐的公民投票（注意法國人還是較為親歐）。但毫無疑問，馬琳勒龐若當選，金融市場的反應是不可避免的。

資本管制：有何措施？

可以採取三種措施：

- 關閉銀行（這不應該持續很長時間，否則會導致經濟癱瘓）；
- 現金提款限制：自動櫃員機的現金提款將受到限制（例如：在希臘，每張銀行信用卡每人（希臘居民）每天只可提取60歐元）。
- 國外轉賬受到管制：仍然可以透過互聯網在法國賬戶之間轉賬，但國外轉賬將受到管制。例如，在希臘，國外轉賬由財政部附屬的「銀行業務驗證委員會」進行審查，尤其考慮到交易的「公共及社會利益」，特別是轉向「醫療支出」時。



國民陣線的歐洲計劃就似將孩子送回他母親的子宮裡”

2017年5月

IV. 兩位候選人政綱簡介

兩位第二輪候選人的比較 (資料來源：法國《世界報》、各競選政綱、東方匯理)		
	馬克隆	馬琳勒龐
公務員	削減120,000個職位	-
公積金	不變	提高養老金
失業人士援助	擴大至因特別原因離職人士	-
退休年齡	維持現狀：62歲	重回60歲
最低社會保障	統一配額	保持法國目前最低社會福利
自僱人士社會保障計劃	有待取消	有待改革
最低工資	不變	不變
房屋稅（與市政稅相似）	業主部份減收80%	凍結稅項？
轉贈及遺產稅	維持現狀	推動財富轉贈
增值稅	維持稅率不變	維持稅率不變
逃稅	增加措施以防逃稅	增加措施以防逃稅
企業稅	減少	減少
利得稅	利得稅個人化	減稅
競爭力與就業稅收抵免計劃	改為減稅及社會保障計劃供款	改為減稅及社會保障計劃供款
財富團結稅	經濟投資可以豁免	保持原狀
法國製造	-	支持
社會保障供款	減少僱員及企業供款	減少中小企及微型企業供款
公共採購	支持歐洲企業	支持法國企業
去中介化	一致對待自僱人士與僱員的權利	創造管理框架
終止員工合約	管理僱員法庭賠付	-
公共房屋	增加建造	優先考慮法國國民
企業管理層薪金與分紅	公開企業管理層與僱員薪金與分紅差距	-
每周最高工時	放寬法律	維持35小時工作週
勞工法例	保持原狀	廢除
歐盟共同農業政策	政策更為保護主義並注重環保	重回國家農業政策
公共開支	減少分佔國民生產總值比例	減少就移民與歐盟的支出
公共債項	令其受控並償還債項	令其受控並償還債項
家庭團聚	保持原狀	廢除
移民配額	反對	支持
尋求庇護權利	縮減處理時間	條件更為嚴格
監管歐洲邊境	加強	管制國界

2017年5月

兩位第二輪候選人的比較 (資料來源：法國《世界報》、各競選政綱、東方匯理)		
	馬克隆	馬琳勒龐
家庭團聚	保持原狀	條件更為嚴格
出生地公民身份	保持原狀	有待取消
申根協議	堅持	有待取消
醫療保險援助	因額外健康保險保障而增加補助	因額外健康保險保障而增加補助
家庭補貼	-	恢復向所有家庭發放津貼
公民服務制度	恢復義務公民服務制度	恢復義務公民服務制度
剝奪公民權利	反對	支持
監獄	建造10,000至20,000個監房	建造40,000個監房
警察人手	增加	增加
法國在北約地位	反對北約接納新成員	退出北約聯合指揮部
國防預算	增加至GDP的2%	增加至GDP的2%
核能	減少核能發電比例	現代化並發展核能
TAFTA及CETA協議	支持	反對
歐洲在稅務及社會上共融	支持	-
遵守歐盟穩定協議	維持原有的3%規定	恢復預算主權
歐元	創造歐元區管治	重新使用法郎
歐盟	維持歐盟地位	提出脫歐公投
歐元區貨幣聯盟管治	增設歐洲經濟及金融大臣	重奪國家主權 (貨幣、預算和財政)
外國人於地方選舉的投票權	反對	反對
國會議席數目	減少	減少
議會投票系統	引入比例代表制選舉特點	改為比例代表制
總統任期	維持五年任期	改為七年任期，不得連任

結論

我們以一些強烈訊息來作結：

- 根據民意調查，並鑑於轉讓票，馬克隆很可能成為法國下一任總統；
- 早期的民意調查顯示，在最佳情況下，馬克隆的前進運動可在調查所涉及的535人中獲得249至286名議席，即53.5%的席位（實際上有577名議員，絕對多數為289人）；
- 若馬克隆當選總統，法國正朝向議會多數，或最壞的情況是朝向聯合政府，其組成不應該太困難；
- 如果民意調查與第一輪時一樣準確，很多不明朗因素將消散，法國和法國市場的風險溢價現在低得多，我們可以集中於其基本面。經濟環境正在改善；
- 法國和歐元區的風險資產重獲吸引力：法國的特定風險和歐洲的系統風險正在完全消失（退出脫歐）；
- 歐洲和法國的風險資產，包括股票（相對美國而言）和公司債券（相對政府債券而言），在我們的資產配置仍然受到青睞。

2017年5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	→					□	
外匯	美元	→				□		
	歐元	↗			□			
	日圓	→			□			
	英鎊	→			□			
	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	↗				□			

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	↘		□			法國第一輪選舉的結果相當令人放心，促使我們減少一些針對歐洲系統風險的宏觀對沖策略。法國脫歐或極端情景的風險已經消失，我們減少了用作保護歐洲投資組合的美元長倉、日圓長倉、波動長倉、美國國債長倉投資。然而，我們仍然保留一定的對沖策略，因為這些風險並沒有完全消失，特別是對特朗普式通脹失望的風險或與美國貨幣政策週期相關的風險：波動長倉、股票看跌期權長倉、現金美元長倉似乎代表着不俗的策略。
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。特朗普早幾天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）。顯然，引進45%的關

2017年5月

風險因素

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。應該密切注意中國的私人債務狀況，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。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，但一月的情況迫使中國當局加強資本管制，違背其長期計劃。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。

[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

2017年5月

風險因素

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。

[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。「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] 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5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）……一旦量化寬鬆政策結束，就會出現問題。

[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、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] 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。

[風險 # 16] 法國大選令市場再次對歐元區擔憂

[概率] 65%

分析 三場選戰即將出現：第二輪總統大選（2017年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。我們依賴於加強法德軸心的可能性。

然而，新當選總統（於民意調查中領先者為馬克龍）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。即是說，法國最終會選出一個在議會中沒有多數穩定支持的總統。

2017年5月

風險因素

市場影響 法國選舉代表了金融市場的主要風險，因為它們是當前趨勢的象徵：歐元區核心國家的極右翼政黨冒起、反建制之聲壯大、保護主義者的誘惑、對歐洲及／或歐盟機構的敵對……儘管如此，在我們看來，風險溢價（相對德國的利差、波幅、信貸違約掉期（CDS）等待）將惡化並在選舉結果出現前保持高水平是合理的。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（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。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的上漲，但我們認為，市場仍然有點過度依賴美國長期利率永久上漲，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。然而，風險溢價已經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5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"> > 第一季度經濟增長令人失望（漲幅為0.7%），但並未至於令大家對經濟復甦產生懷疑。商業氣候指標依然堅挺。儘管三月份的新增就業機會低於預期，但勞動力市場仍在持續改善，並支持工資的逐步增加。 > 特朗普重申了他對重大稅收改革的承諾。然而，保護主義（計劃中的減稅方法之一）議題遇到了重大阻力。因此，與國會進行的預算談判（大體上反對任何預算赤字增加）似乎很難。 > 國會共和黨多數人可能會就適度減稅達成共識，這將對2018年的經濟產生刺激性的影響。然而，完全的稅收改革似乎可能要推遲到2018年甚至更後。 	<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"> > 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 > 財政政策寬鬆，特別是十分有限的養老金改革
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。英國脫歐相關的複雜問題很可能對歐元區經濟產生非常溫和的影響。 	<ul style="list-style-type: none"> > 政治風險（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"> > 預計於6月8日提早舉行的大選應能使英國首相鞏固其地位，以更有效地商討英國脫歐的條款。然而，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"> > 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"> > 中國風險 > 負利率政策

2017年5月

宏觀經濟及財政預測

宏觀經濟前景

- 美國：**儘管今年初有一些令人失望的數字，但復甦仍然穩固、勞動力市場持續改善、核心通脹率仍低於聯儲局的目標。白宮宣佈將於五月初向國會提交一份預算藍圖。從宏觀經濟的角度來看，市場偏見多項指數會上升（經濟增長、通脹），而保護主義的主題已被擱在一旁。不過，我們還是應該為失望做好準備，因為特朗普很難實現他就稅收改革所作出的大部份承諾。
- 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	1.0	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	-0.5	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	1.7	1.8	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	3.3	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：**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，預料會出現一些實在變化。傳遞的訊息會逐漸變得溫和。
- 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。

	3/5/2017	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	1.40	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	0.30

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。

	3/5/2017	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	1.28	1.40/1.60	1.50	1.60/1.80	1.68
德國	-0.72	-0.80/-0.60	-0.66	-0.80/-0.60	-0.61
日本	-0.20	-0.20/-0.00	-0.20	-0.20/-0.00	-0.17
英國	0.08	0.00/0.20	0.13	0.00/0.20	0.23

	3/5/2017	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	2.29	2.40/2.60	2.44	2.40/2.60	2.55
德國	0.33	0.40/0.60	0.46	0.60/0.80	0.57
日本	0.02	0	0.08	0	0.14
英國	1.09	1.00/1.20	1.19	1.00/1.20	1.31

匯市展望

- 歐元：**隨着德國長期收益率上升，加上歐洲央行從超寬鬆政策逐漸減退，歐元在年底應該會上升。
- 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。
- 日圓：**日圓遭低估。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。

	3/5/2017	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	1.09	1.10	1.07	1.15	1.08
美元/日圓	112	115.00	114.00	115.00	115.00
歐元/英鎊	0.84	0.90	0.86	0.90	0.86
歐元/瑞士法郎	1.08	1.05	1.08	1.00	1.08
歐元/挪威克朗	9.39	8.70	8.99	8.50	8.89
歐元/瑞典克朗	9.63	9.20	9.41	9.00	9.19
美元/加元	1.37	1.40	1.35	1.40	1.35
澳元/美元	0.75	0.75	0.74	0.75	0.74
紐元/美元	0.69	0.70	0.69	0.70	0.68