

## 資產配置

## 我們的信念

PHILIPPE ITHURBIDE, 研究、策略及分析部環球總監

特朗普當選為美國總統對金融市場有幾個主要影響：

- 首先，增長前景重新定價、通脹預期，以及債券收益率明顯上升，在以往就長期停滯和通脹結束的辯論所決定的環境之中，尤為顯著。問題是，這種重新定價是僅在短期內合理，還是在長期亦合理。簡而言之，我們是否看到當前增長週期的延續（有關增長正在放緩），或者是在喘息過後，全新增長週期的開端？
- 此外，在一個以寬鬆貨幣政策為主導，並加強政府所期望的增長政策的世界中，美國新政府與聯儲局之間首先就貨幣政策行為出現了緊張關係，而最近亦就聯儲局在監管（包括銀行業）的當前（被認為「不可接受」）角色出現了緊張關係。除了耶倫很可能不會在2018年獲得續任外，我們可以預期聯儲局及特朗普政府之間的緊張關係將加劇，導致市場加劇波動。
- 關於保護主義的辯論也令人非常擔憂。故事充滿了不會在經濟擴張方面煽動樂觀情緒的這種情節。這個主題在貨物貿易急劇下降的時候出現，而眾所周知，貿易擴大一直伴隨着開放的外交政策。經濟自我中心對國際關係並非好兆頭。美國的保護主義傾向已經轉變為與中國（中國已收緊其資本管制）、墨西哥甚至日本的外交和經濟緊張關係。

總的來說，我們的信念包括：

- 在目前階段，利用當前週期的延長十分合理……相信會出現新增長週期或改善潛在增長暫時過度。儘管美國的經濟增長將受益於更寬鬆的財政和稅務政策，但我們不會看到一個全新、更強勁的增長週期。然而，將審慎考慮未來的稅務決定，包括與企業稅務有關的稅務決定，為股票市場帶來新動力。
- 儘管如此，這種情況再次對股票市場有利，特別是對美國國內主題（中小型股、國內需求、週期性行業）。然而，我們已將這些風險敞口減少，到有利於歐洲市場。歐洲市場看起來很有希望，尤其是在估值方面風險較小。特朗普當選之前，我們認為美國市場（大盤股、中小型股）的估值過高。換句話說，如果我們不相信增長和利潤會出現新週期，則情況將仍然如此。下一次公佈的公司業績（三月中旬）將成為「太平紳士」，為大家帶來喜訊。目前，日本、美國和歐洲之間的國家配置相當類似，儘管我們目前對歐元區略有偏好。美國的「優質」因素和「價值」已在我們配置時的首要考慮。

“

多年以來的新奇現狀：聯儲局與政府之間出現緊張關係

”

“

經濟自由中心主義對國際關係和環球增長並非好兆頭

”

“

美國：打賭當前週期延長是合理的……相信會出現新增長週期或改善潛在增長現在屬於過度

”

“

股市：我們在日本、美國和歐洲之間的國家配置相當類似，儘管我們目前對歐元區略有偏好

”

2017年2月

- 企業債券亦相同：我們的投資組合高配此資產類別，包括美國和歐洲兩地。然而，應該指出，鑑於美國企業的槓桿作用，美國債券比起歐洲債券更容易受到任何加息和債券收益率增長的影響。
- 美國債券收益率上升不會持續：我們正在經歷波動幅度的變化，而不是制度轉變的情況。特別是與歐洲或日本的匯率差異或期限溢價，應很快會令市場重新對美國政府債券感興趣。請注意，這些對於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，宏觀對沖的自然特性亦然。
- 在美國債券收益率緩慢而暫時上升的環境中，不要指望歐洲的長期利率急劇上升，特別是因為歐洲央行繼續購買遠遠超過整個歐元區的淨發行。歐洲央行量化寬鬆計劃的結束意味着德國十年期債券收益率（與均衡價值相差150個基點）和周邊國家收益率（視乎國家而言，在250至350個基點之間）陡升，因此出現債券市場危機。風險不會在2017年從歐洲央行而來，但政治風險上升將保持（相對德國的）債券利差處於比過去兩年為高的水平。荷蘭、意大利或法國大選的關鍵問題是處理歐洲的未來，故此所有差價都會受到影響。遠離償債能力低而且政治非常不穩定或不確定的國家。
- 美國的通脹率上升，主要是由於商品價格上漲，而這刺激了通脹預期，引證了聯儲局加息的速度。價格的上漲將很快高於聯儲局的目標（2%），而對通脹將繼續上升的憂慮已成為一個重要主題。在此增長階段，這些憂慮似乎很大程度上被誇大，但足以令我們多加留意通脹掛鉤債券。我們決定在2016年第一季度重回這些市場，是因為這種資產類別的宏觀對沖特質，而且因其極低的估值以及在投資組合中的嚴重低配而被視為具有吸引力。我們現在投資的原因與其本身的基本因素有關，包括通脹週期和油價上漲（就石油價格而言，短期期限）。
- 聯儲局在加息時不會進取。我們仍然未進入貨幣正常化週期，這與聯儲局在1995年（一年內上升300個基點）或2004年（兩年內增加425聯儲局）所引起的貨幣正常化週期非常不同。聯儲局將肯定會利用目前的情況（增長、經濟政策和通脹預期的「重新定價」）重拾迴旋餘地，但實際情況（潛在增長、企業負債、通貨膨脹……）應不能讓聯儲局執行太多貨幣緊縮措施。我們預計2017年會出現兩次加息。
- 即使特朗普當選美國總統「騎劫」了不少新興市場投資者（政治緊張局勢、對保護主義措施的恐懼、正面政治攻擊……），亦促使我們減少我們的持倉，我們在中期維持我們的看法：新興市場保留了很多資產。估值具吸引力、貨幣低估、投資組合有大量低配、資本流動可能很高……這一切都仍然正面（詳情請參閱一月刊；中國：第10頁和第11頁、一般新興市場：第11頁和第12頁）。我們預計2017年這些市場表現良好。目前，我們在新興貨幣、新興股票和債務產品方面的

“

企業債券市場：繼續高配

”

“

美國債券收益率不會以可持續的方式上升，而且已經恢復了其利差和宏觀對沖的一些特質

”

“

歐洲：不要指望德國的債券收益率強勁上升，但考慮到政治背景，預期主權債券的利差會上升

”

“

通脹掛鉤債券：  
我們在美國證券和歐洲證券的投資一樣多

”

“

聯儲局：2017年將兩度加息，但仍然沒有真正的正常化

”

2017年2月

投資不足。然而，我們偏好硬通貨債務，而非本地貨幣債務。後者的潛力很高……但只會在稍後時間出現。

- 鑑於增長預期的動態分歧、美國與日本／歐洲之間的差距擴大，以及貨幣政策的不同方向，我們維持長期持有美元的看法。此外，只要對保護主義措施的擔心仍然存在，新興市場貨幣的疲軟應不會真的扭轉。
- 我們維持宏觀對沖政策。環球地緣政治背景、美國與一些主要國家（中國……）之間的外交緊張緊張，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、波動性、美元現金和通脹掛鉤債券特別有趣。對於認為情況會更嚴重的投資者而言，持有黃金長倉亦變得至關重要。



維持美元長倉在目前的情況下似乎適宜



在較大波動的情況下維持保障



下表總結了我們對債券、股票和多元資產投資組合的資產配置。

投資組合類型

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

## 資產配置

## 本月主題

## 長期利率：一次制度轉變？一次波動幅度的變化？

PHILIPPE ITHURBIDE, 研究、策略及分析部環球總監

我們已經反復分析了特朗普當選為何導致債券收益率上升：美國增長的優先考慮；在通貨膨脹超過聯儲局目標的時候，扭轉財政和稅務政策的前景；給聯儲局一個不容置疑的餘地，方便當局加息。

這一切自然導致美國和歐洲在整條曲線上的差距擴大。歐洲債券收益率（主權債券及企業債券）在2016年進入負值區，但美國債券收益率的上升已大大改變了情況：如果9月歐洲信貸領域（主權、準主權、企業債券和金融類）仍提供負收益，此百分比會在年底下降到不足25%。

自從特朗普當選以來，債券收益率上升並不令人驚訝，但這提出了一個關鍵問題：我們是否正目睹幾十年來推動債券收益率下降的潛在趨勢出現根本性逆轉？我們是否以異常低的利率結束？或者「不過是」我們定期遇到的眾多修正之一？顯然，這是否制度轉變？水平變化？還是波動範圍內的校正？

儘管如此，美國債券收益率上升對歐洲債券收益率的影響也不容忽視。收益率的增長可以來自八個主要來源：

- 1.（實際及／或潛在）增長前景顯復甦；
2. 利率政策較不寬鬆；
3. 量化寬鬆計劃的結束；
4. 通脹復甦；
5. 財政和稅務政策重大逆轉；
6. 關於償付能力的問題（對公共債務、風險溢價上升的疑慮……）；
7. 投資組合定位逆轉（表示低利率環境結束）；
8. 關乎歐洲的收益率、美國債券的收益率上升，以及與美國的高度相關性。

我們的現況如何？在美國的情況下，因素一、二、四、五、七無疑是收益率上升的起源。在歐洲的情況下，前三個情況沒有（現在）成為現實，而第四個情況還未成問題。第五個情況正在形成，但地點不是歐洲，而只在美國……而且它將對前四個情況產生影響。目前關於稅收和財政政策的辯論對於利率和債券收益率至關重要。必須密切監測第六個（特別是政治局勢）和第七個因素。目前，只有第八個情況是高度可信的，並且由於上述因素，它正推動收益率上升。

參考上表，必須指出五個結論：

- I. 在沒有新的增長週期的情況下，美國債券收益率應保持在1.5%至3%的波動範圍內；

## 要點

自從特朗普當選以來，債券收益率上升並不令人驚訝，但這提出了一個關鍵問題：我們是否正目睹幾十年來推動的潛在趨勢出現根本性逆轉（即債券收益率下跌）？我們是否以異常低的利率結束？或者「不過是」我們定期遇到的眾多修正之一？顯然，這是否制度轉變？水平變化？還是波動範圍內的校正？在分析債券收益率上升的一般和具體觸發因素後，必須指出五個結論：

- I. 在沒有新的增長週期的情況下，美國債券收益率應保持在1.5%至3%的波動範圍內；
- II. 核心歐元債券收益率以及日本利率不應有制度轉變。增長水平、通脹水平，以及所實施的貨幣政策都不合理。
- III. 只要美國對制度轉變的預期仍然低迷，美國利率的影響就會受到限制。
- IV. 只有中斷量化寬鬆政策似乎能顯著且永久地改變歐元區債券收益率的水平。
- V. 最後，另一方面，歐洲大選及其代表的不確定性，對於改變周邊國家債券利差水平至關重要。



自從特朗普當選以來，債券收益率上升並不令人驚訝……但此情況是否可持續？



2017年2月

- II. 核心歐元債券收益率以及日本利率不應有制度轉變。增長水平、通脹水平，以及所實施的貨幣政策都不合理。
- III. 只要美國對制度轉變的預期仍然低迷，美國利率的影響就會受到限制。
- IV. 只有中斷量化寬鬆政策似乎能顯著且永久地改變歐元區債券收益率的水平。
- V. 最後，另一方面，歐洲大選及其代表的不確定性，對於改變周邊國家債券利差水平至關重要。

## 結論

### 讓我們回顧三件事：

- 在2016年，歐洲債券市場逐漸變得越來越「功能失調」、水平極低，並在任何情況下遠離其通常的基本價值，這可能是最大的風險。由於量化寬鬆計劃，尤其是債券市場提供不可靠的量度（價格、收益率和波動性），就如提供不準確量度的晴雨表，而風險（上升與下跌）亦變得完全不對稱。
- 儘管歐洲債券市場依賴美國的收益率，但它們也受到歐洲央行量化寬鬆政策的控制。量化寬鬆計劃結束將導致大約德國國債收益率增加150個基點（當前和均衡水平之間的當前差距），而周邊（相對德國的）利差從250個基點增加至350個基點。在某些國家，債券收益率會增加一倍以上！這是真正的金融危機……或債券市場崩潰！
- 我們確認對通脹掛鉤債券的重拾興趣。目前的配置在過去幾個月一直支持這種資產類別。這是一個長期被忽視的資產類別，在國際投資組合中的比重不足，因此估值具有吸引力。除此之外，以石油為主的商品價格上漲，對短期交易者有特別顯著的影響。通脹掛鉤債券不僅是保護價格指數上升的好工具，而且在估值方面亦屬具吸引力的資產。



美國利率上升對歐洲長期利率的影響也不容忽視



2017年2月

下表分析了觸發上述債券收益率上升的各種因素。

觸發美國和歐元區債券收益上升的因素

觸發因素	美國	歐元區
I. (實際及/或潛在) 增長前景顯復甦	增長前景改善，但潛在增長在企業稅前（不到2%）。不確定性仍大。預計更動。有利於債券。	經濟形勢逐步改善，但不足以扭轉局面並補償通脹低、量化寬鬆政策和利率政策的影響。
風險	短期中度、中期處於低水平。	短期處於低水平、中期處於低水平。
II. 利率政策較不寬鬆	聯儲局希望重拾在2017年兩度加息。這將仍未能真正正常化其貨幣政策。	歐洲央行將保持低利率政策幾年。擺脫負利率到限制貨幣政策。
風險	正常化的風險低，但有效追求在2017年緊縮貨幣。	利率上升的風險低……除非歐洲央行想退出負利率。
III. 量化寬鬆計劃的結束	聯儲局停止了資產購買計劃，但繼續重新投資。這將對市場產生影響。	歐洲央行決定延長其目前的資產購買計劃。這將對市場產生影響。
風險	中度。	在2017年沒有，但這是一個不可避免的議題。
IV. 通脹復甦	通脹正在增長，這是一個人人都同意的事實，但通脹預期的上升可能導致債券收益率上升。	供求方面均沒有明顯的通脹壓力。
風險	低度。	非常低。
V. 財政和稅務政策重大逆轉	特朗普政府希望透過財政和稅務政策促進增長。不要低估其對經濟活動的影響。	降息給予歐洲政府空間，而重要大選即將到來。眾多機構（國際貨幣基金組織、經合組織……）建議利用這些空間。然而，不可能出現大型的財政和刺激措施。
風險	中等，但正在進行。	非常有限。
VI. 關於償付能力的問題（對公共債務、風險溢價上升的疑慮……）	美國不像是很多其他國家一樣控制其債務。這具有保護作用。在公共債務方面，美國政府將採取措施。	此舉已經開始：由於不確定及/或複雜的政治指部國歐德（超過和對盟差相）的利差。這說明了歐洲的利率將在未來幾年內上升。
風險	疲弱，但增長中。	高。
VII. 投資組合定位逆轉（表示低利率及收益率環境結束）	特朗普當選在這一「清理」了市場，而債券收益率的持倉現在更不對稱。	在特朗普當選之後，歐洲的利率將在未來幾年內上升。這將對市場產生影響。
風險	低至中。	中至高。
VIII. 美國國債收益率上升，而且與美國利率有高度相關性。	只要潛在增長保持不變（主要取決於人口和生產力），美國利率的增長將受到限制。	與美國國債收益率上升的相關性將增加。這將對市場產生影響。
風險	中度。	中度。

2017年2月

資產配置

摘要表

資產配置：多元類別展望與信念

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

資產配置：相對前景及信念（按各主要資產類別）

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

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

宏觀對沖策略

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

特朗普當選是對經濟政策（特別是財政和預算政策）不確定性的真正衝擊。經濟增長的重新定價與（短期和長期）利率上升和美元升值緊密相連。英國脫歐後的壓力下降，但我們知道英國預期將在2017年3月底之前觸發《里斯本條約》第50條。即將進行的談判必將困難，並將在日益微妙的歐洲政治背景（幾個國家舉行大選，包括法國和德國）下開始。

因此，我們正在維持一些宏觀對沖策略（見表）。

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

## 風險因素

PHILIPPE ITHURBIDE, 研究、策略及分析部環球總監

下表列出了17個風險因素及其概率，  
並闡述最可信的市場影響。

### [風險 # 1] 美國政策組合出現重大變化的感知

[概率] 75%

**分析** 特朗普當選無疑代表了美國理念的巨大變化，按這位新任總統的聲明，美國現在較不根據「世界警察」的邏輯，而較為根據自我中心的決定。除這個主要轉折外，現在的問題亦是經濟政策是否會大幅改變，特別是透過財政和稅收政策而改變。貨幣政策將如何伴隨這些變化？這些都是關鍵問題。我們知道已有減稅和振興基建開支的計劃，而且對預算赤字的影響可能非常高，對長期利率、公共債務以至貨幣政策造成的通常後果。我們也知道，美國國會（即使以共和黨為主要黨派）不會就這些問題無條件地支持新總統：這確實不利於龐大的預算赤字。儘管如此，對在競選期間所作的承諾而言，即使變化仍然適度，但不打賭會發生重大變化無疑將大錯特錯。某些建議（例如「邊界稅建議」）如被採納，代表真正的「改變遊戲規則」。此道理同樣適用於企業減稅措施。如果措施證明是具實質性的，其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。大家應密切監測這些發展情況。

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

### [風險 # 2] 意大利：「意大利脫歐」公投會否成為下一步？

[概率] 15%

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

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

### [風險 # 3] 誤解聯儲局的決定……或聯儲局誤判

[概率] 30%

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

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

### [風險 # 4] 中國經濟「硬着陸」／信貸泡沫爆破

[概率] 20%

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



2017年2月

## 風險因素

施。

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

### [風險 # 5] 世界經濟增長崩潰

[概率] 15%

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

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

### [風險 # 6] 美國經濟衰退

[概率] 20%

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

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

### [風險 # 7] 人民幣大幅貶值

[概率] 10%

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

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

### [風險 # 8] 新興經濟體系顯著放緩

[概率] 20%

**分析** 商品價格下跌、中國經濟增長放慢，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。然而，這種風險在最近幾個月期間下跌：油價上漲（石油輸出國組織增加凝聚力）加上資本大量湧入（中國除外）都特別令這些市場重添生氣。對美國重新回到保護主義的擔憂導致了很多新興國家再次關切經濟表現。

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

2017年2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。」我們現在知道了多一點：首相已宣佈將在2017年第一季度觸發《里斯本條約》第50條。結果將是「硬脫歐」。據估計，這將顯著對國內生產總值造成負面衝擊。英國可能會損失2.5%至9.5%之間的國內生產總值。貿易額和成本將受到影響，特別在金融服務、化工、汽車等在歐盟集成度高的行業。英國的風險在於其未來在單一市場上自由貿易的能力，在不受歐盟限制的情況下獲得所期望的獨立性。但這似乎並不可能，而在任何情況下，這是將在不晚於2017年第二季度開始的談判的危機……並且可能持續兩年（欲了解詳情，請參閱2016年7月號《交叉資產投資策略》中的《從幾條問答了解後英國脫歐時期》一文）。英國缺乏任何應急計劃，英國和歐盟國家之間缺乏談判（在啟動《里斯本條約》第50條之前）而辯論的性質（實用主義者對英國脫歐的意識形態主義者）亦令情況變得相當令人困惑。

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

### [風險 # 10] 與英國「脫歐」相關的新一輪歐洲危機

[概率] 20%

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

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

### [風險 # 11] 金融動盪更大

[概率] 70%

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

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

### [風險 # 12] 周轉危機

[概率] 20%

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

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

2017年2月

## 風險因素

### [風險 # 13] 銀行倒閉

[概率] 10%

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

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

### [風險 # 14] 地緣政治風險加劇

[概率] 70%

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

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

### [風險 # 15] 政治風險加劇（選舉日程、民粹主義等）

[概率] 70%

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

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

### [風險 # 16] 法國大選令市場再次對歐元區擔憂

[概率] 65%

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

- 首先，大家可能看到極右政黨在第一輪總統選舉獲得高票的情況。根據目前的調查，在本文截稿時，馬琳勒龐將領先於馬克隆（Emmanuel Macron；「En Marche」運動；溫和左派）、菲永（François Fillon；保守右派）、阿蒙（Benoît Hamon；社會黨）、梅朗雄（Jean-Luc Mélenchon；左翼政黨），得票分別為27%、22%、20%、15%、11%。

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

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

2017年2月

## 風險因素

**市場影響** 法國大選是金融市場的主要風險，因為它們是當前趨勢的象徵：在歐洲貨幣聯盟核心國家的極端右翼政黨冒起、反建制的聲音越來越大、保護主義的誘惑、對歐洲及／或歐洲機構的敵意……反歐盟候選人當選或希望改革歐洲或離開歐盟的聲音如果失敗（馬琳勒龐或梅朗雄）將會是英國脫歐和美國特朗普當選的延續。這並非我們的中心情景，但風險溢價（相對德國的利差、波動性、信貸違約掉期（CDS）……）惡化並直到選舉有結果為止保持高水平似乎合理。法國大選重新帶來了對歐元區的擔憂，但這些擔憂似乎誇張了。選舉後主權利差和信貸違約掉期（CDS）應有所改善。

### [風險 # 17] 歐洲債券收益率可持續地上升

[概率] 10%

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

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

2017年2月

宏觀經濟狀況		
美洲		風險因素
美國	<p><b>在主要政治不明朗的背景下延長增長週期</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; 經濟受國內需求所推動，在下半年反彈。勞動力市場的改善仍在繼續，但工資沒有回升，而且幾乎沒有抵消由油價上漲造成的購買力損失。此外，核心通脹在年底放緩（個人消費支出平減指數的一年增長為1.7%）。</li> <li>&gt; 特朗普曾承諾推行刺激政策（對企業和家庭減稅、增加基建支出），並推行保護主義措施。然而，由於國會共和黨不支持增加預算赤字，特朗普將只能實施部分措施。</li> <li>&gt; 獲支持推行的措施（可能首先會減稅）將肯定會對經濟產生刺激作用，但在2018年的影響會比2017年更明顯。鑑於特朗普作為總統的首批聲明和決定，實施保護主義措施的可能性有所增加。這些措施對國際貿易構成風險。地緣政治的不確定性仍然很高。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; 與新政府決定相關的主要不確定性</li> <li>&gt; 在可預見的將來，增長潛力遲滯（「長期停滯」）</li> <li>&gt; 企業利潤受到侵蝕</li> </ul>
巴西	<ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; 宏觀經濟數據來看，第三季度國內生產總值的同比增幅為-2.9%，而第二季度則為-3.6%。第二季度轉好的投資再次收縮。</li> <li>&gt; 通脹大幅放緩，巴西央行鑑於週期指標疲軟，開始了貨幣政策寬鬆週期，如果巴西貨幣兌美元穩定下來，寬鬆政策可能加速。</li> <li>&gt; 政府向國會提交了改革社會保障制度的建議，如果通過，預計將改善現行制度。</li> <li>&gt; 政府正繼續推進其政治改革及反貪計劃，並已在議會中投票決定採取相關措施。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; 仍在持續的政治危機</li> <li>&gt; 對匯率和通脹上升的下行壓力</li> </ul>
歐洲		
歐元區	<p><b>受臨時因素及政治風險侵蝕所影響，經濟復甦略為放緩</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; 第四季的數據良好，使我們修訂了2017年的增長預測（1.5%；相對之前的1.3%）。復甦將繼續，並將獲利好的信貸和就業週期所支撐。</li> <li>&gt; 由於2014至2016年石油價格和歐元下跌所提供的支持耗散，復甦可能略微減速。</li> <li>&gt; 歐元區的政治日程即將擠得密密麻麻（荷蘭、法國和德國將在2017年舉行選舉、意大利局勢不明朗）加上英國脫歐及美國政府政策的不明朗因素亦可能鼓勵企業推遲某些投資。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; 政治風險（密密麻麻的選舉日曆、反建制黨派的興起、英國脫歐）</li> <li>&gt; 新興國家的經濟和/或財政困難蔓延</li> </ul>
英國	<p><b>經濟表現勝於預期。然而，政治不明朗將於2017年造成拖累</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; 與歐洲之間的關係的未來框架缺乏能見度，這將對經濟帶來負擔。經濟活動指標目前仍然令人鼓舞，但活動將在2017年放緩。</li> <li>&gt; 私人投資（企業、房地產）及消費將受到影響。除不明朗因素外，由於英鎊貶值，它們會受通脹上漲的影響。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; 與英國脫歐有關的不確定性的衝擊</li> <li>&gt; 公共和外貿赤字仍然高企</li> </ul>
亞洲		
中國	<p><b>中國：2017年環球經濟及貨幣穩定因素</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; 我們認為，中國經濟穩定可持續到2017年年底。</li> <li>&gt; 中國經濟穩定的原因既是由下而上（私營部門正出現復甦）亦是由上而下（基建投資將在2017年政治過渡時期帶領中國經濟穩定發展）。</li> <li>&gt; 我們並不認為中國符合我們界定的中國六大硬着陸因素中的任何一個；相對而言，透過試圖解決環球債務和房地產泡沫等問題，中國將能最有效地推遲問題。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; 2017年環球經濟穩定因素</li> <li>&gt; 2017年環球貨幣穩定因素</li> </ul>
印度	<p><b>印度：亞洲在2017年的穩定增長引擎</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; 印度被定位有穩定的增長改善，但隨着當前政策的不明朗情況，瓶頸效應令印度難以釋放其應有增長潛力。</li> <li>&gt; 適度通脹於2017年是可持續的。</li> <li>&gt; 我們繼續認為，印度儲備銀行維持寬鬆的時間將超過預期，而且緩解將大於市場預期。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; 印度的經濟增長有望回暖</li> <li>&gt; 溫和通脹將持續</li> </ul>
日本	<p><b>增長較潛力為高，表示復甦正在持續。</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; 經濟在2017年初出現國內需求加速的跡象。消費將仍受實際工資上漲所支撐。結合中國經濟的穩定化，預算刺激計劃以及削減企業所得稅率將是支撐因素。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; 受中國經濟放緩影響</li> <li>&gt; 負利率政策</li> </ul>

2017年2月

## 宏觀經濟及財政預測

### 宏觀經濟前景

- 美國：**2016年第四季對資本貨物的投資反彈。增長繼續受到國內需求所驅動。然而，工資增長停滯不前，儘管創造就業水平很高。此外，核心通脹在年底放緩。美國預算和貿易政策的不明朗因素仍然存在。從宏觀經濟的角度來看，出現上行偏好。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：**由於環球貿易低迷，工資增長是持久復甦的關鍵。財政政策仍將是經濟增長的關鍵動力。日本央行的政策旨在於可見未來保持10年期利率為零，為政府提供掌控空間。情況值得大家留意。
- 歐元區：**復甦正在鞏固之中。調查表明，經濟在2017年初增強。我們已將增長預測增加0.2個百分點至1.5%。然而，暫時的驅動因素（歐元和石油價格下跌）正在爆發，而與（荷蘭、法國、德國、意大利）大選相關的政治風險仍然是該地區的薄弱環節。大家應保持觀望。
- 巴西：**第三季度國內生產總值的同比增幅為-2.9%，而第二季度則為-3.6%。第二季度轉為正增長的投資再度收縮。工業產值11月再次收縮（同比下跌1.1%），連續第33個月下跌。因此，我們繼續預測2017年會出現0.5%的衰退。
- 俄羅斯：**第三季度國內生產總值（同比下降0.4%），較第二季度的收縮為小（下跌0.6%）。我們維持對2017年退出危機的情景，預測增長1%。

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

來源：東方匯理研究

### 主要利率展望

- 美國聯儲局：**在十二月，聯儲局將聯邦基金目標提高至0.50-0.75%。通貨膨脹預期的上升已經改變了遊戲規則。聯儲局應該會在2017年再次加息兩次。資產負債表的正常化可能成為一個市場主題。
- 歐洲央行：**歐洲央行將放緩步伐，將其量化寬度延長至2017年12月（每月600億歐元）。在短期內將很少有變化，但理事會內部的分歧將會越來越明顯。
- 日本央行：**日本央行將堅持其收益率曲線控制（YCC）政策，而且應不會改變其利率目標。
- 英國央行：**英國央行將自己置於觀望態度。英國脫歐談判的發展對於英國央行政策的演變至關重要。

	3/2/2017	東方匯理 +6個月	市場觀點 2017年第2季	東方匯理 +12個月	市場觀點 2017年第4季
美國	0.75	1.00	0.95	1.25	1.30
歐元區	0.05	0.00	0.00	0.00	0.00
日本	-0.10	-0.20	-0.10	-0.30	-0.10
英國	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25

### 長期利率展望

- 美國：**通脹基礎效應的繼續，可以略為推高長期利率。話雖如此，通脹率與「正常」水平差不多。
- 歐元區：**但通脹率增加仍然存在巨大空間。隨着歐洲央行再次有將在未來幾年將其利率政策正常化的想法，曲線短端將在全年陡峭。
- 英國：**從嚴格的英國退歐談判角度來看，英國央行政策沒有變化，長期利率預計將在目前水平附近停滯。
- 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					
	3/2/2017	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	1.18	1.20/1.40	1.52	1.60/1.80	1.79
德國	-0.74	-0.80/-0.60	-0.66	-0.80/-0.60	-0.64
日本	-0.23	-0.40/-0.20	-0.15	-0.40/-0.20	-0.08
英國	0.11	0.00/0.20	0.24	0.00/0.20	0.46

10年期債券孳息					
	3/2/2017	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	2.44	2.40/2.60	2.60	2.40/2.60	2.74
德國	0.42	0.40/0.60	0.53	0.60/0.80	0.65
日本	0.10	0	0.17	0	0.24
英國	1.36	1.40/1.60	1.56	1.40/1.60	1.70

### 匯市展望

- 歐元：**隨着德國長期收益率上升以及關乎歐洲央行政策可能改變的傳聞，風險傾向上行。
- 美元：**美元的變化目前由長期利率差決定。美國當局（聯儲局、新政府）不會容忍美元顯著升值。然而，大型刺激措施將提振美元。
- 日圓：**日圓再次被低估。隨着日本央行的收益率曲線控制政策，美國國債收益率上升將觸發日圓貶值。
- 英鎊：**英鎊的走勢將由政治發展決定。

	3/2/2017	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	1.08	1.05	1.03	1.10	1.05
美元/日圓	113	115.00	118.00	110.00	117.00
歐元/英鎊	0.86	0.90	0.86	0.90	0.85
歐元/瑞士法郎	1.07	1.05	1.07	1.00	1.08
歐元/挪威克朗	8.85	8.70	8.74	8.50	8.66
歐元/瑞典克朗	9.45	9.20	9.41	9.00	9.20
美元/加元	1.30	1.40	1.35	1.45	1.36
澳元/美元	0.77	0.75	0.72	0.70	0.72
紐元/美元	0.73	0.70	0.68	0.67	0.68