

資產縱橫 投資策略

月刊

#04

2020年4月



投資總監的觀點

傳染速度是市場達到轉折點的關鍵

本月主題

各國央行正踏入新制度：無限支持

#04 - 2020年4月

目錄

環球投資觀點

投資總監的觀點

傳染速度是市場達到轉折點的關鍵 頁3

市場正在引領實際的經濟週期，因此，市場將在大流行結束之前觸底。大流行的週期性模式、已宣佈的政策措施，以及信貸曲線與核心債券收益率的調整是需要考慮的三個主要因素。在此階段，我們只能期待暫時的市場緩解，而不是全面的恢復。

宏觀

新的基本情況和替代方案 頁4

環球經濟可以實現「U」形復甦的觀點是我們的基本情景，但「U」形的腹部將比之前預期的更寬、更深，而反彈將比經濟崩潰為平滑。

多元資產

對風險資產保持謹慎 頁5

我們認為，必須監測有關武漢肺炎的傳染能力的最新數據、保持投資多樣化、避免大幅度增加風險，因為波動可能會持續下去。

固定收益

在爆發和違約風險中優先考慮流動性 頁6

儘管各國政府和央行已採取極端政策措施來撫平市場，但危機的經濟影響和缺乏流動性可能會增加企業違約的風險

股票

謹慎的時代要求對基本面的關注 頁7

這場史無前例的危機導致市場劇烈波動，但投資者應將重點放在可以承受經濟停滯的企業/公司上。

專題

歐元區飛躍：在債務共同化的道路上 頁8

歐元區的架構不容許承擔當前衝擊所帶來的所有風險。在沒有強大條件的情況下求助於歐洲穩定機制 (ESM) 信貸額度實際上是邁向債務共同化的第一步。展望未來，這可能為歐洲預算和共同債務鋪平道路。

本月主題

各國央行正踏入新制度：無限支持 頁9

各國央行和政府採取的協調行動的明確目標是防止破產急劇增加。隨著各國央行進入無限支持這一新制度，我們對各國央行應對流動性危機的能力充滿信心。然而，對於即將到來的償付能力危機的深度，我們沒有堅定的信念。

市場情景與風險

- > 中央和替代情景 頁11
- > 最高風險 頁12
- > 環球研究資料集 頁13
- > 東方匯理資產類別觀點 頁14

宏觀經濟狀況

- > 發達國家 頁15
 - 宏觀經濟前景
 - 市場預測
- > 新興市場 頁16
 - 宏觀經濟前景
 - 市場預測
- > 宏觀經濟及市場預測 頁17
- > 本行預測的免責聲明 頁18
- > 刊物精選 頁19

投資總監的觀點

PASCAL BLANQUÉ
集團投資總監VINCENT MORTIER
集團副投資總監

傳染速度是市場達到轉折點的關鍵

市場(金融週期)正在引領經濟週期,並將在新冠病毒(武漢肺炎)大流行結束之前觸底反彈。然而,只要以下三方面穩定,市場就會穩定下來:

- **大流行的週期性模式**,或有跡象表明傳染速度有所改善。這視乎「時間」變量(危機期延長)和動員努力(不同國家/地區採取的遏制措施)。在這一點上仍然存在很多不確定性。
- **財政和貨幣當局「一切必要」的策略**,以及這些策略在放鬆企業部門的財務狀況或向家庭提供足夠的資源以便後者能夠忍受經濟停擺導致的較高失業率期間是否可靠。市場似乎終於了解到這些努力的規模和空前的力度。
- 在最近動盪後的**信貸曲線的短端**,以及**核心債券收益率**(自宣佈財政措施以來一直在上升)抵消了更高的未來債務。現在,債券收益率似乎已受到控制,而信貸方面則仍有改進的空間。

然而,除非武漢肺炎蔓延速度相應下降,否則政策措施將無效。兩者的結合將推動復甦的時機,而且只要大流行似乎不受控制,波幅就會持續存在。我們認為,對投資者而言,最重要的是大流行的蔓延速度,大流行的發展仍然指向病例數量增加,而最近幾週更呈加速趨勢。當遏制措施開始產生結果時,傳染速度應減慢。這首先發生在中國,而現在我們在意大利看到了一些跡象。大多數國家距離高峰期還有一段距離。英美以及不少歐盟國家仍處於加速階段,而一些新興市場國家則處於早期階段。

如果環球「禁足」措施成功,則大流行應可在下個月加速達到高峰,此後,新病例增加的速度應會開始下降。我們正在朝這個方向前進,但我們還未到高峰。**在短期內,我們只能期望從極端的市場混亂中暫時得到緩解,而不是全面而穩定的復甦。**

在這個過渡階段,隨着危機的發展,投資者將清楚地知道,在大流行結束後的第二天,將發現自己的**核心債券收益率下跌**,因此需要在其他地方尋找收益率。信貸市場和新興市場債務將是公開市場上的自然選擇,儘管目前對這些資產的壓力仍然很大,現在還沒有時間呼籲進取的切入點。**在信貸方面,我們對高收益產品保持謹慎且小心選擇,而我們更喜歡投資級範疇**,因為投資級產品與外圍債券均將受益於央行的保護。市場持續下行循環只能透過對潛在增長的永久衝擊來證明,但這不是目前最有可能發生的情況。

在流行病演變曲線**出現穩定跡象之前,股票市場將繼續承受壓力**。我們看到優質週期性行業中出現的機會,一旦我們接近流行病的高峰而恢復了週期性的吸引力,這些機會就會強勁反彈。一些觸底反彈可能會在區域層面上更早開始,而中國是一個很好的代表。在投資組合管理方面,這種背景下**需要採取持續謹慎的態度**,因為我們認識到,環球風險規避將在短期內持續存在,並將合法地推動向安全的飛躍,轉變為優質、防禦性和流動性資產的組合。**主動管理和選擇將是管理此「中間階段」的關鍵**,尤其是績效與流動性之間的權衡方面。**現在,強大的流動性管理將比以往任何時候都更為重要。**

整體風險情緒

避險

冒險



保持對風險資產的謹慎態度,嘗試改善流動性管理並對沖某些信用風險。

與上個月相比的變化

- ▶ 對新興市場債券和美國高收益債券更加謹慎
- ▶ 週期性價值空間中有一些觸底反彈的機會

整體風險情緒是對最近全球投資委員會整體風險評估的定性觀點。

宏觀

新的基本情景和替代情景



MONICA DEFEND
研究部環球總監



DIDIER BOROWSKI
環球投資觀點總監

環球經濟可以實現「U」形復甦的觀點是我們的基本情景，但「U」形的腹部將比之前預期的更寬、更深，而反彈將比經濟崩潰為平滑

武漢肺炎環球大爆發造成大多數經濟活動停頓的情況，其嚴重性和深度在幾週前實在始料不及，**這是我們修正基本情景和替代情景的原因**。從本質而言，任何流行病都是可遏制和可逆的衝擊。然而，就當前的爆發而言，目前尚不清楚如何降低傳染率，亦不清楚一旦人口安全，經濟在此後將如何迅速反彈。在中國發生的事情，然後在意大利發生的事情，將成為世界其他地區的領先指標。就家庭消費的抵禦力而言，美國將是環球經濟發展的關鍵。

並非所有受影響的國家都採取了相同的措施來控制武漢肺炎疫情。當危機在中國爆發時，世界其他地區（除了在歐元區的情況較弱）都在年初指向週期性反彈。現在，延遲了幾週後，所有經濟體都遭受了打擊，**這將導致未來幾個月大多數發達市場和新興市場同步出現連續嚴重的經濟收縮**。決定結果的關鍵因素將是政策努力的速度、力度和協調性，疫情爆發控制措施的速度和效力，以及是否可以測試治療方法或疫苗。

貨幣和財政當局的努力空前絕有。各國央行的利率已回到2009年的水平，而發達市場央行的資產負債表擴張規模將在2020年底超過2009年的水平。無論是在數量上還是在幅度上，財政支持均預期為廣泛，旨在維護社會穩定、加強衛生保健系統、

防止企業部門嚴重違約，並支撐家庭。然而，很明顯，這些措施不足以防止未來兩到三個季度出現重大的經濟收縮。不過，由於我們認為潛在增長暫時不會受到影響，因此支持措施可能會導致經濟活動在本年底（或最有可能在2021年初）反彈。**環球經濟可以實現「U」形復甦的觀點是我們的基本情景**，但「U」形的腹部將比之前預期的更寬、更深，而反彈將比經濟崩潰為平滑。

兩種可行方案均為可能，而到底是出現哪種情況則視乎經濟衝擊的相互作用程度、公司償付能力危機的程度，以及在先前存在壓力的地區可能再次出現的政治風險。

在我們的下行情景下，遏制措施將無法減緩疫情大流行的蔓延，因此危機將變得長期而系統化。市場尚未對此進行定價，這將導致股票的另一次調整以及違約率的大幅提高，多個行業整體都將完全被破壞。債務不斷膨脹且不可持續將是這種情況的特徵，最終可能完全貨幣化。

如出現上行的情況，若遏制措施證明有效並且局勢在兩到三個月內保持穩定（如：中國），經濟活動將迅速恢復，只有最不可持續的商業模式才可能永久受損。市場也不會考慮這種情況，並且可能會導致今年下半年風險資產從當前水平大幅上漲。

下行 L形復甦 20%	中間情景 底座形狀 50%	上行 U形復甦 30%
<ul style="list-style-type: none"> — 大流行繼續，醫療進展緩慢。各國「禁足期」延長 — 環球深度和長期衰退將於緊急醫療狀況後持續。 — 環球債務全額貨幣化 — 倒閉企業潛在產出損失 — 不斷增加的公共債務和央行資產負債表 — 長期金融蕭條 	<ul style="list-style-type: none"> — 大流行於2020年第三季度末得到控制 — 2020年第一/第二/第三季度環球深度衰退 — 環球央行和政府推出緊急政策，以緩解恐懼、保護收入和業務 — 從第四季度到第一季度復甦緩慢（滯後效應、增長緩慢），隨後在2021年反彈，主要是由於基礎效應 — 2020年企業違約率激增，信貸市場嚴重分裂 	<ul style="list-style-type: none"> — 2020年上半年大流行得到控制 — 經濟衰退深遠但持續時間短（2020年上半年） — 環球央行和財政協調措施支持經濟復甦（追趕不足）。需求激增 — 2021年（甚至可能在某些國家/地區於2020年下半年）經濟增長高於潛力

資料來源：東方匯理研究部，截至2020年3月23日。ROW = 世界其他地方

多元資產



MATTEO GERMANO
多元資產部主管

我們認為，必須監測有關武漢肺炎的傳染能力的最新數據、保持投資多樣化、避免大幅度增加風險，因為波動可能會持續下去

對風險資產保持謹慎

明顯的風險是，在國內和國際上的嚴重破壞可能導致不同程度的經濟影響和類似經濟衰退的情況。**因此，我們對風險資產保持謹慎。**我們的策略是保持警惕並監察新數據，以便更有效地評估對環球經濟的影響，並了解市場對經濟下滑的影響程度。**目前，對於投資者而言，保持高度多元化至關重要。**全球各國政府和央行宣佈多項令人驚嘆的措施，但**動盪可能會持續**，直到市場了解經濟影響將持續多久為止。當頭寸因止損而平倉時，我們還目睹了修正的「清算」階段。從長遠來看，有些市場領域具有吸引力，但我們認為現在不適合大舉增加風險。

高信念投資意念

自2月底以來情況一直非常不穩定，**我們從策略上調整了資產配置**，降低了風險敞口，並下調了對股票的看法，但一旦情況平靜下來，我們就會尋找重新入場的機會。自二月底以來，我們一直**對歐洲和美國股市持謹慎態度，而現在我們對英國持中立看法。**即使自今年頂峰以來美國市場的銷售量已超過25%，我們仍暫時維持立場，密切留意武漢肺炎疫情發展以及「禁足」措施對公司收益的潛在影響。公司收益將受到緊縮的財務狀況和銷售下降的嚴重影響。**在新興市場股票方面，我們保持中立**，因為中國在大流行週期中處於領先地位，並應能保持更大的彈性，因此，我們偏愛富時中國A50指數成份股多於創業板公司。

在**固定收益方面**，我們對**整體存續期**持中立看法，但相對於德國五年期債券，我們更偏好美國五年期債券，因為德國五年期債券可能會受持續的避險資金流影響。然而，當前的收益率水平不足以吸引更多的存續期敞口，因為收益率的估值仍然偏

緊。現在，我們**對美國10年期盈虧平衡的通脹持謹慎態度。**意大利曲線繼續提供誘人的收益率，並且由於預期歐洲央行將持續提供支持以減輕外圍債券的壓力，**我們維持意大利30年期債券（相對於德國30年期債券）的相對持倉。**

在其他地方，**信貸市場**最初表現出對武漢肺炎的疫情發展表現出一定的回彈力後，卻遭受了廣泛的風險趨避趨勢，美國在高收益和投資級產品方面的表現不及歐洲。我們**整體上對信貸（尤其是優質證券）持樂觀態度，但側重於對尾隨風險的對沖。**在投資級和高收益方面，我們仍然更喜歡歐元（相對於美元而言）。美國高收益公司的高槓桿、美國高收益在能源行業的風險敞口、油價下跌，均是此資產類別的一個問題。

在**新興市場固定收益方面**，由於武漢肺炎病毒加劇擴散以及石油價格暴跌（破壞了石油輸出國的面貌）所推動，最近的利差迅速擴大。因此，**我們認為，該資產類別的前景現在更具挑戰性。**不少國家處於危機的初期，遏制措施有限，並將面臨嚴重的衰退。最近，我們對該資產類別採取中立觀點，因此採取了更為謹慎的方法。

在貨幣方面，在歐洲出現明顯經濟疲軟跡象的情況下，我們對於歐元兌美元持中立看法，但由於歐元兌瑞郎估值昂貴，我們維持對歐元兌瑞郎的正面立場。

風險與對沖

在此高度波動的階段，試圖**限制下行空間**尤為重要，**因此，我們建議投資者維持日圓、黃金，以及股票與信貸期權形式的對沖。**

USD=美元；EM=新興市場；IG=投資級；HY=高收益；CHF=瑞士法郎；富時中國A50指數=富時集團中國境內公司股票市場指數；ECB=歐洲中央銀行。

東方匯理資產縱橫信念

	1個月變化	---	--	-	0	+	++	+++
股票				■				
信貸						■		
存續期						■		
石油					■			
黃金						■		

資料來源：東方匯理研究。根據最近環球投資委員會的意見，圖表列示了3至6個月期的交叉資產評估。資產類別評估的前景、前景變化以及看法反映了預期方向（+/-）和信念強度（+/++/+++）。此評估可能會有所變化。

固定收益

在爆發和違約風險中優先考慮流動性

ÉRIC BRARD
固定收益部主管YERLAN SYZDYKOV
新興市場部環球總監KENNETH J. TAUBES
美國投資管理部投資總監

儘管各國政府和央行已採取極端政策措施來撫平市場，但危機的經濟影響和缺乏流動性可能會增加企業違約的風險

各國央行推出**緊急措施**，而**各國政府也對環球經濟衰退的擔憂作出了回應**。武漢肺炎在世界各地蔓延之後，市場反應極為激烈，首先將核心政府債券收益率推至歷史新低，然後，在市場因巨額財政刺激措施而開始計入更高債務後，即時引發反彈。價差產品一直承受巨大壓力，抵消了環球經濟衰退、**評級下調以及高收益空間中較高的違約率**。專注於可以在經濟衰退中倖存下來的彈性業務模型，對於保護資產免受永久性損害至關重要。**波動性極高，使用現金和類似資產進行流動性管理是當務之急**。最後，必須為投資組合定位，以建立在市場改善時能夠恢復的能力。

發達市場債券

在環球固定收益方面，我們有**正面的存續期偏差**，對美國（避險資金流）持樂觀的態度，對核心歐元持接近中性的態度，對日本則看淡。我們在其他地方調整了對存續期的看法，對澳洲更為樂觀，對英國和加拿大持中立態度。對於美國（能源價格下跌）和歐洲的通脹債券，我們較不看好。**歐盟外圍國家債券繼續提供誘人的收益**，儘管意大利和西班牙的投資額比過去有所減少，但我們仍持樂觀的態度（歐洲央行大量注入流動性）。我們仍然預計外圍國家將出現高波動性和流動資金短缺。**我們對信貸持肯定態度，但已經重整了我們的行業觀點**：對直接暴露於此危機的週期性公司和行業（航運、汽車）較不看好。**發行人質素**也很重要，尤其是在高風險板塊方面。我們**對投資級持樂觀態度**，但我們更加關注流動性。在投資級（強勁基本面和量化寬鬆的支持）

以及高收益（避免美國的能源公司）方面，我們更傾向於歐元而非美國。整體而言，在增加風險之前，我們需要先看到一些見底的跡象。**在美國方面**，緊縮的金融狀況仍然給市場流動性帶來壓力。然而，在過去幾天中，我們看到通脹預期的急劇下降已經恢復，特別是在TIPS市場中。收益曲線已經相當穩定地陡峭，也證實了這一點。兩者表明，央行和財政刺激措施的行動已開始趕上，甚至可能已控制了部分局勢。**我們保持謹慎且小心選擇，並繼續關注流動性**。我們還以低的貼現價格尋找長期優質的美國公司信貸。

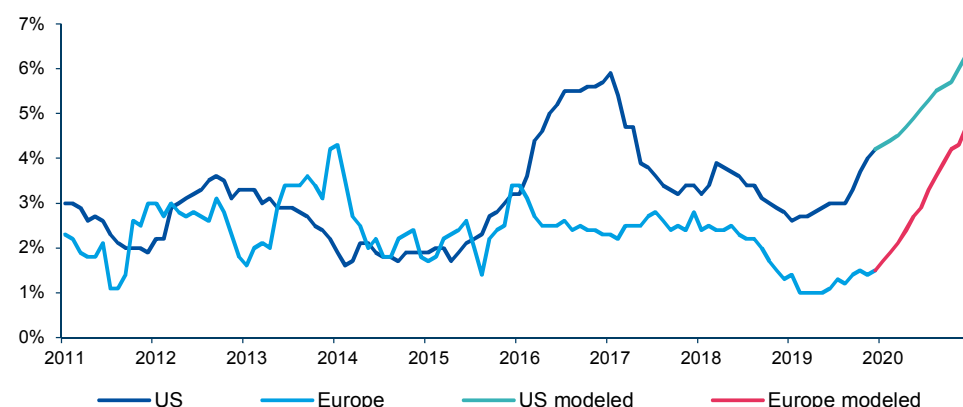
新興市場債券

由於當前的危機，我們在短期內保持謹慎。一些新興市場處於疫情初期，另一些新興市場可能會迎來第二波的大爆發，影響國內消費。透過適當選擇國家/地區，新興市場債券可在中期提供價值。然而，在此階段，投資者在考慮切入點之前將保持謹慎。在硬通貨方面，印尼、烏克蘭和南非有吸引力，但我們對石油出口國較不看好。以當地貨幣計，我們偏愛本地實際利率處於多年高位的高收益國家（塞爾維亞、埃及、烏克蘭）。

外匯

我們**對美元持樂觀態度**，對**歐元**和大多數商品貨幣**持謹慎態度**。美國資產是世界上流動性最強的資產，而且在危機中大受歡迎。在新興市場外匯方面，我們仍然保持謹慎。

信貸高收益的違約前景（發行人百分比）



Source: Amundi Research forecasts, Moody's, as of 18 March 2020.

股票

謹慎的時代要求對基本面的關注

KASPER ELMGREEN
股票部主管YERLAN SYZDYKOV
新興市場部環球總監KENNETH J. TAUBES
美國投資管理部投資總監

股市見證了有史以來最快的調整，標準普爾500指數僅在17個交易日中就跌入熊市。市場從早先的經濟復甦定價迅速轉變為現在的利潤衰退。然而，仍然未考慮到深度和長期的利潤衰退，但如果發生這種情況（不是我們的中央情景），將會導致價格進一步惡化。另一方面，隨着市場努力消化新數據並評估龐大政策支持措施的潛在影響，波動性和行為偏見將仍然很高。因此，投資者應平衡風險並優先考慮流動性。同時，重點應放在確定資產負債表強勁的行業/股票，以及不會受到危機的干擾（甚至可能會因此而變得更強大）具有韌性的商業模式且交易價格低廉的公司。

發達市場股票

在歐洲方面，弱勢行業的弱勢參與者（例如：汽車和航空業的老牌營運商）似乎非常脆弱，有些可能需要債務擔保、股票發行以及可能在幾個月內會被國有化。**拋售導致出現混亂。**我們對具有穩健的業務模式和強大資產負債表的公司保持樂觀態度，並且在這些參數內的某些結構性獲勝者（在消費必需品和醫療保健方面）現在具有有吸引力的價格。我們也一直在關注科技領域的發展，該領域以往過於昂貴。**另外，在價值股方面存在特殊的機會，**相對於歐洲的經濟增長而言，這從未如此便宜。在此領域，由於估值具有吸引力，我們對非必需消費品行業和財務狀況特別樂觀。

在美國方面，最近的拋售表明，恐懼因素正在主導市場，國際市場的價格似乎已反映出衰退（而不在美國造成影響）。決策者已表現出提供完整財政和貨幣支持的強烈願望。然而，考慮到該問題首先是醫療危機，**如我們看到武漢肺炎病例減少，市場情緒將會有所改善。**股票風險溢價頗具吸引力，但實際利率為負值可能會削弱該訊號的強度。從風格角度來看，自金融危機結束以來，**價值股票的表現不及增長，**在當前的市場調整中情況也差不多。儘管如此，一旦經濟增長見底，我們可能會看到價值反彈。我們對週期性/價值股保持樂觀，我們認為投資者應避免投資於能源行業（油價下跌和嚴重動盪）。

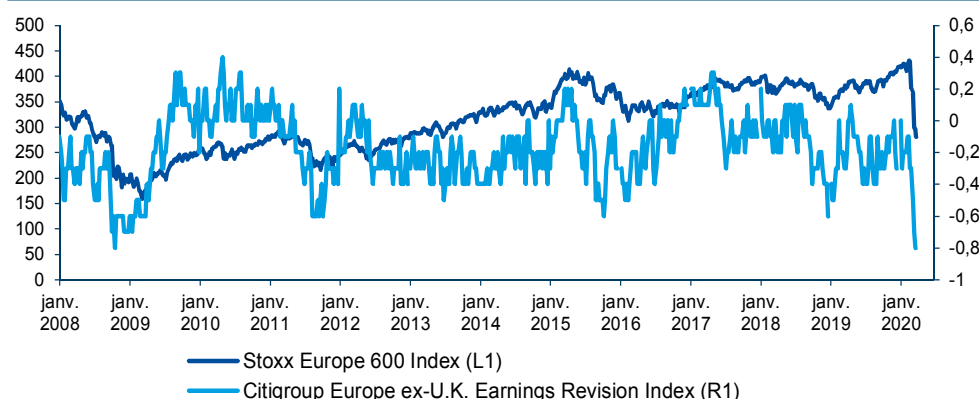
整體而言，我們認為當前的市場混亂可能會提供具選擇性的長期機會。

新興市場股票

我們整體上對**新興市場（對經濟影響的脆弱性和不確定的商品市場）持謹慎態度，**對由服務和旅遊業驅動的國家/地區和行業採取防禦態度，因為這些國家/地區和行業將需要更長的時間才能恢復。同樣，由於供需平衡似乎越來越不利，我們在能源領域採取防禦態度。在此階段，我們偏愛**中國和南韓，**尤其是非必需消費品公司，因為兩國**正接近武漢肺炎疫情的復甦階段。**在不確定性消退之後，得益於政策支持和令人信服的估值，將有大量機會。

這場史無前例的危機導致市場劇烈波動，但投資者應將重點放在可以承受經濟停滯的企業/公司上

強勁的收入下降和市場調整



Source: Bloomberg, as of 23 March 2020

專題

DIDIER BOROWSKI
環球投資觀點總監PIERRE BLANCHET
投資情報部主管

一旦危機結束，用於應對這場危機的工具將影響辯論

作為環球研究部的一部分，新成立的「環球投資觀點」團隊主要負責為東方匯理強化關鍵交叉投資主題方面的思想

歐元區飛躍：在債務共同化的道路上

歐元區的架構不容許承擔當前衝擊所帶來的所有風險。在沒有強大條件的情況下求助於歐洲穩定機制(ESM)信貸額度實際上是邁向債務共同化的第一步。展望未來，這可能為歐洲預算和共同債務鋪平道路。

大西洋兩岸實施的經濟政策在財政和貨幣方面都前所未有。**我們正在目睹央行和國家資產負債表出現「事實上」的合併。**讓我們考慮一下歐元區政府為業務活動突然停止的公司提供的擔保。考慮到即將到來的衰退的規模，如果沒有央行(歐洲央行、英國央行和聯儲局)的量化寬鬆政策，公共債務將急劇上升，債券收益率將飆升。隨後，中央銀行的資產負債表將與公共債務一道飆升。**各國政府已成為萬不得已的買家，而央行則萬不得已地充當貸款人的角色。財政和貨幣政策已經交織在一起，不可逆轉。**

金融危機為體制改革提供了機會

從歷史上看，經濟和金融危機一直使當局有機會掌握適當的手段來遏制危機。的確，在1930年代危機之後，聯儲局通過了使其能夠應對環球金融危機的法規。正是由於2012年歐元區主權債務危機，歐洲央行今天才能夠(除其他外)支持政府提供的擔保。歐洲央行今天動員的(或可能動員的)大多數工具都在2012年以後實施，以挽救歐元。

幾十年來，美國的政策組合變得更加靈活和透明。實際上，歐元區尚未達到同樣的政策成熟度。因此，在美國，債務貨幣化是一種獨特的可能性，而對於某些歐元區國家來說，這仍然是一種禁忌。

歐元區不完整

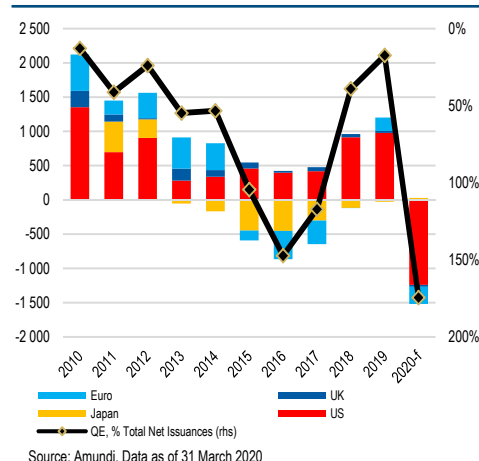
目前，歐元區無法使用現有工具來應對系統性衝擊。無論關於貨幣化的爭論如何，**歐元區的體制和金融架構都無法控制當前疫情帶來的所有風險。**在沒有聯邦預算的情況下，各政府最初被迫採取不力的措施來單獨採取行動，尤其是在最弱小的國家。**這可能還不夠。**有趣的是，歐洲集團在3月23日(星期二)建議透過設立特別信貸額度(ECCL)來觸發歐洲穩定機制(ESM)，該信貸額度為所有要求該措施的歐元區國家佔2%的GDP。該信貸額度僅以「恢復穩定」為條件。缺乏嚴格的條件限制顯然

不是本着2012年建立的歐洲穩定機制經濟援助的初衷。然而，武漢肺炎病毒的流行構成了對稱的外部衝擊，而對道德風險的異議應會消失。

令人驚訝的是，兩天後舉行的歐洲國家元首和政府首腦理事會沒有採納該提議。目前，德國和荷蘭兩國仍拒絕朝這個方向前進。然而，我們仍然認為，將要在某個時候動用歐洲穩定機制信貸額度。若是這樣，那實際上將是邁向債務共同化的第一步。最終，一旦危機結束，用於應對這場危機的工具將不可避免地影響這場辯論。然後，歐洲領導人將被迫認識到，單一的聯邦預算和歐元區的單一融資工具本來可以更有效地處理危機。**歐洲預算和共同債務(可能貨幣化)的誕生可能是這場危機將在歷史上留下的制度痕跡：被迫向歐洲一體化進軍！**

本文於2020年3月30日定稿

扣除贖回和央行購買的主權債券發行量(十億美元計)



本月主題

VALENTINE AINOZ, CFA
發達市場策略研究部副主管

各國央行正踏入新制度：無限支持

各國央行和政府採取的協調行動的明確目標是防止破產急劇增加。隨著各國央行進入無限支持這一新制度，我們對各國央行應對流動性危機的能力充滿信心。然而，對於即將到來的償付能力危機的深度，我們沒有堅定的信念。

武漢肺炎疫情加快結束週期。由於供應中斷、需求下降以及融資條件突然緊縮的綜合作用，現在環球經濟衰退已不可避免。採取協調而進取的財政和貨幣政策應對措施，旨在確保經濟衰退將受到限制，並且不會演變成嚴重的經濟蕭條。各國央行和政府目前面臨的最大挑戰是避免大規模企業破產、失業率大幅上升和銀行倒閉。

否則，發達國家經濟週期的特點是持續時間長、公司債務和主權債務急劇增加，以及超寬鬆的貨幣政策。確實，信貸週期因創紀錄的低利率和資產購買計劃的實施而拉長。我們需要記住：

- 公司債務達到了歷史最高水平，尤其是過去幾年的美國和中國。美國公司在金融市場上籌集了大量現金來回購股票，並為創紀錄的併購提供了資金。
- 在該公共衛生突發事件發生之前，增長情況已經很弱。2019年GDP增長速度是自2008-2009年金融危機以來最慢。我們預計2020年環球增長將穩定在本已很低的水平。
- 儘管環球增長環境疲弱，但由於超寬鬆的貨幣政策和投資者的自滿情緒，過去幾個季度的公司違約率一直較低。

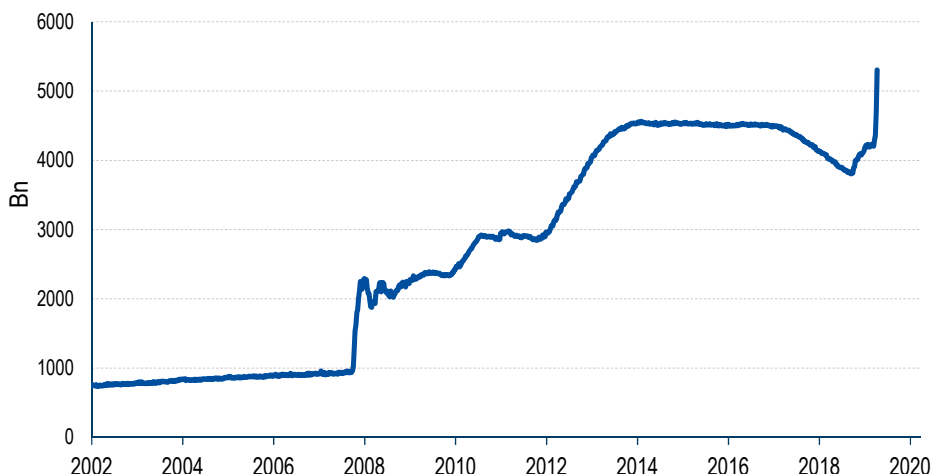
非金融公司板塊是這場新危機的中心。由於利潤下降和融資條件趨緊，武漢肺炎疫情和油價下跌將推高違約率。破產的程度將是經濟持續疲軟的關鍵因素。這與2008年金融危機有很大不同，這場金融危機席捲了銀行和金融機構。主要央行正在採取哪些關鍵措施？

各國央行現正踏入新制度：無限支持各國央行正在採取前所未有的行動，以便：

- **在短期內：避免流動資金緊縮。**最近幾週，我們看到風險規避和債券基金大量流出的現象有所增加。現金流動加劇了債券市場資產價格的混亂。作為回應，主要央行現正購買公司債券並採取步驟來支持商業票據市場。對於在因武漢肺炎病毒引起的破壞之後尋求填補短期流動性缺口的公司而言，商業證券市場至關重要。
- **在中期：政府債務貨幣化。**政府正在部署大規模的財政刺激措施，包括直接向家庭支付現金。在發達經濟體，財政赤字將從佔GDP的2-3%增加到大約10%甚至更多。如果這種公共援助透過標準政府債務提供資金，則利率將急劇上升並扼殺復甦。除了完全利用即將到來的公共債務增加貨幣化之外，別無選擇。

非金融公司板塊是這場新危機的中心

1/ 截至3月25日當週，聯儲局增加了5860億美元的資產，使其總持有量達到5.3兆美元。



Source: Bloomberg, Amundi Research - Data as of 25 March 2020

本月主題

在現階段，很難評估病毒對經濟的破壞程度。各國央行和政府採取的協調行動的明確目標是防止破產急劇增加。隨著各國央行進入無限支持這一新制度，我們對各國央行應對流動性危機的能力充滿信心。然而，對於即將到來的償付能力危機的深度，我們沒有

堅定的信念。我們預計：(1) 隨著更多的主權債務供應將被央行的購買計劃吸收，央行採取措施錨定主權收益率；(2) 大公司受到青睞，因為這些公司將是支持復甦並限制失業率上升的關鍵。

歐洲央行宣佈推出「大流行緊急購買計劃」(PEPP)：

- 該公共和私人證券購買計劃涉及7500億歐元，是對現有計劃的補充（每月200億歐元，到年底將達到1200億歐元）。歐洲央行將以前所未有的速度購買資產：到12月，歐洲央行將每月購買超過1100億歐元；歐洲央行至多每月購買800億歐元。
- 這個新計劃非常靈活：包括希臘證券，無發行人限制，與資本配置要素相關的幅度更大，而最低剩餘期限要求降低至70天。
- 歐洲央行現在也直接從大公司購買商業票據。

聯儲局將利率下調至0-0.25%，並宣佈採取嚴厲措施以提振市場狀況：

- 聯儲局將購買不限數量的美國國債和抵押支持證券。聯邦公開市場委員會將在其機構抵押支持證券購買中，包括機構商業抵押支持證券的購買。
- 透過建立新的計劃，支持向僱主、消費者和企業的信貸流動，這些計劃加在一起將提供高達3000億美元的新融資。財政部將使用外匯穩定基金 (ESF) 向這些融資便利措施提供300億美元的股本。
- 設立兩項融資便利措施以支持對投資級公司的信貸——分別是用於發行新債券和貸款的「一級市場公司信貸融資」(PMCCF) 和為未償還公司債券提供流動性的「二級市場企業信貸融資」(SMCCF)。
- 建立第三項融資便利措施，即「定期資產支持證券貸款融資便利措施」(TALF)，以支持信貸流向消費者和企業。TALF將允許發行由學生貸款、汽車貸款、信用卡貸款、小型企業管理局 (SBA) 擔保貸款以及某些其他資產支持的資產支持證券 (ABS)。
- 聯儲局還擴大了央行的流動性掉期額度

中央和替代情景

本月更新

武漢肺炎疫情於三月逐步走向全球，改變了環球經濟和金融市場的遊戲規則。隨著對遏制病毒損害的政策對策變得更加大膽，我們重新評估了基本情景和替代情景的敘述。我們將上行情景的概率從15%更改為30%，而下行情景從30%的概率降至20%，而中間情景則從55%的概率降至50%。

下行情景
L形

20%

- 大流行持續到2021年中，醫療進展緩慢，2020年末爆發第二輪疫情
- 各國「禁足」措施擴大
- 死亡人數大幅增加。
- 長期且深遠的環球經濟衰退導致經濟蕭條。需求和經濟活動崩潰，甚至超出了是次公共衛生突發事件的直接影響
- 環球債務全額貨幣化，公共債務和央行資產負債表激增
- 倒閉企業潛在產出損失
- 長期金融壓制（透過監管和零利率政策）
- 大規模破產和企業倒閉的成本不斷上升，削弱了人們對銀行業的信心，並導致金融不穩定
- 長期停滯重燃，去全球化成為新規範

中間情景
U形底座形狀

50%

- 暫時但長期衝擊：
 - 2020年第二季度末大流行尚未結束（死亡率下降，但疫情並未消失）
 - 由於各國「禁足期」有限（最多三個月），疫情終於（在第三季度末）得到控制
 - 脆弱的新興市場（非洲和南亞）遇上健康和經濟危機
- 2020年第一、第二、第三季度環球深度衰退
- 從2020年第四季度開始緩慢復甦（滯後效應和增長緩慢），然後在2021年反彈（主要受基本效應驅動）
- 政府及央行的緊急政策在短期（第二季度）未能平息情緒反應（恐懼因素），但保留了收入和業務
- 隨著融資條件趨緊、利潤下降以及油價下跌，2020年的企業違約率激增。信貸市場和償付能力問題的深度分化
- 製造業的逆轉落後於服務業的逆轉
- 世界其他地區的需求疲軟抑制中國復甦
- 一些滯脹勢力的實現（去全球化）

上行情景
U形

30%

- 限時衝擊，大流行於2020年第二季度得到控制
- 深度但短暫的衰退（2020上半年）
- 環球中央銀行和財政協調行動支持經濟復甦（追趕不足）
- 製造業和服務業逆轉
- 公司違約數量有限，因為各國政府的支持和央行的流動性措施
- 需求激增成為現實
- 經濟增長在2021年高於潛力，且可能於某些國家早在2020年下半年出現

我們就武漢肺炎疫情的立場如何？

「幾十年來什麼都沒發生；幾週之內就會發生了數十年的事。」

武漢肺炎疫情已轉變為環球事件，從亞洲擴展到歐美各國。病例數目繼續增加，旨在遏制和管理危機的衛生政策承受到巨大壓力。三月期間，政策變得更加大膽。

遏制措施以不同的力度和時機推出，包括社交距離措施、各國實施「禁足」措施、供應鏈中斷增加等，對需求和供應均造成壓力。維護社會和經濟穩定已成為決策者的重點。制定了保障生命和生計並控制經濟後果的醫療保健和經濟政策。

由於在保障生命、生計和業務方面的不確定性不斷增加，金融市場的反應變得極為殘酷。各國央行已經將市場參與者對流動性、信貸曲線短端（尤其是在美國）和主權收益率的期望，定在歐洲央行限制德國國債收益率與外圍國家之間的利差的基礎上。正採取「不惜一切」的態度來控制風險，避免金融破壞波及到實體經濟，而破壞的深度和持續時間將太大而無法承受。

最高風險

本月更新

風險被聚類以簡化對沖策略的檢測，但對沖策略顯然息息相關。三月，我們看到經濟風險顯著增加。現在的挑戰是要找出武漢肺炎疫情的經濟影響，而各國央行的緊急措施則可緩和押在對流動性和主權利差之預期上的財務風險。地緣政治風險仍然高企，但有可能擴大投資期限

經濟風險	財務風險	(地緣) 政治風險
7.5%	15%	7.5%
概率	概率	概率
經濟蕭條	財務不穩定	武漢肺炎疫情加劇了政治緊張局勢
<ul style="list-style-type: none"> 大流行繼續，可能出現第二次爆發，且死亡人數不斷上升 一場深遠的環球經濟衰退：需求和經濟活動崩潰，國家「禁足期」持續超過六個月 企業倒閉，造成潛在產出損失 為了克服武漢肺炎病毒的拖累，緊急財政政策和流動性注入加劇了債務負擔。 	<ul style="list-style-type: none"> 公司脆弱性不斷增加、償付能力問題以及違約風險增加（增加15%，甚至20%） 由於環球經濟衰退和金融不穩定，大量違約事件蔓延到銀行業並加劇了金融風險 信貸流動性不足和風險錯配 美元流動性乾涸 央行政策效率低下：儘管聯儲局的量化寬鬆政策，美國國庫債券的長期債券收益率仍將上升，而一級市場的回升步伐較慢（歐洲可能也是如此） 	<ul style="list-style-type: none"> 美國大選：全國各地的病毒爆發令實際投票率成為挑戰，並嚴重損害了總統選舉的合法性 武漢肺炎再爆發引起的經濟和國家安全利益（和目標）導致新一輪貿易衝突 在缺乏協調一致的政策和政府領導的情況下，反建制政黨將帶頭（主要是歐洲承受的風險） 英國正步向硬脫歐 中美就武漢肺炎大流行的責任互相指責 公開石油戰爭
<div>+</div> 現金、掛鉤證券、美元、防禦性相對週期性產品	<div>+</div> 瑞士法郎兌澳幣、日圓（澳幣、紐幣、加元）、信用違約掉期、期權性、最低交易量	<div>+</div> 發達市場政府債券、現金、黃金、掛鉤證券、美元、波動率、優質股
<div>-</div> 石油、風險資產、外匯商品出口商	<div>-</div> 石油、風險資產	<div>-</div> 石油、風險資產、EMBI

研究方法

— 情景

這些概率反映了由我們的宏觀金融預測所確定和定義的金融體制（中央、下行和上行情景）的可能性。我們對擴大後的宏觀經濟數據集使用k均值聚類算法，將觀察結果劃分為K聚類，其中K代表數據集中的大部分可變性。根據其相似性，觀察結果屬於其中一個群集。透過最小化觀測值和聚類質心之間平方歐幾里德距離的總和（即每個聚類的參考值），可以將觀測值分組為k個聚類。距離越大，屬於指定體制的可能性越低。最終應用了GIC定性疊加。

— 風險

風險的概率是內部調查的結果。要監控的風險分為三類：經濟、金融、（地緣）政治。儘管這三個類別相關，但它們具有與三個驅動因素有關的特定中心。權重（百分比）是在投資底線進行的季度調查得出的影響最大的方案所組成。

環球研究資料集

1 **U 2020年第一/第二/第三季度環球深度衰退亞洲(其次是歐洲,然後是美國)的復甦將改變遊戲規則,從而確立了逆轉之路。**

- 衝擊的時間範圍已經延長(預計5月或6月將達到整體峰值)。地理影響已從全球對於中國貿易動態的外部衝擊,擴展到了大多數經歷停擺的國家需求萎縮的內生衝擊。除少數國家(如:中國和南韓)外,疫情尚未達到高峰。因此,我們正在將中央情景恢復形態調整為擴展的「U」形。

2 **各國央行正在應對流動性風險**

- 各國央行正在加緊解決流動資金問題,重新調整主權風險並廣泛固定收益。我們希望各國央行能夠成功,限制透過信貸部門從金融市場流向實體經濟的溢出。然而,我們知道各國央行在償付能力方面的火力有限。這將在經濟政策範圍之內。

3 **政府正嘗試捍衛生命和家庭收入**

- 各國政府必須以社會穩定為目標,首先要維護生命安全,然後要維持收入,並最大程度地減少業務崩潰的長期成本,以為隨後的實際經濟作好準備。在美國,財政部與聯儲局之間的合作已經就緒,而在歐元區,我們正處於加強共同財政應對以及與貨幣政策協調的初期。

4 **全年油價應會保持低位**

- 惡性的供求關係引發了油價暴跌。武漢肺炎大流行以及世界各地的「禁足」措施已削減了需求預期,而沙特阿拉伯突然決定將每天產量提高300萬桶,令石油市場陷入石油供過於求的深刻領域。因此,若環球技術衰退在2020年下半年進一步加深,則油價的合理區間將變為25-35美元,下行壓力可低至20美元。

刺激措施

美國:針對武漢肺炎疫情的2.2兆美元刺激措施。該計劃旨在保護美國經濟,減緩正在遭受的巨大衝擊。歷史上最大的經濟救濟計劃(佔GDP的10%)將為經濟內的所有行業提供廣泛的支持,包括受到該疫情的經濟影響打擊的自僱和獨立工作者。這項龐大的《緊急援助法案》的主要內容包括:各每名成人直接支付1200美元、每名兒童500美元(以收入為條件),總計2900億美元。此外,對失業者的援助正在擴大2600億美元。以貸款和擔保形式提供5100億美元,其中4540億美元用於支持聯儲局的貸款計劃,其餘用於重災區(包括也將獲得贈款的航空公司)。小型企業還將獲得3770億美元的貸款、擔保和贈款。最終,州政府和地方政府將獲得1500億美元的撥款,而1800億美元將用於醫院和其他醫療保健支出。一籃子計劃的其餘部分將主要是為商業公司提供稅務寬免措施及其他優惠。

歐盟:來自政府和歐洲央行的大力支持。歐洲理事會已確認暫停預算規定,並允許成員國放寬對公司國家援助的限制。在啟動國家計劃之前,已商定了370億歐元的早期援助計劃(主要是凝聚政策資金的再利用)。歐元區決定啟動歐洲穩定機制(ESM),其金額佔GDP的2%,儘管還需要進一步的決定才能生效。在國家層面,當局已宣佈了重大措施,例如:法國提供450億歐元(佔GDP的2%)和德國1200億歐元(佔GDP的4%)的援助。請注意,這些金額不是最高限額,因為金額最終將視乎已公佈的計劃(例如對臨時失業提供支持)的使用率。當局還宣佈了對公司貸款的大規模公共擔保,其中包括法國3000億歐元和德國總額超過8000億歐元(德國政府傳達了「無限」擔保的訊息)的公共擔保。德國還設立了1000億歐元的基金,用於公司的公共資本注入。

英國:當局已通過三項計劃,主要措施包括支持NHS和醫學研究,支持臨時失業(為期三個月的計劃,支付工資的80%,每月最高2500英鎊),以及其他支持自僱人士和臨時工的計劃。這些措施將使英國今年的預算增加至少420億英鎊。政府還為公司貸款提供了指示性的3300億英鎊擔保。

日本:二月和三月,當局已宣佈兩項總額為96億美元的計劃。其中包括廉價貸款,以支持遭受重創的中小型公司(首先是在旅遊業務方面,然後是其他行業),並為在職父母提供幫助及其他社會援助。日本目前正在準備推出更大型的計劃(多達5150億美元,佔GDP的10%),其中應會包括直接向家庭付款和提供貸款擔保。部分資金將從先前的刺激計劃中提取,該計劃旨在盡力減少中美貿易戰帶來的損害。

東方匯理資產類別觀點

	資產類別	觀點	1個月內的改變	理由
股票平台	美國	-/=	▼	儘管最近出現了反彈，惟我們仍保持謹慎態度，因為我們認為受病毒新聞流和遏制措施的經濟影響（可增加美國經濟衰退的可能性）的驅動，美國股市可能仍會波動。然而，鑑於聯儲局宣佈將「繼續使用所有工具」，鑑於市場對財政刺激和貨幣寬鬆政策的預期（無限量的量化寬鬆政策），衰退可能只會短暫出現。
	歐洲	-/=		歐洲目睹了前所未有的經濟突然停擺，這可能導致暫時的衰退。行業弱勢的企業可能會面臨國有化。然而，在高波幅和低盈利可見性之間平衡風險，提高流動資金應為優先考慮。獨特的機會已經出現，但股票整體上仍顯得脆弱。
	日本	=		不少日本公司是出口商，可能會受到日圓升值的傷害，日圓在極端動盪時期是避險天堂。結果，其收入與環球採購經理人指數（PMI）和經濟活動息息相關。然而，估值具有吸引力，而公司的資產負債表也沒有得到充分利用。因此，我們保持中立。
	新興市場	=		鑑於新興市場對武漢肺炎病毒的經濟影響的脆弱性以及商品市場的不確定性，我們整體上保持謹慎，尤其在依賴服務和旅遊業以及能源部門的行業和國家/地區。我們偏愛中國和南韓，因為兩國正接近武漢肺炎疫情的復甦階段。隨著情況的改善，由於有吸引力的估值和政策刺激措施，可能會出現很多機會。
固定收益平台	美國政府債券	=/+		在環球固定收益方面，鑑於環球市場波動加劇，避險資金持續流入，我們對美國存續期投資持樂觀態度。儘管未來債務增加，惟無限量的量化寬鬆政策可能會有助於穩定債券利率。
	美國投資級公司債券	=/+		緊縮的金融狀況正在影響市場流動性。然而，聯儲局決定提供PMCCF、SMCCF並對機構抵押貸款支持證券的支持應該會有所緩解。我們整體上保持謹慎，並專注於流動性。市場動向可能會提供機會，以折扣價選擇性地添加優質長期企業信貸產品。
	美國高收益公司債券	-	▼	在高槓桿、違約風險增加、武漢肺炎疫情的經濟影響以及油價下跌的情況下，我們非常謹慎。
	歐洲政府債券	-/=		我們在歐盟核心政府債券方面看不到多少價值，但對外圍國家債券方面樂觀，因為外圍國家債券繼續提供誘人的收益。我們對意大利和西班牙持樂觀態度（儘管現在面臨更多挑戰），這是因為歐洲央行承諾注入大量流動資金以防止經濟危機分散，並給遭受疫情嚴重打擊的國家帶來額外的財務壓力。然而，我們仍然預計外圍國家將可能出現高波動性和流動資金短缺。
	歐洲投資級公司債券	++		考慮到前者的強勁基本面以及歐洲央行的持續支持，歐洲投資級產品仍然是我們相對於美國投資級產品的優先選擇。然而，我們專注於發行人的質量，因為良好的發行人可以輕鬆應對我們投資組合中的風險。我們對次級債務金融持樂觀態度，因為與2008年相比，銀行為應對危機做好了充分準備。
	歐洲高收益公司債券	-/=	▼	儘管我們偏向歐洲高收益而非美國高收益產品，但我們有選擇性，並且意識到必須監視不斷惡化的資金流通狀況，以及由於經濟下滑而導致的違約率上升情況。
	新興市場債券（硬通貨）	=/+	▼	由於武漢肺炎爆發，加上不少新興市場均處於疫情早段，我們在短期內保持謹慎。我們看好印尼、烏克蘭和南非，並對石油輸出國的債券保持謹慎。
其他	大宗商品			大宗商品價格在最近幾週急劇下跌，原因是石油、基本金屬和黃金（在較小程度上）遭受了兩大衝擊。由於武漢肺炎疫情導致的環球「禁足」措施削減了對石油需求的預期，而沙特阿拉伯突然決定將每日產量提高300萬桶，則使石油市場供過於求。我們將油價下調至每桶25-35美元，如果環球經濟衰退進入下半年，則有可能進一步下行至20美元。黃金也因強制賣出而暫時遭受損失，以便為其他風險頭寸的追加保證提供資金。然而，在採取非常規貨幣政策時，黃金仍然是有效的對沖工具。
	貨幣			在緊縮的金融環境中，美元上漲，降低了增長預期，並增加了對流動性的擔憂。與之形成鮮明對比的是，二月底，波動率的飆升推高了低收益率貨幣，以利於平倉套利。然而，三月份美元上漲，結束了其基本面高估15%的情況。展望未來，由於對經濟僵局的潛在持續時間和流動性需求的增長無法預計，因此美元應會保持堅挺，至少要到各國央行和政府的干預被認為是可靠一刻，並直到發現風險資產觸底為止。

圖例



資料來源：東方匯理截至2020年3月24日對歐洲投資者的相對觀點。本材料代表在特定時間對市場環境的評估，並非對未來事件的預測或未來業績表現的保證。讀者不應依賴有關資訊作為就任何基金或任何特殊證券的研究、投資建議或推薦。有關資訊僅供說明及教育目的使用，並可能會有變動。有關資訊不代表任何東方匯理產品的當前、過去或未來實際資產配置或投資組合。

IG=投資級公司債券；HY=高收益公司債券；EM Bonds HC/LC=新興市場硬通貨/本幣債券。WTI=西德克薩斯中級原油。OE=量化寬鬆。

發達國家

宏觀經濟前景

數據截至29/3/2020

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, %)		
	2019	2020年 範圍	2021	2019	2020	2021
世界各地	3.1	-0.9/0.3	3.1/3.8	3.0	3.4	2.8
發達國家	1.7	-3.4/-1.9	2.8/3.5	1.5	1.5	1.6
美國	2.3	-3.1/-1.9	3.0/4.0	1.8	1.6	1.6
日本	1.2	-3.0/-1.9	1.0/2.0	0.7	0.7	0.6
英國	1.4	-5.0/-3.2	3.1/3.8	1.8	1.6	1.7
歐元區	1.2	-5.2/-3.0	3.2/3.8	1.2	0.8	1.3
德國	0.6	-5.5/-3.1	3.1/3.7	1.5	1.0	1.3
法國	1.2	-5/-3	3.2/3.9	1.3	0.9	1.3
意大利	0.3	-6.1/-4.9	3.1/3.6	0.7	0.3	1.0
西班牙	2.0	-5.8/-4.2	3.0/3.7	0.7	0.6	1.0

資料來源: 東方匯理研究

- **美國:** 朝着上半年急劇收縮的方向前進; 一旦遏制措施後正常化階段開始, 下半年的恢復將視乎危機的持續時間和前所未有的政策反應的有效性。儘管美國總統宣佈了緊急狀態, 但幾乎所有州份都在採取從防止集會到全州防疫隔離等嚴厲緊急措施。三月下旬的數據顯示, 商業和消費者信心急劇下降, 每週申請失業救濟的人數空前增加 (320萬)。
- **歐元區:** 繼意大利之後, 歐元區經濟正進入衰退, 幾乎歐洲國家都面臨嚴重的武漢肺炎疫情爆發, 並已採取越來越嚴格的遏制措施, 導致內需下降、供應鏈中斷和外部需求損失等連鎖反應。幾乎所有經濟活動行業都受到影響。最可能的情况是「U」型復甦, 「U」字腹部視乎該公共衛生緊急情況的持續時間以及正常化階段開始後為支持經濟而提供的財政配套的有效性。
- **日本:** 到三月底, 由於東京和各大城市的病例數呈上升趨勢, 海外大流行對經濟的風險已轉變為一種內生風險。在決定推遲東京奧運會 (可能推遲到2021年) 之後, 安倍晉三尚未作出實施更嚴格的「禁足」措施的決定。隨著大多數經濟體遭受內部和外部需求崩潰的雙重衝擊, 預計日本經濟將陷入嚴重衰退。日本的資本投資與其出口動態緊密相關。
- **英國:** 英國經濟今年將面臨衰退。武漢肺炎個案總數已上升到令人擔憂的水平, 促使政府對人民的流動和經濟活動實施越來越多的限制, 這至少會嚴重拖累上半年的經濟增長。隨後出現了前所未有的政府、財政和貨幣政策對策, 其目標是遏制病毒的蔓延, 幫助家庭和企業度過難關, 並在緊急情況結束後為復甦工作作好準備。

請注意: 我們對宏觀經濟預測的不確定性非常高, 一旦獲得新的高頻數據, 就會引發頻繁的重新評估。在這一點上, 我們的預測包括較高的定性成分, 從而降低了統計的準確性, 並透過拓大相關範圍來增加不確定性。

主要利率展望

	2020年3月 31日	東方匯理 +6個月	市場觀點 2020年第 二季	東方匯理 +12 個月	市場觀點 2020年第 四季
美國	0.13	0.25	0.13	0.25	0.15
歐元區	-0.50	-0.50	-0.64	-0.50	-0.66
日本	-0.1	-0.2	-0.16	-0.2	-0.28
英國	0.1	0.00	0.20	0.00	0.20

資料來源: 東方匯理研究

- **美國聯儲局:** 聯儲局迅速從言語變為行動: 1) 削減利率 (兩輪) 總計150個基點; 2) 宣佈對美國國債和MBS進行開放式量化寬鬆; 3) 為商業票據市場和一級交易商的流動性引入支持設施; 4) 提供3000億美元的新資金, 直至2020年9月底, 透過以下三種方式支持信貸: (1) 支持新債券和貸款發行的「一級市場公司信貸融資」(PMCCF); (2) 為未償還公司債券提供流動性的「二級市場企業信貸融資」(SMCCF); 以及 (3) 「定期資產支持證券貸款融資便利措施」(TALF) 以支撐發行資產支持證券 (ABS)。
- **歐洲央行:** 歐洲央行採取了兩次行動: 在最近一次會議上, 歐洲央行擴大了量化寬鬆計劃, 增加了1200億歐元的淨資產購買額, 並批准了流動性工具和全新長期貸款, 以非常優惠的利率全額分配了流動資金, 以支持中小企業融資。同時, 歐洲央行銀行監管部門為應對武漢肺炎疫情提供了臨時資金和業務救濟。歐洲央行隨後宣佈推出一項價值7500億歐元、具有足夠靈活性 (無發行人限制) 的額外量化寬鬆計劃 (全新的「大流行緊急購買計劃」, 英文簡稱為「PEPP」)。
- **日本央行:** 日本央行與其他央行共同呼籲提供更多寬鬆措施。日本央行與其他主要央行發表的聲明一致, 表示將透過適當的市場運作和資產購買來提供充足的流動性並確保金融市場的穩定。日本央行表示, 將透過市場操作注入足夠的資金, 以確保銀行在3月31日日本財年結束之前擁有足夠的資金, 並宣佈推出維持回購市場穩定的措施。
- **英國央行:** 金融政策委員會將銀行利率降低了65個基點, 從0.75%降至0.1%。當局還宣佈將資產購買存量增加2000億英鎊, 至總計6450億英鎊。額外購買的資產大部分將來自英國政府債券, 此外, 還將購買一些非金融投資級公司債券。引入了新的定期資助計劃 (TFSME), 該計劃對中小企業給予額外的激勵。

貨幣政策日程

各國央行	下次會議
聯儲局聯邦公開市場委員會	4月29日
歐洲央行理事會	4月30日
日本銀行金融政策決定會合	4月27日
英倫銀行貨幣政策委員會	7月5日

資料來源: 東方匯理研究

新興市場

宏觀經濟前景

數據截至3/3/2020

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, %)		
	2019	2020年 範圍	2021	2019	2020 2021
世界各地	3.1	-0.9/0.3	3.1/3.8	3.0	3.4 2.8
新興市場	4.1	0.8/1.7	3.3/4.0	4.0	4.6 3.5
巴西	1.1	-3.2/-1.8	-0.1/0.9	3.7	4.2 4.5
墨西哥	-0.1	-3.5/-1.5	-0.2/0.8	3.6	3.6 3.6
俄羅斯	1.3	-1/1	1.0/2.5	4.5	3.5 4.0
印度	5.3	1.2/2.6	3.6/4.9	3.7	6.4 4.4
印尼	5.0	3.3/4.1	4.1/5.0	2.8	2.8 3.3
中國	6.2	2.3/3.3	5.0/5.6	2.9	4.0 2.0
南非	0.2	-5/-3	0.8/1.0	4.6	4.1 4.4
土耳其	0.8	1.3/1.8	2.3/2.5	15.5	10.9 9.2

資料來源: 東方匯理研究

- **中國:** 一月和二月公佈的一連串數據在經濟體系的不同行業部門(家庭消費、投資和貿易方面)非常薄弱。這些數據觸發了我們對2020年增長預期的大幅下調, 目前定在2.7%-3.7%的範圍內。政策組合仍然寬鬆, 特別是在財政方面, 地方政府被允許保留更多的稅收收入, 並在今年頭幾個月發放超過一半的年度配額。經濟活動正在緩慢復甦, 但下行風險仍然存在——疫症第二波爆發、對中國產品的外部需求正在消失, 造成環球經濟衰退。
- **墨西哥:** 2020年的經濟表現預計將遠低於2019年的趨勢。墨西哥的國民生產總值將受到三大衝擊: 武漢肺炎疫情爆發、美國(墨西哥主要貿易夥伴; 佔其總出口80%左右)的經濟衰退, 以及低油價。政策組合正以非常緩慢的步伐轉為寬鬆。墨西哥央行將其政策利率下調了50個基點, 而且還可能進一步行動。就爆發控制和財政政策而言, 策略不明確預計將加劇經濟疲軟。此外, 低油價正在使財政可持續性變暗(本來已很脆弱, 使墨西哥石油公司增加到主權債務之中)。
- 由於大量的信貸衝動, **土耳其**進入公共衛生突發事件的勢頭強勁, 而且債務與國內生產總值的比率為31%, 擁有財政空間。在緊急會議上, 土耳其央行決定將利率下調100個基點至9.75%, 並宣佈了其他與流動性相關的措施。總統埃爾多安推出了一項強勁的154億美元經濟計劃, 這將增強企業和公眾承受短期經濟影響的能力。佔GDP約2%的財政措施和貨幣擴張是良好的第一步, 但未來可能還會更多。
- **俄羅斯:** 創紀錄的低油價, 再加上武漢肺炎疫情危機造成的環球經濟放緩, 促使俄羅斯採取了一系列措施。儘管中央銀行在三月的會議上維持政策利率不變, 但已宣佈了一系列支持中小企業和家庭的措施。這些措施以國內生產總值來計似乎並不顯著, 但隨着時間的流逝, 措施可能還會加碼推出。俄羅斯在國家財富基金中擁有大量資產, 可以彌補幾年來石油收入的不足。整體公共財政保持健康, 債務非常低, 迄今為止有財政盈餘。

請注意: 我們對宏觀經濟預測的不確定性非常高, 一旦獲得新的高頻數據, 就會引發頻繁的重新評估。在這一點上, 我們的預測包括較高的定性成分, 從而降低了統計的準確性, 並透過拓大相關範圍來增加不確定性。

主要利率展望

	31-03 2020	東方匯 理 +6個 月	市場觀點 2020年第 二季	東方匯 理 +12個 月	市場觀點 2020年第 四季
中國	4.05	3.85	-	3.85	-
印度	4.4	4.15	4.95	4.15	4.9
巴西	3.75	3.5	3.4	3.5	3.6
俄羅斯	6	5.5	5.95	5.5	5.95

資料來源: 東方匯理研究

- **中國人民銀行:** 自武漢肺炎疫情爆發以來, 中國人民銀行的貨幣政策運行步伐略微加快, 目標存款準備金率降低, 並略微降低貸款市場報價利率(LPR)以及中期借貸便利(MLF)。考慮到一月和二月經濟活動急劇下降, 再加上經濟活動逐漸恢復以及疫症第二波爆發和中國產品外部需求消失帶來的巨大風險, 中國人民銀行可能會更積極地進行干預。如果三月份的數據未能顯示出預期的逐步改善, 則降低基準存款利率的可能性越來越大。
- **印度儲備銀行:** 由於武漢肺炎疫情的破壞力, 印度儲備銀行將其每兩個星期舉行一次的貨幣政策會議改為每星期一次, 並將其參考政策利率從5.15%下調了75個基點至4.40%。印度儲備銀行還降低了反向回購固定利率90個基點(4.0%), 令印度儲備銀行的被動存款資金對銀行而言毫無吸引力, 目的是擴大信貸供應。貨幣政策仍然主導着政策組合, 由於整體通脹率仍然高企, 未來的空間很小。顯然, 印度儲備銀行需要做更多工作, 以改善銀行與實體經濟之間的傳導機制。
- **巴西央行:** 在針對武漢肺炎疫情爆發而下調50個基點的預防性減息措施之後, 巴西央行在三月下旬宣佈「有史以來最高的流動性注入和資本減免」(巴西央行行長): 流動性為1.2兆雷亞爾。已宣佈的不少措施旨在為金融系統提供流動資金並增加貸款。巴西央行已結束漫長而可觀的寬鬆週期, 實際利率為負。由於操作空間不大, 巴西央行需要轉向其他工具來支持經濟。進一步寬鬆的可能性仍然存在。
- **俄羅斯央行:** 在二月份將政策利率下調25個基點至6%之後, 俄羅斯央行在三月的會議上維持其政策利率不變。儘管通脹率遠低於4%的目標, 惟俄羅斯央行提到, 外部條件的改變與石油價格急劇下跌以及武漢肺炎病毒蔓延造成環球衰退的威脅有關。俄羅斯央行預計, 盧布貶值會導致通脹暫時加速, 而國內外需求放緩會給通貨緊縮壓力抵消。

貨幣政策日程

各國央行	下次通訊
人民銀行	4月20日
印度儲備銀行	6月2日
巴西央行	5月5日
俄羅斯央行	4月24日

資料來源: 東方匯理研究

宏觀經濟及市場預測

宏觀經濟預測 (2020年3月29日)						
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, %)		
	2019	2020年範圍	2021	2019	2020	2021
美國	2.3	-3.1/-1.9	3.0/4.0	1.8	1.6	1.6
日本	1.2	-3.0/-1.9	1.0/2.0	0.7	0.7	0.6
歐元區	1.2	-5.2/-3.0	3.2/3.8	1.2	0.8	1.3
德國	0.6	-5.5/-3.1	3.1/3.7	1.5	1.0	1.3
法國	1.2	-5/-3	3.2/3.9	1.3	0.9	1.3
意大利	0.3	-6.1/-4.9	3.1/3.6	0.7	0.3	1.0
西班牙	2.0	-5.8/-4.2	3.0/3.7	0.7	0.6	1.0
英國	1.4	-5.0/-3.2	3.1/3.8	1.8	1.6	1.7
巴西	1.1	-3.2/-1.8	-0.1/0.9	3.7	4.2	4.5
墨西哥	-0.1	-3.5/-1.5	-0.2/0.8	3.6	3.6	3.6
俄羅斯	1.3	-1/1	1.0/2.5	4.5	3.5	4.0
印度	5.3	1.2/2.6	3.6/4.9	3.7	6.4	4.4
印尼	5.0	3.3/4.1	4.1/5.0	2.8	2.8	3.3
中國	6.2	2.3/3.3	5.0/5.6	2.9	4.0	2.0
南非	0.2	-5/-3	0.8/1.0	4.6	4.1	4.4
土耳其	0.8	1.3/1.8	2.3/2.5	15.5	10.9	9.2
發達國家	1.7	-3.4/-1.9	2.8/3.5	1.5	1.5	1.6
新興市場	4.1	0.8/1.7	3.3/4.0	4.0	4.6	3.5
世界各地	3.1	-0.9/0.3	3.1/3.8	3.0	3.4	2.8

主要利率展望

發達國家					
	31/3/2020	東方匯理 + 6個月	市場觀點 2020年第二季	東方匯理 + 12個月	市場觀點 2020年第四季
美國	0.13	0.25	0.13	0.25	0.15
歐元區	-0.50	-0.50	-0.64	-0.50	-0.66
日本	-0.1	-0.2	-0.16	-0.2	-0.28
英國	0.1	0.00	0.20	0.00	0.20
新興市場					
	2020年3月30日	東方匯理 + 6個月	市場觀點 2020年第二季	東方匯理 + 12個月	市場觀點 2020年第四季
中國	4.05	3.85	-	3.85	-
印度	4.4	4.15	4.95	4.15	4.9
巴西	3.75	3.5	3.4	3.5	3.6
俄羅斯	6	5.5	5.95	5.5	5.95

長期利率展望

2年期債券孳息					
	2020年3月31日	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	0.23	0.25/0.5	0.30	0.25/0.5	0.35
德國	-0.69	-0.8/-0.60	-0.74	-0.70/-0.50	-0.75
日本	-0.14	-0.30/-0.20	-0.13	-0.30/-0.20	-0.13
英國	0.15	0/0.25	0.15	0/0.25	0.14
10年期債券孳息					
	2020年3月31日	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	0.69	0.5/0.7	0.79	0.8/1	0.86
德國	-0.48	-0.8/-0.5	-0.45	-0.50/-0.30	-0.42
日本	0.02	-0.10/0.10	0.09	0/0.2	0.13
英國	0.37	0.20/0.4	0.36	0.4/0.6	0.43

匯市展望

	2020年3月30日	東方匯理 + 6個月	市場觀點 2020年第三季	東方匯理 + 12個月	市場觀點 2021年第一季
歐元/美元	1.107	1.06	1.12	1.15	1.14
美元/日圓	108	106	107	105	106
歐元/英鎊	0.89	0.92	0.86	0.85	0.86
歐元/瑞士法郎	1.06	1.05	1.07	1.10	1.07
歐元/挪威克朗	11.69	11.83	10.27	11.01	10.65
	2020年3月30日	東方匯理 + 6個月	市場觀點 2020年第三季	東方匯理 + 12個月	市場觀點 2021年第一季
歐元/瑞典克朗	11.02	11.55	10.59	10.25	10.54
美元/加元	1.41	1.46	1.35	1.30	1.36
澳元/美元	0.61	0.59	0.67	0.72	0.65
紐元/美元	0.60	0.55	0.64	0.68	0.63
美元/人民幣	7.10	7.10	6.97	7.10	6.99

資料來源: 東方匯理研究

本行預測的免責聲明

宏觀經濟預測的不確定性非常高，並且只要有新的高頻數據出現，就會觸發頻繁的重新評估。在這一點上，我們的宏觀經濟預測包括較高的定性成分，從而降低了統計的準確性，並透過拓大相關範圍來增加不確定性。

環球衰退是我們今天的基本情況

1. 多深？

- 深入程度視乎受影響國家/地區的疫情壽命，並因此對大多數國家/地區逐步實施的「禁足」措施。內需（在不同程度上跨越其組成部分）和貿易動態均顯示出低迷。我們假設實施「禁足」措施的季度的經濟下滑幅度最大，隨後將出現溫和的下滑趨勢。我們密切留意疫情與「禁足」措施的發展，並注意經濟活動何時恢復。

2. 多久？

- 時間表視乎經濟動蕩深度、信貸條件和企業違約增加，加劇了金融市場的動盪，從而加劇了對經濟的影響。
- 衝擊的時間表已經延長，預計到2020年5月至2020年6月將達到最高峰。2020年第四季度，環球經濟呈現出穩定增長的跡象。
- 時間表還視乎疫情爆發的具體發展以及先前存在的脆弱性。

3. 財政影響

- 微觀和宏觀財政措施的影響未包括在我們的預測中，但可以合理地假設貨幣政策當局推動的金融和流動性狀況正常化

財務目標

- 財務目標會在同一時間獲符合審視，其中包括每天執行的政策措施。

刊物精選

投資座談



📌 尋找武漢肺炎危機的谷底 (2020年3月25日)

- 市場正在引領實際的經濟週期，因此，市場將在大流行結束之前觸底
- 然而，當市場可以將期望值固定在以下三點時，將使市場平靜下來並感到安心：(1) 蔓延速度有改善跡象；(2) 財政和貨幣當局「不惜一切」的策略；(3) 信貸曲線和核心債券的短期收益折讓了較高的未來債務
- 新的金融體制已經開始

Pascal BLANQUÉ——集團投資總監；Vincent MORTIER——集團副投資總監

📌 政策行動已踏入下一層次，但市場仍在尋找「真正」的催化劑 (2020年3月19日)

- 休眠的波動性最終被喚醒，而風險平價基金和自動賣出策略導致波動性飆升。但這不是金融危機，而是經濟危機
- 信貸是最需要監控的領域，用於評估危機流向金融危機的潛在溢出影響，且可能會產生更深遠的影響
- 現在才放賣實在太遲，卻未到買入的時機

Pascal BLANQUÉ——東方匯理集團投資總監；Vincent MORTIER——東方匯理集團副投資總監；Monica DEFEND——東方匯理研究部環球總監。

📌 美國：武漢肺炎疫情與石油戰需要採取果斷行動。美國聯儲局採取措施緩解金融壓力 (2020年3月16日)

- 圍繞這一環球健康危機的嚴重程度和持續時間的不確定性正在推動環球金融市場的動盪並測試其流動性。
- 石油相關的供應衝擊，加上武漢肺炎疫情造成的需求衝擊
- 在美國固定收益方面，我們認為，公司利差有選擇地具有吸引力，偏向於優質發行人和流動性較強的發行人
- 在美國股票市場方面，我們認為最謹慎的方法是投資於債務水平可控、高利潤率和穩定競爭地位的公司

Christine TODD——美國固定收益部主管；Marco PIRONDINI——美國股票部主管；Paresh UPADHYAYA——貨幣策略總監兼美國投資組合經理。

📌 歐洲央行會議：現在，財政政策必須發揮作用 (2020年3月13日)

- 在3月12日的會議上，歐洲央行未有在武漢肺炎病毒蔓延後降息，令市場失望
- 我們回顧已公佈的措施，並回答有關這些措施對歐元區經濟和金融市場的影響的主要問題
- 我們強調以下事實：一旦疫情消退，財政行動將是實現經濟反彈的先決條件

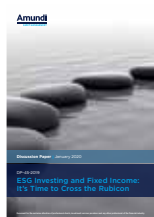
Monica DEFEND——研究部環球總監；Valentine AINOUS——CFA、固定收益及信貸策略部；Didier BOROWSKI——環球投資觀點總監。

📌 美國大選：民主黨爭奪提名戰及其對市場的影響 (2020年3月10日)

- 爭取民主黨提名的競賽現在歸結為拜登和桑德斯兩名候選人，而根據代表人數、市場預期和全國民調結果，拜登是最新的領跑者
- 我們認為拜登的前路更為牢固，我們預計政治風險溢價將繼續下降
- 我們還認為，市場目前對新政黨贏得大選的風險認識不足，因為目前的重點是武漢肺炎疫情、環球經濟衰退的可能性，以及對美國能源板塊的破壞

Kenneth J. TAUBES——美國投資管理部投資總監；Paresh UPADHYAYA——貨幣策略總監。

討論論文



📌 ESG投資和固定收益：是時候超越Rubicon (2020年1月)

Mohamed BEN SLIMANE——定量研究部；Eric BRARD——固定收益部主管；Théo LE GUENEDAL、Thierry RONCALLI、Takaya SEKINE——定量研究部

📌 外匯戰爭、貨幣戰爭和貨幣戰爭——第2部分：菲亞特貨幣、加密貨幣；私人與公共數字貨幣…… (2020年1月)

Philippe ITHURBIDE——東方匯理高級經濟顧問

📌 外匯戰爭、貨幣戰爭和貨幣戰爭——第1部分：外匯戰爭、貨幣戰爭；美元、歐元、人民幣…… (2020年1月)

Philippe ITHURBIDE——東方匯理高級經濟顧問

東方匯理研究中心

深入了解
東方匯理刊物

research-center.amundi.com



Emerging Private Equity
Money Markets Find Monetary
Foreign Top-down Policies
Exchange Corporate Equities
Sovereign Bonds High Forecasts
ESG Fixed Income Yield Real Estate
Quant Investment Asset
Strategies Allocation

免責聲明

MSCI資訊僅供閣下作內部使用，不得以任何形式複製或轉發，亦不得用作任何金融工具或產品或指數的基礎或組成部分。MSCI資訊均並非為構成作出（或不作出）任何形式的投資決定的投資意見或建議，亦不能作為有關依據。不應將歷史數據和分析視為未來任何績效分析、預測或預計的指示或保證。MSCI資訊「按原樣」提供，且有關資訊的用戶承擔使用此有關資訊的全部風險。MSCI、其各附屬公司以及參與或與編制、計算或創建任何MSCI資訊相關的各人（統稱為「MSCI方」）明確否認所有與有關資訊相關的保證（包括但不限於任何原創性、準確性、完整性保證、及時性、非侵權性、適銷性和針對特定目的的適用性）。在不限制上述任何規定的前提下，任何MSCI方均不對任何直接、間接、特殊、偶然、懲罰性、後果性（包括但不限於利潤損失）或任何其他損害承擔任何責任。（www.msccibarra.com）

在歐盟範圍內，本文件僅供2004年4月21日針對金融工具市場的第2004/39 / EC號指令（「MIFID」）所定義的「專業」投資者、投資服務供應商及任何其他金融專業人士，並視情況而定，按各地法規行事；而就瑞士的發行而言，符合2006年6月23日《瑞士集體投資計劃法》（CISA）、2006年11月22日的《瑞士集體投資計劃條例》以及FINMA根據2008年11月20日的集體投資計劃立法發布的關於公共廣告的第08/8號通函所規定的「合格投資者」。在任何情況下，本資料均不得在歐盟範圍內分發予MIFID或各地法規中定義的非「專業」投資者，或在瑞士範圍內分發予不符合相關適用法律法規中「合格投資者」定義的投資者。本文件不適用於美國的公民或居民或任何「美國人士」，該術語在1933年的《美國證券法》SEC法規S中的定義。本文件既不構成購買要約，亦不構成出售產品的邀請，且不應被視為非法的邀請或投資建議。東方匯理對因使用本資料所含資訊而引起的任何直接或間接責任概不承擔任何責任。東方匯理對根據本資料所含資訊而作出的任何決定或投資概不負責。本文件所含資訊在保密的基礎上向您披露，未經東方匯理事先書面許可，不得將其複製、轉載、修改、翻譯或分發予其所在國家/地區或司法管轄區的任何第三方或實體，避免使東方匯理或本公司任何一項指定「基金」受該司法管轄區的任何註冊要求之約束或因此而可能被視為違法。因此，本資料僅可在允許的司法管轄區內分發，且僅可在允許的範圍內分發給不違反適用法律或法規要求的人士。本文件所載資訊以本刊首頁所載之發布日期為準。一切數據、觀點及估計均可能隨時更改，恕不另行通知。

閣下有權得悉本公司持有的關於閣下之個人資料。閣下可發送電子郵件至info@amundi.com，索取本公司持有的關於閣下之個人資料。若閣下擔心本公司持有的關於閣下之任何資訊不正確，請透過info@amundi.com與我們聯絡。

本文件由東方匯理發出。東方匯理為簡化股份有限公司（SAS），資本為1,086,262,605歐元，屬受法國金融市場監管機AMF監管的投資組合管理公司，註冊編號GP04000036；總部地址：90 boulevard Pasteur, 75015 Paris, France（法國巴黎）；巴黎商業法庭登記處註冊編號437 574 452 RCS；網址：www.amundi.com
照片提供：©MDelporte - iStock/Getty Images Plus - krisanapong detraphiphat

主編
Pascal BLANQUÉ——集團投資總監
編輯
MONICA DEFEND——研究部環球總監
常務副編輯
PIERRE BLANCHET——投資情報部主管
DIDIER BOROWSKI——環球投資觀點總監
設計及製作
PIA BERGER——環球研究部
BENOIT PONCET——環球研究部

東方匯理投資洞察部參與撰文
BERTINO Claudia——東方匯理投資洞察部主管
FIOROT Laura——東方匯理投資洞察部副主任
DHINGRA Ujjwal——東方匯理投資洞察部
LICCARDO Giovanni——東方匯理投資洞察部
PANELLI Francesca——東方匯理投資洞察部