

資產配置：東方匯理的投資策略

市場恐慌是否合理？

PHILIPPE ITHURBIDE, 研究、策略及分析部環球總監

從去年夏天開始，世事並不如所料般發生。金融市場一片愁雲，一切都變得暗淡。這讓我們易於理解為何風險重新定價、投資組合保護策略的實施，甚至清算持有會出現，使主要國家的股市幾乎全部下跌百分之10至15。與此同時，十年期國債收益率崩潰，美國國債收益率下跌至1.74%（自今年年初下跌55個基點）而德國國債收益率下跌至0.23%（自一月以來下跌40個基點）。信貸利差（企業和主權國家）已經擴大——iTraxx 主權指數上升了45個基點（至目前的120個基點），而iTraxx Crossover指數則上升150個基點（至460個基點）——而仍然提供正收益的公司和行業的獲利回吐亦增加。黃金在幾週內上漲了超過12%，是風險規避規模的好跡象。

我們是如何走到這一步的？我們是否需要顯著調整我們的經濟和財政前景，並大幅調整我們的資產配置？本文試圖回答這些在當前環境十分重要的問題。

1. 為何油價下跌那麼可怕？

自一月初以來，布蘭特原油價格已下跌了12%，至目前每桶33美元的水平。金融市場通常積極回應原油價格下跌，當中有多個原因：

- 價格下跌有利於大宗商品消費國；
- 這可提高企業的利潤空間和盈利；
- 這可推動價格指數進一步回落，尤其是在發展中國家，讓貨幣政策有更大餘地等等；
- 這既可支援經濟增長和國內需求，而後者更是增長的主要動力（公共支出除外）。

然而，自2015年中以來，原油價格大幅下跌已嚇壞了金融市場。此反應的原因何在？

- 低價格已經削弱了石油生產國，使一些國家變得脆弱（沙特阿拉伯、大部份波斯灣國家、加拿大、挪威等等），並在某些情況下，令一些國家處於極端困難的境況（委內瑞拉、阿塞拜疆等等）。其結果是國家風險激增。
- 這令人憂慮能源行業公司（可參考美國高收益率的能源行業比重）可能會違約或破產。
- 在此背景下，由於其能源行業投資比重越來越大，金融類證券（尤其是銀行業）亦變得更加脆弱。
- 原油價格的下跌拉低了通脹指標，就如中央銀行（尤其是在日本和歐元區）希望看到通脹或通脹預期上升，影響早期措施的有效性。
- 這影響了某些主權基金（石油基金和一般主權基金）的儲備，令基金不得不賣掉其投資組合來提高政府的流動資金儲備。

需要注意，所有商品的價格均出現下跌，與環球增長減速所致的需求下跌相符。不過，石油有其特色：三分之二的下跌關係到與供應相關的事態發展。超額生產現象普遍：石油輸出國組織（OPEC）無法規範市場、美國積極參與開發頁岩油（美國原油產量在五年內上升65%）、伊朗可能進入

要點

從去年夏天開始，世事並不如所料般發生。金融市場一片愁雲，一切都變得暗淡。這讓我們易於理解為何風險重新定價、投資組合保護策略的實施，甚至清算持有會出現。我們是如何走到這一步的？

石油價格下跌很可怕，因為這削弱了石油生產國，使一些國家變得脆弱，並在某些情況下，令一些國家處於極端困難的境況。違約和破產風險較高能源公司的情況亦一樣。這亦對透過投資能源行業的銀行造成後果。相比於危險，來自石油反衝擊的一切積極好處似乎有限。由於可能缺乏貨幣政策的中期效益，各國央行似乎無法安撫金融市場。中國是另一個問題，人民幣政策被認為是一個複雜而不穩定的策略。此外，宏觀經濟預測長期過於樂觀，而對經濟衰退的恐懼現在於美國再度浮現。

總而言之，很易理解為何金融市場如此脆弱。事情是，這不再是脆弱性的問題，而是關於世界經濟增長和銀行體系可能垮台的問題。我們認為這些風險不會實現，但宏觀金融環境在過去幾個月明顯急劇惡化。因此，這些擔心顯然證明了過去六個月在本刊物所載以及我們的投資組合所提出的宏觀對沖策略有道理（長期持有美國國債和德國國債、作長期波動率交易、長期持有美元和日圓、長期持有美元現鈔、長期持有黃金）。

本文旨在討論我們所作出的投資組合調整是否符合浪潮或市場壓力。股市下滑、信貸利差擴大並蔓延至股市、波動率走高、安全國家（例如：德國和美國）的國債收益率下跌……這些事件都促使我們重新思考我們的定位（宏觀對沖、投資組合的流動性、風險、壓力測試……）但不一定會重新思考資產配置背後的基本原理。

供應市場、一些國家大量生產——總而言之，大量因素造成供求失衡，儘管解決辦法（原油價格的穩定）無疑將會來自供應方。相對於減少石油產量的決定，政治性質的舉動較難預測，而石油輸出國組織最少要到六月才會召開下次正式會議。石油輸出國組織秘書長阿卜杜拉巴德里（Abdallah el-Badri）去年七月在莫斯科召開會議後指出：「我們還未準備好減產」。一月下旬，委內瑞拉要求召開緊急會議來穩定價格，但海灣國家在沙特阿拉伯的帶領下迄今一直反對。大家恐懼油價會持續下跌到6月，對石油生產國和石油公司造成負面影響。

2.為何各國央行無法安撫金融市場？

各國央行似乎已不再佔上風。金融市場長時間過份依賴央行，而央行的信譽大不如前。

就各銀行放在央行的新增存款，日本央行已採取負利率政策，相當明顯地企圖避免日圓大幅升值（貨幣目前被低估），並認識到量化與質化寬鬆措施（QQE）不奏效。當然，日本央行將繼續其資產購買計劃（計劃在2016年購買6000億美元資產），但日本央行亦承認，通脹／通脹預期和經濟增長的情況已經惡化。此外，日本今個交易年初為1949年以來最差，這在很大程度上解釋了貨幣當局所作出的決定。

歐洲央行已表示將會按最新發展（例如：能源價格、波動重現、人民幣波動、中國和其他新興國家的當前情況、現在和未來造成進一步降低通脹預期的原因、歐元注入新活力、更大的出口相關風險）重新考慮其貨幣政策立場。通縮壓力正在增加。金融市場並對12月份的決定（擴大量化寬鬆政策、減低存款機制利率）作出良好回應，說明了歐洲央行目前所面臨的困難。歐洲央行預計會在三月份採取新措施，

當中包括幾種選擇：

- 擴展目前的量化寬鬆政策：延長期限和／或增加其資產購買規模。不要忘記，這些資產購買已變得非常龐大：單在今年，歐洲央行的購買便達到德國國債合計淨額的140倍，或西班牙國債合計淨額的兩倍。很難想像在這樣的環境中加息。
- 拓寬量化寬鬆政策來涵蓋新資產類別，即公司債券。
- 更改購買資產的配置，增加購買周邊國家的資產。
- 進一步減低歐洲央行的存款機制利率。我們並非此措施的最大支持者，但如果歐洲央行願意接受這種說法到極致（透過測試銀行將不再願意於歐洲央行存入現金的水平），此措施將會繼續朝這個方向實施。減息將是合乎邏輯的一步；然而，我們認為減息將適得其反，其原因很多，當中包括減息將令市場對通縮的擔憂成真。事實上，措施公佈後，在歐洲和日本均對金融市場引起不穩定。
- 利用「定向長期再融資操作」（TLTRO）來支持金融體系，主要在歐元區邊緣的某些國家。鞏固經濟復甦、金融業和銀行貸款的金融重組是非常重要的。

同時，在沒有通脹而且面臨經濟增速下滑（國內生產總值在2015年最後一個季度僅增長0.7%）的情況下，美國聯儲局將有一段時期難以積極尋求任何形式的貨幣政策緊縮週期。我們將繼續指望從現在到2016年底之間只有一輪貨幣緊縮政策。美國聯儲局是唯一提高關鍵利率的主要央行，而美元上升無疑在此時此刻不受歡迎。此外，聯儲局已沒有餘地，而且聯儲局如要促進經濟增長和通脹，無疑不得不推出第四輪量化寬鬆政策。



自2015年中以來，原油價格大幅下跌已嚇壞了金融市場 ”



大家恐懼油價會持續下跌到6月，對石油生產國和石油公司造成負面影響 ”



歐洲央行已表示將會按最新發展重新考慮其貨幣政策立場 ”

3.為何中國仍然引起金融市場的關注？

不容置疑，中國代表最大的系統風險，而過去幾個月發生的事件（人民幣貶值、八月和一月股市臨時閉市）已引起不安。中國人民銀行仍掌握控制大權嗎？中國經濟放緩會變得更嚴峻嗎？經濟政策仍然有效嗎？這些都是關鍵問題。我們認為，目前的擔憂被誇大。

- 中國經濟放緩現在是一個事實，而且是其高速發展的後果。事實上，經濟發展總是伴隨着儲蓄減少、經濟增長放緩以及潛在增長下跌。情況更受不佳人口結構（中國變得富有前會先變老）及生產率增長下跌，直接影響其潛在增長。這一切都不再是新鮮事。
- 中國不會讓人民幣貶值。中國已向20國集團和國際貨幣基金組織作出了一些承諾（人民幣將由明年十月開始成為SDR一籃子貨幣之一），中國亦希望將人民幣建立成區域基準貨幣（匯率穩定必不可少）而目前增長由國內需求帶動多於由淨出口帶動（換句話說，人民幣對於經濟增長不再重要）。
- 中國不會徹底改變其經濟政策。它將繼續是貨幣政策、財政政策、預算政策和稅收政策的組合。中國的匯率政策（貨幣貶值）將不會跟隨這個方向。然而，儘管到目前為止人民幣一直「跟從」美元，但未來中國將可管理人民幣相對於一籃子貨幣的穩定性。這一項艱鉅任務將既不排除波動，亦不排除人民幣兌美元的貶值。然而，自2015年夏天以來，政策一直奏效。
- 因此，在有必要時，中國具有支持經濟增長的能力。我們預計2016年的國內生產總值增長為6%左右，而2017年的數字則預計為5.8%。
- 在不久的將來，「硬着陸」或「迫降」都不會出現。要估計中國如何「着陸」是相當困難的，但作為參考，我們可以看看日本在1970年代的情況。當時，日本經濟「硬着陸」意味着3%的增長。
- 中國的經濟增長在未來兩年將不會跌至3%，但中國經濟增長接近其增長潛力來「着陸」（10至15年前大約為10%，目前約為5%，而5到10年後的數字無疑會較低）卻是無可避免的。
- 在現實中，增長數字並不重要。受需求帶動的5%平衡增長勝於僅靠出口拉動的10%增長。這將對中國、其夥伴國家和金融穩定更為有利。

4.我們應擔心美國的經濟衰退嗎？

我們已經多次表明，市場共識過於樂觀。我們現在看到前景發生重大轉變。僅在幾天前，一間主要金融機構將2016年美國經濟增長預測從3.3%下調至1.8%。雖然降級應該不會讓人感到驚訝，但我們可能會問，預測這麼高是否合理，因為主要指標早已符合約2%的預期。對我們而言，我們修訂了2014年的增長前景：2014年1月和2014年12月間環球經濟增長顯著從3.8%下調至3.1%，基本上反映了新興國家經濟增長放緩，較美國經濟增長下調不為明顯，逐漸配合其增長潛力（約1.8%）和歐元區經濟增長上調。我們的立場不變。至於美國，我們決不能忘記消費（代表國內生產總值超過70%）繼續保持良好，而服務行業（強勁）和製造業（較弱）之間有很大的區別。這一切都使我們想到約2%的經濟增長（而非收縮）正在醞釀之中。在這個時候，美國出現經濟衰退的可能性也不大，但令人擔憂的是聯儲局缺乏迴旋餘地。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400個基點），為自己保



「定向長期再融資操作」（TLTRO）、擴展到新資產類別的量化寬鬆政策，有關資產收購的新國家配置關鍵、新存款利率下調.....這些都是歐洲央行可信賴的選擇



去年夏天，中國已決定控制人民幣有效匯率的穩定性



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，並負擔不起加息。

5.我們應該擔心銀行體系崩潰嗎？

這是現在大家議論的焦點問題。應該指出，銀行市值下跌已相當驚人：一些旗艦股已經損失達40%（意大利聯合信貸銀行、瑞士信貸、德意志銀行），相當於該些國家股市指數的兩倍。整體而言，該行業已損失了其價值的20%以上。其中有多個原因：

- 很明顯，廣泛的經濟放緩是一個消極因素；
- 石油價格下跌及恐懼其能源行業投資風險的情況令人擔憂，有點類似於2007年對次按危機的恐懼（儘管比例非常不同）；
- 特定因素（例如：意大利的「壞銀行」結構沒有贏得一致的支持，或者一些周邊國家的銀行體系仍然脆弱）；
- 大型機構倒閉的恐懼／傳聞不斷在新聞報道中出現；
- 極低息率正侵蝕銀行的利潤。當然，這並非歐洲新出現的問題，但日本央行最近的舉動以及大幅下調美國緊縮預期均加劇了這一趨勢；
- 法規對銀行不利，但這並非什麼新鮮事。
- 毫無疑問，另一個拖累因素是短期貨幣投資組合的大量銀行股已遭受非常低（通常為負值的）利率所影響，而其業績表現往往由銀行利差產生。有些銀行可能無法不屈服，這最終解釋了為何債券利差上升在傳染股票過後，現在短期利差亦上升。
- 銀行債務亦有流動資金方面的問題，波動容易加劇。這一流動資金收縮關乎當前的量化寬鬆政策和投資者追逐回報（因此「附加一級資本債券」的表現更為出眾），而這亦是減少流動資金供應商數目（以及一些往往能提供流動資金的活動）的法規的後果。

簡單而言，這些就是金融市場的焦點。我們很理解當前的避險情緒，且必須防止避險情緒出現，但我們也必須考慮這些要點，並確定合理的支持因素：

- 不同於之前的危機（2008至2009年），一眾銀行今天都沒有融資困難的問題：
- 自金融危機以來，銀行體系的監督及對這個問題的溝通大有進步；歐洲央行已進行了一次大規模的徹底審核；壓力測試結果大多令人欣慰而且已經識別出相關風險；
- 銀行在能源行業的風險大都已識別出來。我們可以斷定，整體而言，銀行體系所面臨的風險水平僅為2008年次按危機的十分之一。此外，次按危機的損害來自當中有次按產品的證券資產。我們面臨的風險程度不同，而資產證券化「幻覺」亦不同；
- 自危機爆發以來，歐洲各銀行紛紛籌集超過5000億歐元的股權，現在資本雄厚。美國各銀行較歐洲同業早一點以前已做過同樣的事情。除了此一大型資本重組外，無論在質量（更多核心資本）方面還是數量方面，監管機構已經明確加緊資本限制：所需水平現在遠高於危機前的水平。
- 今天面臨的信貸風險與2008年的水平並沒有相似之處：我們已從信貸泡沫移至信貸赤字。我們不能既認為銀行對信貸過於謹慎（詳見贊成不同量化寬鬆政策的論據），又同時恐懼銀行的貸款風險，除非可能



在這個時候，美國出現經濟衰退的可能性也不大，但令人擔憂的是聯儲局缺乏迴旋餘地



銀行系統崩潰是大家議論的焦點問題



有較少貸款但貸款高度集中在能源行業的銀行。在這種情景下，目前似乎沒有任何系統性的大型銀行。

我們不能排除發生崩潰的可能性，而崩潰不需要事先出現泡沫。話雖這麼說，在不低估銀行所面對的困難和經濟環境（增速放緩、對經濟衰退的擔憂）、金融環境（低利率）以及對行業不利的監管環境下，我們並不預料會出現2008年發生的銀行系統崩潰。

6.我們是否需要調整美元和一般貨幣的前景？

到目前為止，以下前景一直佔主導地位：

- 歐元疲軟，主要與歐洲央行的行動相關；
- 基於歐洲、中國和日本的貨幣政策取向，美元的升值潛力將為明顯但有限。不過，油價穩定和中國經濟無疑會推高新興市場貨幣，從而導致日圓、歐元和美元的有效匯率下跌。但我們並未到這個階段；
- 日圓可能進一步貶值，但鑑於其匯價被顯著低估，貶值規模將為有限；
- 人民幣逐漸有限度貶值，而中國央行現在希望人民幣兌一籃子貨幣穩定。

過去幾週的發展與這些前景真的不符。當然，人民幣受到控制，而自去年夏天以來，人民幣的有效匯率曾經穩定，因此人民幣和美元之間出現了脫節。此外，日圓已經止跌，而日本央行正試圖阻止日圓在未來升值。不過，歐元升值而美元卻有所下跌。但這真的令人驚訝嗎？事實上，這並不令人驚訝。

到目前為止，有兩種互補方式可解釋歐元的升值：

- 新因素：新因素是美國經濟增長預測以及對貨幣緊縮政策的預期下調，兩者現在都更符合我們所作的調整。
- 外匯政策：日本、中國和美國有真實、明確的外匯政策，歐元區卻不如是。自從引入了歐元以來，歐元一直是調整貨幣，並最終繼續成為該系統的「救濟貨幣」。

最終，日圓有真正的升值潛力，而美元則與日圓一樣是非常好的宏觀對沖工具。基於歐洲央行即將推出的措施，歐元受到歐元區經常賬戶盈餘的保護將恢復其下跌趨勢。我們維持歐元兌美元匯價在1.05的目標。

最後，我們的所在環境仍有如下特點：

1. 環球經濟放緩。這關係到新興國家，地區之間明顯脫鉤，而且國家之間亦缺乏統一區塊。歐洲區塊、新興國家區塊或美元區塊並無具體的經濟現實。換句話說，投資機會可在發達國家和新興國家之間的脫鉤、具有較高國內需求的國家和其他國家之間的脫鉤、生產商品和消耗商品的新興國家之間的脫鉤中發現。
2. 仍過於樂觀的增長預期以及在中期內肯定誇大了（不能解釋完全屈服）但在短期內斷然存在的擔憂。這些擔憂包括對美國經濟衰退的恐懼、石油反衝擊（國家和企業）所帶來的風險、懷疑中國無法控制局面、央行無法安撫市場。換句話說，這些擔心顯然證明了東方匯理在過去六個月提出的宏觀對沖策略有道理（長期持有美國國債和德國國債、作長期波動率交易、長期持有美元和日圓、長期持有美元現鈔、長期持有黃金）。（詳見後頁方框）。



歐元一直是調整貨幣，並最終繼續成為該系統的「救濟貨幣」



世界經濟增長放緩關係到新興國家、地區之間明顯脫鉤而且國家之間亦缺乏統一區塊



就投資組合的影響，我們要求投資組合經理主管表達意見

固定收益投資組合

ÉRIC BRARD, 固定收益部環球主管

固定收益市場正經歷高位波動的階段；無論是信貸還是非核心政府債券，

> 有何宏觀對沖策略？

我們確定了一些重大風險，並提出了一些宏觀對沖策略。在目前背景下，我們經常被問到這些問題，我們在以下部份重申各風險因素和相應對策。

- 風險 1：知之甚少的加息
- 風險 2：中國經濟硬著陸
- 風險 3：世界經濟增長崩潰
- 風險 4：人民幣大幅貶值
- 風險 5：石油和大宗商品價格再度下跌
- 風險 6：歐洲出現新危機
- 風險 7：流動資金周轉危機
- 風險 8：美國經濟衰退

美國國債、德國國債、波動率交易、美元、日圓、現鈔（特別是美元）和黃金是應對極端風險的最佳保障。其中一些已被納入投資組合，要麼因為它們符合我們的中心情景，要麼因為它們代表了穩健的宏觀對沖策略，或兩者兼而有之。

- 增加美國國債和德國國債的長期投資在保護投資組合免受風險2、3、4、5、6、7、8來說很合理。最終的避風港，但在危機的情況下應與股市有強烈的負相關關係。
- 作長期波動率交易在情景1、2、3、4、7、8中完全合理。我們可以透過創建多元化的長期波動率投資組合（多種貨幣，包括新興市場貨幣及／或貨幣及股票）作長期波動率交易投資，自然選擇最低波動率（和最具流動性的）工具。交易實際波動的波動率互換和方差掉期交易，以及交易隱含波動率的遠期波動率交易協議，或在結構上長期波動的基金，都是一般用作購買波動率的產品。相比購買固定收益的波動率，購買股票波動率或匯率波動率將提供更多保障，尤其是在歐洲和日本，兩地的債券市場受到規管，並將繼續在金融危機的情況下如此。
- 增加投資組合的流動性與風險1、2、3、4、6、7、8相符。這是一個自然和合理的條件反射，除了回報遠不及應有水平。相對歐元或日圓現鈔，較喜歡美元現鈔。在最近幾年，無風險資產成為無回報資產，即使在最好的情況下（歐元和日圓現鈔）亦然。
- 長線持有美元在情景2、3、4、5、6、7中具有意義。在危機期間，美元從其安全避風港角色中收益，使美元成為反週期貨幣（與股市走勢逆行）。
- 長線持有日圓在情景2、4、5中恰當。像美元，但程度較輕。目前被嚴重低估，可能變成一個關鍵優勢。
- 在情景1、2、3、4、6、7、8買入黃金。在海灣戰爭、LTCM公司倒閉、911事件、2002年經濟衰退、大蕭條時期、主權債務危機期間，黃金是唯一一種上漲的風險資產類別，令黃金與別不同。這代表了沒有債權人的債務（不像債券或股票），這在高負債經濟和金融危機的背景下，無疑是非常有價值的。

利差已顯著擴大。關於世界GDP增長的疑慮越來越多、各國央行的公信力似乎下跌，加上市場流動資金不足，可能會在短期內產生進一步波動。

我們不懷疑當前在發達市場中的經濟復甦，相關企業的信貸基本面依然穩固。不過，避險情緒高漲，需要一段時間才能退去。因此，市場將最有可能保持在某風險管理模式一段時間，我們亦然。在一月降低我們的信貸風險後，我們無意在未來的日子裡增加風險。我們亦不希望縮短續存期，儘



恐懼證明了宏觀對沖策略有道理



在此階段估值還言之尚早，而且進一步降低風險預算將是非常危險的



管核心市場的利率水平非常低，因為續存期有助對沖部分利差風險。

換句話說，在此階段估值還言之尚早，而且進一步降低風險預算將是非常危險的。我們將繼續密切留意投資組合的流動水平，雖然我們迄今未曾經歷過顯著的流出。

股票投資組合

ROMAIN BOSCHER, 股票部環球主管

臨界點還是轉折點？

股票市場已經達到了2014年以來沒有見過的低點。股市也受到了能源和金融類股票違約風險高企的情緒所影響，這種違約的可能性可能會引發另一場危機。一個好方面是，長長的壞消息名單已經大減，而經濟新聞流量仍充足，尤其是在歐洲。此外，經過五年多的不佳表現，週期性股票亦開始在相對表現方面超越防禦性股票。

這會否是較不穩定和週期性的股票名字與股市反彈重合的臨界點？如果我們不計算能源和金融類股票，股市其餘部分不能被形容為觸及谷底。這意味我們熱衷於買入多於賣出，並尋找價值股多於其相對表現不佳的增長和防禦性股票。

多元資產投資組合

LOÏC BÉCUE, 零售客戶多元資產投資組合環球主管

RAPHAËL SOBOTKA, 機構客戶多元資產投資組合環球主管

過去幾週裡，我們一直活於嚴重的避險環境。股市、信貸和周邊國家債務利差已受到重創，意味着除了歐元區核心國家和美國政府債券外，可以避險的地方不多。風險因素的調整一直存在（例如：石油、中國、美國經濟衰退）而其因果聯繫及對環球經濟增長和企業利潤動態的根本影響並不太清晰。

正如前面提到，這些風險因素可能一直是某些機構顯著去槓桿化的催化劑，而我們不認為環球經濟增長失去動力。因此，我們維持我們的主要觀點和立場：例如我們仍然認為，憑藉歐洲央行的行動，周邊國家的利差應會繼續保留，而由於歐元區的利潤週期比美國的盈利週期較不成熟，歐元區股票因此而獲得潛能。我們曾在去年年底和一月份減少了企業信用投資，而鑑於主要利差擴大而且基本面良好，我們目前尚不清楚是否應該進一步減少投資。我們在這方面正採取觀望態度。

與此同時，我們在投資組合中已考慮分析出錯的概率。我們的投資定位的主要風險是環球經濟增長確實失去動力，尤其是美國經濟增長和企業盈利將顯著下調。在這種情況下，歐洲風險資產不太可能脫鉤。這些可能迅速地從週期中段跳轉到週期結束，並進一步修正。這就解釋了為何我們繼續持有並在事實上增加了美國政府債券，以保護我們的投資組合。此外，我們增加了看跌期權和波動率交易策略來保護投資組合。

資產配置 短期前景 (3至6個月)



(-) 大幅減持
(-) 減持
(●) 不變
(+) 增持
(++) 大幅增持

“ 我們的投資定位的主要風險是環球經濟增長（尤其是美國經濟增長）確實失去動力 ”

風險因素

PHILIPPE ITHURBIDE, 研究、策略及分析部環球總監

下表列出了11個風險因素及其概率，並闡述最可信的市場影響。

[風險 #1] 如果美國聯儲局出錯呢？

[概率] 15%

分析 誤解聯儲局的決定仍然是一個主要風險因素。聯儲局可能很謹慎，但委員會內部的意見分歧也隨着相對鷹派的新投票權成員出現而增加。幾年來，各國央行已習慣了在改變貨幣政策前為金融市場和經濟體系作出準備。但是，逆轉已實行了七年的超寬鬆貨幣政策別具意義。我們評估，目前對於緊縮或任何類型的貨幣政策正常化並無迫切需要。大家最後在很大程度上都同意這種觀點。聯儲局必須避免溝通錯誤。大家對中國和「新興市場」的情況十分謹慎。市場擔心，如果過早或無理加息，各市場可能反應不佳。

市場影響 依賴股市急劇下滑並依賴下滑蔓延到新興市場，而新興市場早已被中國的情況、經濟增速放緩、商品價格下跌、通脹管理不善、本國信貸評級下調等問題削弱。歐洲央行將繼續其量化寬鬆政策，既推動歐洲和美國之間的利差和利率不斷擴大，亦進一步削弱歐元，兩者皆有利於歐洲的風險資產。

[風險 #2] 中國經濟硬着陸

[概率] 20%

分析 相對新興市場此前應對的壓力，中國目前的困難更為嚴重。這涉及至少兩個原因：中國目前佔全球國民生產總值的13%，其債務總額相當於國內生產總值的250%（2008年金融危機之前，數字為150%）。中國的經濟模式正在失去動力。借貸過度、債務膨脹、影子銀行體系調節不周、產業競爭力削弱、生產率增長減慢、潛在增長下跌。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（甚至更低）？換句話說，中國是否會出現大規模的經濟危機？截至目前，中國政府已表明自己能應對此情況的負面影響，在需要時可採取的手段包括：貨幣、財政和預算刺激政策、非自由兌換人民幣、控制資本流出和關閉股市。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。

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 #3] 世界經濟增長崩潰

[概率] 20%

分析 中國經濟「硬着陸」將意味環球經濟增長暴跌，但亦可能有其他原因。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。相比市場共識和其他國際組織的預測，我們（東方匯理）對經濟增長預測不太樂觀。其風險是一個更糟糕的情景，因為所涉及的是環球經濟增長急劇放緩。中國將不再是信心的來源。到現在為止，新興市場經濟放緩已是鐵一般的現實，而「先進」世界已向前走了好幾年。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.....總之，原因與國內需求有關。

市場影響 暫且不論使用擴張性的經濟政策，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 #4] 美國經濟衰退

[概率] 20%

分析 我們已經多次表明，市場共識過於樂觀，而我們目前看到市場就一些國家和地區（包括美國）廣泛作出增長修訂。對我們而言，我們在2014年修訂了增長前景，而我們預計2016年會有2%左右的增長，2017年的增長率則為1.8%（當前的潛在增長率水平）。至於美國，我們決不能忘記消費（代表國內生產總值超過70%）繼續保持良好，而服務行業（強勁）和製造業（較弱）之間有很大的區別（這往往隨時間證明並不可持續）。關鍵問題是要知道這情況是否會持續。主要指標都使我們想到約2%的經濟增長（而非收縮）正在醞釀之中。在這個時候，美國出現經濟衰退的可能性也不大，但令人擔憂的是聯儲局缺乏迴旋餘地，正如它直到現在都無法加息。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400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，並負擔不起加息。如何能應對目前的經濟衰退？聯儲局仍然有公信力嗎？

風險因素

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 #5] 人民幣大幅貶值

[概率] 10%

分析 在去年八月中旬幾天，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，中國曾向二十國集團承諾不會使用匯率政策。除了對金融市場非常負面的直接後果外，這樣的決定（至少10%的急劇貶值）將毫無疑問可被視為承認整體經濟政策脆弱。風險適度，但具有極大的潛在危害。

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 #6] 新興市場的經濟持續放緩（商品價格再次下跌）

[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轉變，都是越來越多人擔心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。到現在為止，受中國經濟實力及其遏制困難的能力所驅動，只有亞洲能夠承受壓力。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。現在事情更加複雜。增長預測定期向下修正，而風險在於國內需求將瓦解、經濟政策將繼續無效。

市場影響 這種情況將確認當前情況，只是某些新興市場的情況會更差。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，我們應該指望新興市場貨幣持續下跌，而且資本將流出新興國家。從先進國家和避風港的資產類別選擇。

[風險 #7] 新一輪歐洲危機

[概率] 5%

分析 去年暑假希臘危機期間，就歐元區的經濟治理、是否需要刺激措施、如何通過改革應對危機，甚至是歐洲央行的角色都出現嚴重分歧。這讓我們再次看到歐洲機構的局限性。其中一個主要原因是，歐盟條約中根本沒預見到（或沒可能預見）這些危機及其解決方案，而「融合教條」沒有為這些機構準備好接受該等風險情況。現在的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。總之，現在需要解決融合的錯覺。若發生新一輪的歐洲危機，情況將很可能非常嚴重，除非各國能大步走向聯邦制。

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 #8] 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）。

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。

風險因素

[風險 #9] 金融市場誤判長期利率前景

[概率] 70%

分析 過去三年，特別是當涉及到美國時，市場往往預測過多增長。金融危機結束、經濟活動復甦、緊縮貨幣政策或通脹的預期都是支持這些預測的因素。然而，潛在增長率較低、經濟復甦比前幾次較弱（投資不足、勞動力市場依然太弱、工資上漲不足等等）而且貨幣正常化仍然言之尚早。此外，環球流動資金過剩仍未乾涸。日本和歐元區尚未結束其量化寬鬆計劃。中國、印度和其他許多國家的利率政策保持擴張。聯儲局將保持謹慎，而英國央行並未至於要採取貨幣緊縮政策。即使我們假設預算赤字與長期利率無緊密關係，普遍削減公共赤字將要求保持長期利率處於較低水平。最後，通縮壓力仍是千真萬確的事實：環球經濟增長減弱、全球貿易下滑、商品價格下跌、通脹下降、工業品價格充其量是停滯不前。

市場影響 強大因素令長期利率保持在低水平，我們很可能看到預計長期利率顯著「重新定價」，尤其在美國。我們認為，美國加息的預期過高、經濟增長的預期過於樂觀，而且當前利率過高。

[風險 #10] 政治風險及地緣政治風險

[概率] 70%

分析 在政治和地緣政治上，各地市場的當前困難經營背景如下：敘利亞、伊斯蘭國、恐怖襲擊和難民問題削弱國家之間的外交關係，特別是在歐洲。而在某些國家（例如：巴西和土耳其）的政治局勢並不能緩解這一氣候。各國對打擊伊斯蘭國（ISIS）的承諾（更重要的是其承諾類型）目前仍在爭論中，而這一情況可能會在2016年繼續。一月初，沙特阿拉伯和伊朗之間的緊張局勢再度加劇這種不安感覺。

市場影響 無疑，局勢會經常出現緊張和波動。目前的政治風險明確而具體，但這將會足以影響金融市場的增長前景和方向嗎？在此階段，什麼都不肯定。

[風險 #11] 英國脫歐

[概率] 50%

分析 若英國（英格蘭、蘇格蘭、威爾士、北愛爾蘭）投票決定脫歐，兩種主要情景將可能出現。情景1：英國將有類似於瑞士的地位，雖不是歐盟成員國，但與歐盟訂立各種貿易協議。情景2（最不利的情景）：英國與歐盟之間的所有關係斷絕。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。對歐盟國家產生的影響較少；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，此外還有盧森堡、比利時、瑞典、馬耳他、塞浦路斯。「損失」英國將導致歐盟預算繳款調整，而繳款最多的國家（德國、法國）當然受影響最大（德國的繳款額將按比例增加22億歐元、法國增加19億歐元、意大利增加14億歐元）。

市場影響 如果英國脫歐，尤其是如果「硬脫歐」出現時，我們將看到英鎊和英國經濟的長期國內生產總值轉弱。這兩個因素可能會延長金融現狀：50%的英國出口進入歐盟。

宏觀經濟狀況

		2月	風險因素
美洲			
美國	<p>經濟復甦將有所放緩，而貨幣緊縮將會非常審慎</p> <ul style="list-style-type: none"> 到現在為止，穩固就業市場、消費和服務已推動經濟復甦，而工業一直在美元上漲的影響和能源行業所面對的困難下放緩。然而，最新數據也顯示源自各類服務的增長動力下跌。相比之下，就業市場保持穩定，而且工資明顯略有上升。 於2016至2017年左右，經濟復甦將逐漸失去動力，主要是由於創造就業機會速度放緩（接近全民就業，利潤亦已達到峰值）以及由油價下跌所帶來的購買力漲勢消散。 由於經濟放緩和外在風險，儘管工資上漲，聯儲局將極為謹慎。我們並不預期關鍵利率會在2016年上升。 	<ul style="list-style-type: none"> 在可預見的將來，增長潛力遲緩（「長期停滯」） 美元過度上漲 新興國家的問題將蔓延 	
巴西	<ul style="list-style-type: none"> 2015年的經濟衰退預計將與俄羅斯的情況一樣嚴重。儘管市場預期政策組合更包容，也難以在2017年之前看到危機結束。 通脹繼續不斷上升而且當地貨幣仍然面臨相當大的壓力，央行卻採取了較為溫和的語調。經濟衰退的規模似乎導致政治當局作出有利於增長的權衡。此外，國際貨幣基金組織的增長前景修訂毫無疑問造成了負面影響。 新財長宣佈一項比起上個預算計劃中規模較小的預算整合。 	<ul style="list-style-type: none"> 政策組合變更 巴西央行喪失獨立性 其他市場實施進一步制裁 債務貨幣化 	
歐洲			
歐元區	<p>國內需求支撐持續復甦，但復甦也受到外在環境遏制</p> <ul style="list-style-type: none"> 經濟在第四季度繼續復甦，但新興市場困難出現了蔓延的跡象。 財務補救措施、財政緊縮計劃以及結構改革所產生的漲勢將保持2016年經濟持續復甦。復甦回暖的能力仍然會受到日益增加的外在風險所限制。 在通脹率持續非常低加上國際環境不確定的背景下，歐洲央行將在2016年3月宣佈新的寬鬆措施。 	<ul style="list-style-type: none"> 新興國家的經濟和／或財政困難蔓延 通縮壓力增加 政治風險（重建制的政黨在2015年舉行的選舉中冒起） 	
英國	<p>緊縮措施和英國可能退出歐盟的不確定性，將引發2016年的經濟增長輕微減速</p> <ul style="list-style-type: none"> 經濟活動在2015年以穩定水平繼續。就業市場持續改善，儘管工資增長仍不穩定。 雖然較幾個月前所料淡化，但旨在減少公共赤字的財政緊縮措施將差不多剝奪2016年的經濟增長，加上英國將會就是否退出歐盟舉行公投所引起的不確定性，肯定會為商業環境蒙上一層陰影。 由於外在風險上升和英國將就是否脫歐舉行公投，英國央行將非常謹慎（上半年之前不會增加關鍵利息）。 	<ul style="list-style-type: none"> 英鎊升值 公共和外貿赤字仍然高企 英國計劃於2016（或2017年）就是否退出歐盟舉行公投 	
亞洲			
中國	<p>中國：環球資本市場的穩定因素、2016年環球經濟的增長動力</p> <ul style="list-style-type: none"> 我們繼續認為，中國經濟將可能在2016年窄幅觸底 鑑於貨幣、財政、地產和投資政策進取，中國資本市場的流動資金將很可能會很充裕，令中國成為環球資本市場的穩定因素 中國的外匯政策將成為環球資本市場在2016年的一個主要波動來源 	<ul style="list-style-type: none"> 環球資本市場的穩定因素 環球經濟的增長動力 	
印度	<p>印度：2016年環球經濟增長的亞洲引擎</p> <ul style="list-style-type: none"> 有利因素繼續包括：莫迪效應、油價持續低企、環球通縮環境、印度儲備銀行推行寬鬆政策的空間。 	<ul style="list-style-type: none"> 印度的經濟增長有望回暖 	
日本	<p>受有利政策組合的支撐，國內需求有望改善。</p> <ul style="list-style-type: none"> 受籠罩中國的陰雲以及日本家庭適應不斷上升的主要食糧消費價格所面臨的困難的影響，日本在2015年表現出不規則的增長。 工資上漲和再投資為2016年出現經濟改善而鋪路。企業將受益於公司所得稅下調。 日本央行在一月份降低其關鍵利率至負水平，此舉令市場感到驚訝。如果經濟增長繼續令人失望，2016年可能會推出其他措施。 	<ul style="list-style-type: none"> 受中國經濟放緩影響 政治不明朗（2016年中期參議院選舉） 	

宏觀經濟及財政預測

宏觀經濟前景

- **美國**：週期結束。利潤達到高峰，但勞動力市場持續改善而工資緊張開始出現。受惠於強勁家庭消費而到現在為止支撐着經濟復甦的各類服務開始放緩。
- **日本**：通貨緊縮緩慢消退。家庭必須適應價格上漲。增加工資是經濟持久復甦的關鍵，然而，中國經濟增長放緩正在拖累企業營商信心。
- **歐元區**：經濟繼續復甦，但速度依然緩慢。國內週期性因素有利，但外部風險（新興市場增速放緩的風險）正在增加。投資復甦仍非常不足。
- **巴西**：第三季度增長為-4.5%，而第二季度增長為-3%，巴西正越來越深地陷入衰退。巴西的政策組合似乎已改變了路線。巴西央行採取更為包容的言辭，而財長宣佈財政預算目標將進行修改。我們維持未來兩年的後市將比較悲觀的看法，我們的2015年、2016年、2017年預測分別為-3.5%、-2.5%、-0.5%，具下行風險。
- **俄羅斯**：2015年的全年增長為-3.7%，而第四季度的弱勢持續（-4%）。此外，12月份的經濟指標並不派任何定心丸。儘管年度數字差強人意，經濟衰退卻比我們預期為少，但所觀察到趨勢並不預示快速復甦，更何況油價維持在谷底。因此，我們維持我們的2016年預測為顯著衰退1.8%。

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	2.4	2	1.8	0.1	1.2	2.2
日本	0.6	1.3	0.8	0.8	0.7	1.7
歐元區	1.4	1.5	1.4	0	0.4	1.2
德國	1.6	1.6	1.51	0.1	0.5	1.4
法國	1.1	1.2	1.1	0.1	0.5	1.1
意大利	0.8	1.2	1.4	0.1	0.2	1.4
西班牙	3.2	2.3	1.5	-0.4	0.1	1.1
英國	2.2	2.2	2.2	0	0.8	1.6
俄羅斯	-3.8	-1.8	1.0	15.6	10.0	8.5
土耳其	2.9	2.6	3	7.4	7.5	7
中國	6.5	6	5.8	1.5	1.2	1
印度	7.2	7.4	7.2	5.2	5.4	5
印尼	4.8	5	4.8	7	6.8	6.8
巴西	-3.5	-2.5	-0.5	9	8	6.5
發達國家	1.8	1.8	1.6	0.3	0.9	1.8
新興市場	4.0	4.0	4.3	4.4	4.3	3.8
世界各地	3.0	3.1	3.1	2.6	2.8	2.9

來源：東方匯理研究

主要利率展望

- **美國聯儲局**：因為近期的負面經濟驚喜，聯儲局將極為謹慎。在三月加息似乎並不可能。
- **歐洲央行**：因為歐元的匯率升值、長期通脹預期下跌、環球經濟增長前景惡化，所以歐洲央行將在3月10日宣佈新的寬鬆措施。可能進行另一次存款利率削減，增加每月的資產購買，並改變量化寬鬆政策模式。
- **日本央行**：若日圓升幅太強，日本央行可以將進一步減息。
- **英國央行**：在2016年加息的可能性已顯著下降。

(截至2016年1月20日)

	10/2/2016	東方匯理 +6個月	市場觀點 2016年第2季	東方匯理 +12個月	市場觀點 2016年第4季
美國	0.50	0.75	0.80	0.75	1.15
歐元區	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05
日本	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10
英國	0.50	0.50	0.55	0.50	0.75

長期利率展望

- **美國**：逃向優質資產交易可解釋大部份長期收益率。話雖如此，非常有限的聯邦基金利率緊縮週期並不有利於長期收益率的顯著上升。收益曲線將繼續扁平化。
- **歐元區**：與歐洲央行的量化寬鬆政策相關的長期收益率下行壓力將持續一段時間。話雖如此，進取地在二月初的水平保持長期持有德國國債會產生風險。
- **英國**：部份對英國脫歐的擔憂情緒導致英國經濟放緩，引發英國央行重新制定相關政策，而且長期收益率大幅下挫。
- **日本**：日本央行引入負利率，導致債券收益率急劇下降。這一政策伴隨着量化與質化寬鬆措施（QQE），將保持長期收益率在長時間內處於非常低的水平。

2年期債券孳息預測(截至2016年1月20日)

	10/2/2016	東方匯理 +6個月	市場觀點 2016年第2季	東方匯理 +12個月	市場觀點 2016年第4季
美國	0.73	1.00/1.20	1.15	1.20/1.40	1.56
德國	-0.52	-0.40/0.20	-0.41	-0.40/0.20	-0.28
日本	-0.22	0.00/0.20	-0.12	0.00/0.20	-0.14
英國	0.35	0.40/0.60	0.75	0.60/0.80	1.20

10年期債券孳息預測(截至2016年1月20日)

	10/2/2016	東方匯理 +6個月	市場觀點 2016年第2季	東方匯理 +12個月	市場觀點 2016年第4季
美國	1.74	2.00/2.20	2.29	1.80/2.00	2.60
德國	0.25	0.40/0.60	0.61	0.40/0.60	0.88
日本	0.02	0.20/0.40	0.14	0.20/0.40	0.21
英國	1.43	1.60/1.80	2.04	1.80/2.00	2.32

匯市展望(截至2016年1月20日)

- **歐元**：未來的歐洲央行措施將拉低歐元，但我們不應期待歐元匯價低於2015年的低點。
- **美元**：美元的有效匯率自2014年中升值超過20%。這一趨勢背後的兩大主要因素（商品價格下跌、各國貨幣政策的分歧）正在失去動力，我們不應該指望美元大幅度升值。
- **日圓**：中國限制人民幣實力的意願以及金融市場的波動性都有利長期持有日圓。若日圓升值過強，日本央行將進行干預。
- **英鎊**：部份對英國脫歐的擔憂情緒導致英國經濟放緩，引發英國央行重新制定相關政策，而且英鎊大幅下挫。我們對英鎊的態度是中立的，但如果英國國民公投贊成英國脫歐，英鎊將會受害。

	10/2/2016	東方匯理 +6個月	市場觀點 2016年第2季	東方匯理 +12個月	市場觀點 2016年第4季
歐元/美元	1.12	1.05	1.06	1.05	1.06
美元/日圓	114	115.00	123.00	115.00	123.00
歐元/英鎊	0.77	0.75	0.74	0.75	0.72
歐元/瑞士法郎	1.10	1.10	1.10	1.10	1.11
歐元/挪威克朗	9.59	9.50	9.43	9.30	9.30
歐元/瑞典克朗	9.48	9.15	9.26	9.10	9.37
美元/加元	1.39	1.50	1.40	1.55	1.37
澳元/美元	0.71	0.65	0.68	0.65	0.69
紐元/美元	0.67	0.60	0.62	0.60	0.62