

## 資產配置：東方匯理的投資策略

歐洲央行、聯儲局、特朗普、意大利總理倫齊、西班牙首相拉霍伊、英國脫歐。哪項會改變遊戲規則（如有）？

PHILIPPE ITHURBIDE, 研究、策略及分析部環球總監

八月是金融市場裡一個平靜的月份：美國沒有衝擊，新興國家稍為好轉、英國公投後引致的壓力下降。摩根士丹利資本國際指數（MSCI）整體保持穩定（MSCI世界指數+0.2%；MSCI歐洲指數+0.5%），而只有新興國家指數跑贏（+3.2%）。歐股市場指數亦稍為移動了一些，法國和意大利不變、西班牙（+0.8%）和德國（+2.4%）則適度上升。不過要注意，石油價格顯著反彈（布蘭特原油價格上升了18%至每桶50美元）以及長期利率上升：美國10年期國債上升16個點子（1.60%）、德國上升8個點子（-0.04%）、日本上升13個點子（-0.06%）。英國10年期國債又回到近0.55%（-12個點子）。

這種平靜情況不應掩蓋當前的風險，但也不應被視為異常。與往常一樣，問題依然存在。我們認為，其中七個風險在現階段至關重要。在我們最近的投資委員會會議上討論了這些風險：

- |        |   |
|--------|---|
| 問題 # 1 | 歐洲央行是否會擴大量化寬鬆計劃至2017年三月以後？還是會讓金融市場準備好量化寬鬆計劃逐步被淘汰？ |
| 問題 # 2 | 歐洲央行是否能決定購買股票或銀行證券？                               |
| 問題 # 3 | 聯儲局是否會在2016年繼續其迷你緊縮貨幣週期？                          |
| 問題 # 4 | 意大利公投是否會導致倫齊辭職下台並引發意大利出現另一場政治危機？                  |
| 問題 # 5 | 西班牙是否會出現政治危機？                                     |
| 問題 # 6 | 特朗普成為美國總統會帶來什麼後果？                                 |
| 問題 # 7 | 英國會觸發里斯本條約第50條，退出歐盟嗎？如果會，那會是什麼時候？                 |

### 問題 # 1 歐洲央行是否會擴大量化寬鬆計劃至2017年三月以後？還是會讓金融市場準備好量化寬鬆計劃逐步淘汰？

自從歐洲央行透過其非常規計劃控制情況以來，歐元區的經濟和金融狀況已顯著改善。具體而言，該措施可控制波動性，並確保歐洲各國有更好的償付能力（融資條件減少，而且系統化並充足地出現了歐洲央行這位機構投資者）。事實上，只要知道歐洲央行將購買超過所有歐洲國家政府的淨發行金額，便足以安撫股東，而逆歐洲央行之意行事將變成危險遊戲。更加值得討論的是利率是否會進入負值區，特別是關於銀行的盈利能力？沒有什麼比低利率或負利率及超平利率曲線（就如目前情況）更加嚴重。鑑於銀行仍要面對資本成本高昂的問題，此措施並不足夠。此外，銀行無奈將流動資金存放在歐洲央行，現在這些金額已超過了1兆歐元大關（相對而言，量化寬鬆政策剛推出時只有1000億歐元）。在現階段，期望會出現新一輪減息並不再具有意義。不過，我們認為，歐洲央行很明顯將（毫無疑問在九月）宣佈量化寬鬆政策會超越2017年三月，並可能會涵蓋未來整年。此外，這將減緩正在出現的政治風險（見下文）。

## 要點

隨着夏季結束，幾個關鍵點不斷湧現。

- 環球經濟增長不見起色，但經濟未至於疲軟。環球經濟增長仍然受到國內需求所帶動，而環球貿易已失去其部份重要性。貨幣政策將整體維持寬鬆：英國息率下跌、歐元區和日本量化寬鬆政策繼續、而聯儲局仍遠未能正常化其利率政策。
- 通貨膨脹（其中包括美國的通脹情況）仍然受到控制，儘管工資水平上升。
- 長期利率仍處於低位，特別是在各國央行購買資產的地區（日本）或遠高於淨發行金額的地區（歐元區）。
- 尋找收益和利差是投資的動力。
- 利率偏低加上令人滿意的增長，不禁令風險資產的估值維持高位。
- 油價上升產生了市場對商品貨幣的興趣。
- 幾個新興市場利用這一點。這些市場別具優勢，因為估值吸引而且資本流動再現。
- 保持謹慎：對新興市場（某些特定風險）和歐洲（即將舉行的選舉或當前的政治僵局）審慎。換句話說，儘管估值吸引，在風險和感知風險方面仍然存在嚴重分歧。
- 西班牙政治僵局的風險不亞於意大利即將舉行的全民公決的風險。歐洲央行正在保護意大利和西班牙的債務，但在這個時候，西班牙的風險可能被低估，而我們認為意大利的風險被高估了。
- 某些風險已經減退（聯儲局的貨幣正常化、中國經濟硬着陸、歐元區量化寬鬆政策結束）；其他風險則穩定（英國脫歐的影響）。相反，政治不明朗輕微加劇：西班牙、意大利、法國甚至是美國均如是，雖然特朗普成為美國總統的機會越來越小。

**問題 # 2 歐洲央行是否能決定購買股票或銀行債券？**

歐洲央行購買政府債券、投資級公司債券（銀行證券除外）及資產抵押證券，而這會對固定收益市場的流通性產生負面影響。期望當局會在這樣的環境中加息，似乎並非明智的押注。當某些政府已停止或減少發行債券時，繼續購買債券變得越來越複雜。所以，有些（知道此結果並考慮到日本央行正跟從歐洲央行路徑的）人認為，購買股票或銀行優先債正在變得不可避免。我們不指望它。購買資產本身不再是歐洲央行的目標，而是要權衡儲蓄／消費以及改造儲蓄（或其結構）之間的行為（關於這一點，請參閱《Searching for the savings accelerator / multiplier》P. Blanqué - Ph. Ithurbe; 2016年7月）。然而，歐洲的家庭儲蓄在股票投資方面均不夠「富有」，不足以令該措施奏效。至於銀行債務，到現在為止一直被排除在量化寬鬆政策之外。歐洲央行扮演為銀行提供流通性（TRO、LTRO）的角色，並促進其（低利率的）融資，但基於銀行和政府債券之間的密切聯繫以及購買銀行債券固有的道德風險，歐洲央行並不能直接支持銀行。我們認為歐洲央行的態度非常一致，並認為偏離目前的做法將很危險，而且只會適得其反。

**問題 # 3 聯儲局是否會在2016年繼續其迷你緊縮貨幣週期？**

在過去幾個季度，聯儲局不時為金融市場就加息做好準備。鑒於中國的情況、波動峰值或貨幣價格的不良扭曲，聯儲局已多次調整其姿態。聯儲局主席耶倫及副主席費舍爾重回此立場，而且我們有充分理由相信，當局會在今年年底前採取行動。我們避免使用「正常化」或「貨幣週期」等術語。聯儲局將保持極其循序漸進，而且極度保守。但不能否認：關鍵利率慢慢有上升趨勢。然而，這一切都是對債券市場造成衝擊的原因。誠然，工資正在上漲，但通脹仍受遏制，特別是核心通脹。此外，創造就業機會的速度正在下跌，而失業率已不再下跌。初步指標顯示增長接近2%，僅此而已。換句話說，聯儲局並無緊迫性，而過於積極的貨幣政策可能更會產生增長下跌的風險，是一種相對於目前（相對較弱）的通脹風險的過剩風險。總之，我們有關聯儲局的中心情景是在2016年後期加息，並在2017年進一步加息。

**問題 # 4 意大利公投是否會導致倫齊辭職下台並引發意大利出現另一場政治危機？**

2016年和2017年的各選舉的確可以在不少國家令新領導人成為焦點：德國、法國、意大利、西班牙。鑑於美國很快就會選出新總統，而英國新首相已在過去幾個星期掌舵，我們正經歷將要衝擊歐洲的變化。與其他國家相反，意大利並非在為換屆選舉進行準備，而是在籌備全民公投。

**> 歐盟政治日程的提醒**

歐洲央行正保護債券市場免受政治風險所影響，這對於歐洲緊密的政治日程來說是好事。

- 匈牙利移民配額公投，將於2016年10月2日舉行
- 奧地利總統選舉，原計劃於2016年10月2日舉行。可能推遲到11月27日或12月4日
- 意大利憲法全民公決，將於11月15日和12月5日之間舉行
- 荷蘭大選，將於2017年三月舉行
- 法國總統大選（2017年4月23日、5月7日）及國會選舉（6月11日、18日）
- 德國大選將在2017年秋季舉行

我們已在此談過了將快發生的重要事件（西班牙、意大利、美國）。我們不會忘記盡快分析2017年兩件大事——法國和德國的選舉。



歐洲央行將在今年年底前公佈，量化寬鬆計劃將超越2017年3月



量化寬鬆計劃不會擴展到股票或銀行債券



我們有關聯儲局的中心情景是在2016年後期加息，並在2017年進一步加息。



意大利公投實質上是對參議院的改革（更多詳情及完整分析，請參閱第3篇文章《意大利公投的關鍵要素》（Key elements of the Italian referendum））。

有四種可能的情景：

- **情景1：表決贊成改革，倫齊留任總理。**毫無疑問，這是最好的情況：無政治危機、政府穩定、改革繼續下去，歐洲各國都會感到滿意。
- **情景2：表決反對改革，倫齊下台，並為另一輪大選做準備：**這是最壞的情況，該情況可能會導致政治不穩定／危機，而且肯定會導致任何改革陷於停頓。
- **情景3：表決反對改革，倫齊下台，新技術政府上台：**這是令人不快的情景，因為新政府可能會視憲法改革為首要任務。意大利淡化新改革並在政治上倒退將不利於認識政治風險。
- **情景4：表決反對改革，倫齊留任總理。**就在幾個星期前，這種情況是不可能的，因為總理曾親自宣佈，如果改革被拒絕，他將會辭職結束其政治生涯。自此，他已改變了主意，因為他的命運並不需要與參議院的改革捆綁在一起，而且，他亦很可能在與自己的歐洲合作伙伴（主要是德國和法國）討論後重新考慮，因為歐洲各國都希望保留倫齊這種高質素（具建設性和改革思想）的領袖。

我們不能對人民的投票選擇作任何預測。我們只能依靠民意調查。但倫齊留任的可能性（無論投票結果贊成還是反對改革）似乎很高。換句話說，我們可能不會走向動盪／危機／政治混亂的階段。這對意大利來說是好消息。其經濟增長方面較為落後（與市場上與意大利「不相伯仲」的西班牙相比），但其債務受到歐洲央行的保護，並繼續吸引（尋找收益率和利差的）投資者。

#### 問題 # 5 西班牙是否會出現政治危機？

西班牙正處於僵局。八月下旬，拉霍伊在國會取不到信任票。西班牙國會議員拒絕延長其任期，令八個月前開展的一場政治危機擴大，並引發了宣佈舉行新選舉前的兩個月談判期——這已是一年內第三次。

拉霍伊需要350票之中的絕對多數票（176票）才能如他所願，就任成為少數政府首腦。他只得到170票：從自己所屬的人民黨獲得137票；從信奉自由主義的公民黨（Ciudadanos）獲得32票；一票來自加那利群島。這不過是重演2015年12月20日選舉後的情景：四個主要政黨之間無法協議組成新政府——兩個傳統政黨（人民黨（PP）、工人社會黨（PSOE））、兩個新政黨（由Podemos和公民黨（Ciudadanos）體現的激進左翼派）；結果只好在6月舉行新議會選舉，但這亦未能產生代表大多數的政府。事實上，西班牙自去年12月以來並沒有實際政府，因為代總統拉霍伊的權力受到限制。雖然這並沒有過分影響西班牙的債券市場（比利時曾經歷兩年多的相同情況），但這顯然不是沒有後果：持續的結構改革以及2017年預算的起草工作（他還需要在十月中旬呈交歐盟委員會）。

根據西班牙憲法，八月下旬的不信任票迫使各政黨在兩個月內要想辦法籌組政府。否則，議會將於10月31日自動解散，並需要舉行新一輪選舉。這種情況並不（還未？）完全受阻，拉霍伊可能很快



倫齊留任的可能性很高（無論投票結果贊成還是反對改革）。



這是一個政治上的障礙，但多虧歐洲央行，這尚未過分影響到債券市場……



就會被視為導致社會不穩的「千古罪人」。兩個最有可能的即時結果是出現一位新領袖，或出現一個技術政府。否則，市場的希望將是在即將舉行的選舉達到真正的多數票代表。目前，歐洲央行的量化寬鬆政策能有效保護西班牙的固定收益市場。

## 問題 #6 特朗普成為美國總統會帶來什麼後果？

11月8日美國大選，希拉莉（Hillary Rodham Clinton；民主黨、紐約州）將對決特朗普（Donald Trump；共和黨、紐約州）、約翰遜（Gary Earl Johnson；自由意志論者、新墨西哥州）、斯坦（Jill Stein；綠黨、麻省）。下一任總統將於2017年1月20日上任。

很多人認為特朗普幾乎沒有當選的機會，因為他將無法爭取獲得入主白宮所需的270名選舉代表的選票。其中有四個主要原因：

- 選舉分佈數據強烈支持希拉莉。
- 幾乎沒有少數族裔（西班牙裔美國人或非洲裔美國人）在特朗普的競選活動中能倖免，而且特朗普對婦女和非異性戀者的立場都對他不利……但我們知道少數族裔社群的選票十分重要。
- 從地理上看，他的選票基礎不夠多樣化。
- 他的立場太過極端，即使一些共和黨代表亦公然要他輸。

目前，共和黨控制着眾議院（435席之中佔246席）和參議院（100席之中佔54席）。眾議院所有議席和參議院34個議席的選舉將於11月8日舉行，民主黨可能將會重新獲得參議院的控制權。特朗普成為美國總統會帶來什麼後果？

**在國際上和意識形態上**，特朗普一直對歐洲、中國、鄰國墨西哥和伊斯蘭教表現激進。不作讓步、大量咆哮，而且很難想像他的各種建議能付諸實踐。在這一點上，他是一個巨大的問號，與希拉莉不一樣。希拉莉的立場很明確而且為人所熟悉，因為她在過去幾年一直付諸實踐自己的立場。

**在經濟上**，透過他的言論，我們了解特朗普體現出凱恩斯式保護主義。即表示：

- 顯著的減稅政策（所有個人和企業稅收）：減少入息稅級的數量（由七個稅級減至三個），而最高稅率從39.6%減至25%；資本利得稅及股息稅的上限為20%；企業所得稅由35%減至15%。
- 刺激開支，特別是基礎設施建設。
- 減少公共赤字，但不是透過財政緊縮，而是由於增長復甦。
- 更大量使用關稅（特朗普曾表示對墨西哥產品收取35%的關稅、中國產品45%、世界其他地區10%）及非關稅貿易壁壘。他亦曾批評當前的貿易協定（《北美自由貿易協定》、世貿），並反對批准《跨太平洋夥伴關係》（TPP）。最後，他承諾結束「監管騷擾」。

投票給希拉莉將保證能延續目前的經濟政策。

有三種情況正起作用：

- **情景 #1：希拉莉當選總統：**在現階段極有可能；
- **情景 #2：特朗普當選並實踐他在競選期間所宣佈的政策：**目前這不太可能，由於他缺乏國會議員（包括自己黨友）



投特朗普一票是否代表為環球經濟增長明顯下滑投下一票？是……如果他真的履行／真能做到競選承諾



的支持，而且特朗普提出的某些措施十分極端（高昂關稅、於墨西哥和美國之間築牆、國際關係特別是與中國之間的關係等等）。總之，實施已提出的建議只會加劇現有的世界貿易下跌趨勢。

- **情景 #3：特朗普當選並被迫檢討自己的政策。**最有可能的情況是，只有促進國內經濟增長的政策，例如減稅、恢復基礎設施支出將真正實現。如果特朗普當選，這是最可能發生的情況。

總而言之，鑑於這位共和黨總統候選人的議程（特朗普拒絕「強勢美元教條」）、人民幣貶值（中國會可能面臨高關稅壁壘的風險）、對環球經濟增長暴跌的擔憂（跌至2%左右，甚至更低），以及從而對股市非常不利的初步影響；受到「不明朗因素的衝擊」，特朗普當選很可能會導致美元整體疲軟。開放型經濟體系將嚴重受到該事件所影響（或對該議程實際上實現的恐懼）。首當其衝的是新興經濟體系，然後是歐洲。美國經濟可能本身亦有風險，一方面是其經濟增長不佳，而另一方面是其債務融資問題。此外，受影響的還可能包括外國投資者（以中國為主）的支持或美元貶值的影響等等。將美國債務轉到日本或歐洲是否足以保護美元？…這一切都假設特朗普當選（我們懷疑特朗普能否當選）而且他真的希望實施他所提出的一切建議（我們嚴重懷疑是否真會付諸實行），或者他是否能靠下屆國會的支持而兌現競選承

## 脫歐：當前情景

英國和歐盟之間即將舉行的談判，對於脫歐對英國造成的經濟影響是否舉足輕重？

**第一個情景：**英國保留其歐洲經濟區（EEA）成員國身份（就如挪威一樣），有權進入單一市場。不過，順帶一提，挪威須分擔歐盟的預算，雖然貨物和國民可以自由流通，但不受任何與歐盟的自由貿易協議所約束。

**第二個情景：**英國保留其歐洲自由貿易聯盟（EFTA）成員國身份（就如挪威一樣），但可以像瑞士那樣與歐盟談判雙邊貿易協議。請記住，瑞士亦受到一些限制，例如其銀行業進入歐盟時受到限制。這將是英國的要害。

**第三個情景：**英國沒任何特殊貿易協議，但英國和歐盟之間有零關稅地位，就像加拿大的情況一樣。有些「脫歐派」人士希望解除歐盟關稅。

**第四個情景：**英國一個接一個，與歐盟合作夥伴重新協商貿易協議。

**第五個情景：**僅作為世界貿易組織（WTO）成員，享有最惠國待遇。

對國內生產總值的影響預計將十分不利，尤其是如果貿易協議條款不能直接延續。

情景	關稅	自由享用單一市場	獨立對外貿易政策	影響歐盟法規	獨立移民政策	貢獻歐盟預算	概率
歐洲經濟區 (見挪威)	否	是	否	否 (無投票權)	否	是, 但較少	15%
雙邊協議 (見瑞士)	否	貨物是, 服務否	是	否	? (瑞士不能限制來自歐盟的移民)	是, 但較少	15%
關稅同盟 (見土耳其)	否	否	否	否	是	否	5%
自由貿易協定 (見加拿大)	否	貨物是, 服務否	是	否	是	否	60%
世貿組織成員國	歐盟關稅及非關稅貿易壁壘	否	是	否	是	否	5%
英國想要	最好由英國決定	是	是	-	是	否	

諾（我們亦同樣嚴重懷疑其可行性）。如果我們將自己定位在最可能的情況，特朗普的措施（所採取的可能是促增長、支持美國企業、美元下跌、消費等措施）將可能有利於股市。希拉莉當選（最可能發生的情況）將帶來較少的不明朗因素。她的未來行動已明確（目前的經濟和外交政策將繼續）並不會對金融市場造成任何額外威脅。

### 問題 #7 英國會觸發第50條退出歐盟嗎？

「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。自此，雖然精神不變，但動作仍不清楚。在政府最近舉行的脫歐會議（8月31日）後，情況就很難看清楚。討論並無什麼具體成果。英國人擔心在他們之中沒有經驗豐富的談判者（在過去35年裡，歐盟一直代表其成員國協商）。此外，英國人很清楚脫歐領袖缺乏誠信，這些領袖都低估、粉飾或隱藏了脫歐的真正危險（我們在上表中總結了各種危險）。公投結果現在看起來更像是在阻礙政府行動，多於是重新獲得行動自由的前提條件。政府成員提出同意不會在德國大選（2017年秋季）之前觸發里斯本條約第50條（一旦觸發，將開始退出歐盟的談判）。從公投結果可以清楚知道，英國將不會在短期內觸發第50條，而進一步證明亦在暑假時出現。在經濟和財政方面來說，很難相信英國最終將成為贏家。從政治上來說，英國政府可以拒絕公投結果嗎？這就是真正問題所在。根據文翠珊最近的聲明，脫歐並無歧義：「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。」什麼時候？問題仍然開放，而直至現在仍未有答案。

### 我們可以從這個問答部份推斷出什麼？

#### 對我們的資產配置的影響（共12點）

1. 環球經濟增長並無起色，但未至於疲軟，那是相當好的消息。另一個好消息是，經濟增長仍然由國內需求驅動。因此，環球貿易已失去了其重要性。我們繼續相信環球經濟增長將約為3%、美國經濟增長為2%左右（與當前初步指標所示相符），而歐洲經濟增長則為1.5%左右（區內存在分歧）。
2. 貨幣政策將整體保持寬鬆：英國利率下降、歐元區和日本繼續量化寬鬆政策。我們期待美國適度收緊貨幣政策，而聯儲局還遠未正常化其利率政策。
3. 通貨膨脹（其中包括美國的通脹情況）仍然受到控制，儘管工資水平上升。
4. 長期利率仍然在低位，特別是在機構投資者（例如各國央行）購買大量資產的地區（日本）或遠高於淨發行金額的地區（歐元區）。
5. 尋找收益和利差是投資的動力。
6. 利率偏低加上令人滿意的增長，不禁令風險資產的估值 只會維持高位，因此令風險資產變得十分吸引。
7. 石油價格上升，產生了市場對商品貨幣的興趣。
8. 好幾個新興市場利用這一點。這些市場別具優勢，因為估值吸引而且資本流動再現。他們開始實現在幾個月前確定的希望（有關這一點，請參閱我們在2016年5月發表的文章「為何新興市場可能成為2016年的主要故事」）。



公投結果現在看起來更像是在阻礙政府行動，多於是重新獲得行動自由的前提條件。



鑑於大宗商品價格、估值吸引和資本流動重臨，新興市場仍然有吸引力



9. 這並不代表我們不能有**選擇性**，恰恰相反：長期以來，我們一直對新興市場審慎（新興市場仍有大量特定風險，巴西是最近的一個例證）。歐洲亦一樣，歐洲即將舉行選舉，而且多國目前陷入政治僵局。換句話說，儘管估值吸引，在風險和感知風險方面仍然存在不少分歧。
10. 在投資者眼中，**西班牙和意大利**不相伯仲。西班牙政治僵局的風險不亞於意大利全民公決的風險。目前的局勢主張找尋收益率和價差，而歐洲央行毫無疑問正保護意大利和西班牙的債券，但最近發生的事件將迫使歐洲央行根據兩國的聲明及事件發展而轉移保護對象。兩國債券之間的套利活動可能會在未來幾個月內推動歐洲債券市場。目前，西班牙的風險可能被低估，但我們認為意大利的風險被高估了。
11. 上述問答部份已識別了現有的各種風險。不過，請記住，因為**某些風險已經減退**（聯儲局的貨幣正常化、中國的硬着陸、歐元區量化寬鬆政策結束）而其他風險則穩定（英國脫歐的影響），兩者均對此階段很重要。然而，近幾週的**政治不確定性增加**：這是西班牙、意大利、法國甚至是美國的情況。
12. **守住宏觀對沖策略**仍然有意義：我們已在去年確定了幾個策略，包括美國國債、波動性、黃金長倉。我們仍然堅持採取這些策略。在意大利、西班牙和美國的政治日程，以及在歐洲的量化寬鬆計劃討論，都是有可能為風險資產增加波動和壓力事件的因素。**這並不會激進地反轉現狀，因此有了保護（而不是從根本上改變）投資組合的想法**。請記住，特朗普可能／有志實現他在競選期間提出、有時極端的措施。萬一當選，他會對世界經濟增長、新興和歐洲經濟體系（對外開放的國家）、美元和各國股市構成風險。這是不確定性的真正衝擊。



近幾週的政治不確定性增加：這是西班牙、意大利、法國甚至是美國的情況。



## > 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	→		□		

今個夏季環球金融市場氣氛良好：脫歐公投後的壓力逐漸消散，而西班牙和意大利的政治困難並不足以扭轉平靜的局勢。

歐洲央行的存在限制了任何對固定收益的損害，特別是考慮到延長量化寬鬆計劃仍然是可行方案。風險並未完全消失，保留波動性、黃金長倉、美國債券長倉（美元、利差）仍然是好主意。

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。

### 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	→				□			
公司債券	→					□		
石油	→					□		
黃金	→					□		
歐元現金	→			□				
美元現金	→				□			

上表代表六至十二個月的投資期限。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。這幾條線表示我們的多元資產類別在6/12個月時間跨度的展望。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。

### 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。

### 投資組合類型

#### > 股票投資組合

- 投資組合的貝塔 (β) 系數約為1
- 相對美國，輕微偏好歐元區（金融類不變，公用事業減持）
- 新興市場：國家選擇是關鍵，但整體而言偏向正面。  
在新興國家之中：  
- 增持印度、泰國、秘魯、歐洲、菲律賓、俄羅斯  
- 對印尼維持不變  
- 減持台灣、希臘、南非、中國、馬來西亞、巴西、土耳其
- 新興市場貨幣長倉

#### > 債券投資組合

- 維持信貸增持
- 減持金融類
- 存續期：整體保持中性；負收益板塊偏向短倉；英鎊、日圓偏向短倉。
- 歐元區核心國偏向長倉
- 新興市場債券：  
- 依然偏愛「硬通貨」債券（美元長倉）  
- 增加地方債務風險  
- 專注新興市場專題
- 英鎊（最多）偏好不變
- 相對歐元，持美元長倉
- 增加新興市場商品貨幣多頭頭寸（俄羅斯盧布、巴西雷亞爾、墨西哥比索）、短倉（人民幣、韓國、台幣、智利比索）；歐洲新興市場保持中性

#### > 多元化投資組合

- 環球風險略為減輕
- 整體投資組合的股票比例不變
- 歐元區股票減少長倉
- 維持日本、美國股票
- 保持增持新興市場股票
- 相對歐元區核心成員國（惟接近合理價值），繼續增持歐元區周邊國家的主權債券。
- 保持美國長倉（以作利差交易及宏觀對沖之用）
- 公司債券：看好高收益及投資級
- 透過本幣債券持有新興市場貨幣的長倉



## 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] 美國經濟政策作出重大調整

[概率] 10%

**分析** 11月8日美國大選，希拉莉 (Hillary Rodham Clinton; 民主黨、紐約州) 將對決特朗普 (Donald Trump; 共和黨、紐約州)、約翰遜 (Gary Earl Johnson; 自由意志論者、新墨西哥州)、斯坦 (Jill Stein; 綠黨、麻省)。下一任總統將於2017年1月20日上任。很多人認為特朗普幾乎沒有當選的機會，因為他將無法爭取獲得入主白宮所需的270名代表的選票。目前，共和黨控制着眾議院 (435席之中佔246席) 和參議院 (100席之中佔54席)。眾議院所有議席和參議院34個議席的選舉將於11月8日舉行，民主黨可能將會重新獲得參議院的控制權。特朗普成為美國總統會帶來什麼後果？

在國際上和意識形態上，特朗普一直對歐洲、中國、鄰國墨西哥和伊斯蘭教表現激進。不作讓步、大量咆哮，而且很難想像他的各種建議能付諸實踐。在這一點上，他是一個巨大的問號，與希拉莉不一樣。希拉莉的立場很明確而且為人所熟悉，因為她在過去幾年一直付諸實踐自己的立場。

在經濟上，透過他的言論，我們了解特朗普體現出凱恩斯保護主義。這表示：i) 顯著的減稅政策 (所有個人和企業稅收)：減少入息稅級的數量 (由七個稅級減至三個)，而最高稅率從39.6%減至25%；資本利得稅及股息稅的上限為20%；企業所得稅由35%減至15%；ii) 刺激開支，特別是基礎設施建設；iii) 減少公共赤字，但不是透過財政緊縮，而是由於增長復甦；iv) 更大量使用關稅 (特朗普曾表示對墨西哥產品收取35%的關稅、中國產品45%、世界其他地區10%) 及非關稅貿易壁壘。他亦曾批評當前的貿易協定 (《北美自由貿易協定》、世貿)，並反對批准《跨太平洋夥伴關係》(TPP)。最後，他承諾結束「監管騷擾」。投票給希拉莉將保證能延續目前的經濟政策。有三種情況正起作用：

- **情景 #1：希拉莉當選總統：在現階段極有可能。**
- **情景 #2：特朗普當選並實踐他在競選期間所宣佈的政策：**目前這不太可能，由於他缺乏國會議員 (包括自己黨友) 的支持，而且特朗普提出的某些措施十分極端 (高昂關稅、於墨西哥和美國之間築牆、國際關係特別是與中國之間的關係等等)。總之，這只會加劇現有的世界貿易下跌趨勢。
- **情景 #3：特朗普當選並被迫檢討自己的政策。**最有可能的情況是，只有促進國內經濟增長的政策，例如減稅、恢復基礎設施支出將真正實現。如果特朗普當選，這是最可能發生的情況。

**市場影響** 總而言之，鑑於這位共和黨總統候選人的議程 (特朗普拒絕「強勢美元教條」)、人民幣貶值 (中國會可能面臨高關稅壁壘的風險)、對環球經濟增長暴跌的擔憂 (跌至2%左右，甚至更低)，以及從而對股市非常不利的初步影響；受到「不明朗因素的衝擊」，特朗普當選很可能會導致美元整體疲軟。開放型經濟體系將嚴重受到該事件所影響 (或對該議程實際上實現的恐懼)。首當其衝的是新興經濟體系，然後是歐洲。美國經濟可能本身亦有風險，一方面是其增長，而另一方面是其債務融資。此外，受影響的還可能包括外國投資者 (以中國為主) 的支持或美元貶值的影響等等。將美國債務轉到日本或歐洲是否足以保護美元？…這一切都假設特朗普當選 (我們懷疑特朗普能否當選) 而且他真的希望實施他所提出的一切建議 (我們嚴重懷疑是否真會付諸實行)，或者他是否能靠下屆國會的支持而兌現 (我們亦同樣嚴重懷疑其可行性)。如果我們將自己定位在最可能的情況，特朗普的措施 (所採取的可能是促增長、支持美國企業、美元下跌、消費等措施) 將可能有利於股市。希拉莉當選 (最可能發生的情況) 將帶來較少的不明朗因素。她的未來行動已明確 (目前的經濟和外交政策將繼續) 並不會對金融市場造成任何額外威脅。

### [風險 # 2] 意大利出現政治危機

[概率] 10%

**分析** 意大利將很快 (11月15日至12月5日之間) 舉行公投，選民將要表決是否同意修改意大利憲法將目前的共和國參議院轉變成地區參議院，參議員將主要由100名地方議員和市長組成。有四種可能的情景：

- **表決贊成改革，倫齊留任總理。**毫無疑問，這是最好的情況：無政治危機、政府穩定、改革繼續下去，歐洲各國都滿意。
- **表決反對改革，倫齊留任總理，**兩項事件就在幾個星期前襲還完全不能兼容。事實上，這種情況曾經是不可能的，因為總理曾親自宣佈，如果改革公投遭拒絕，他將會辭職結束其政治生涯。自此，他已改變主意，因為他的命運並不需要與參議院的改革捆綁在一起，而且，他亦很可能在與自己的歐洲合作伙伴 (主要是德國和法國) 討論後重新考慮，因為歐洲各國都希望保留倫齊這種高質素 (具建設性和改革思想) 的領袖。
- **表決反對改革，倫齊下台，新技術政府上台：**這是令人不快的情景，因為新政府可能會視憲法改革為首要任務。意大利淡化新改革並在政治上倒退將不利於認識政治風險。
- **表決反對改革，倫齊下台，並為另一輪大選做準備：**這是最壞的情況，該情況可能會導致政治不穩定／危機，而且肯定會導致任何改革陷於停頓。

我們不能對人民的投票選擇作任何預測。我們只能依靠民意調查。但倫齊留任的可能性似乎很高 (無論投票結果贊成還是反對)。

## 風險因素

**市場影響** 政治危機或甚至倫齊辭職（這將帶來新一輪選舉）將引發政局不穩，或者甚至可能引發危機。對經濟增長方面較為落後的國家來說（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。儘管如此，其債務受到歐洲央行的保護，並繼續吸引（尋找收益率和利差的）投資者。一場政治危機將削弱其股票和債券市場。

**[風險 # 3] 西班牙出現政治危機****[概率] 15%**

**分析** 西班牙已陷入僵局。八月下旬，拉霍伊在國會取不到信任票。西班牙國會議員拒絕延長他任期，令八個月前開展的一場政治危機擴大。根據西班牙憲法，八月下旬的不信任票迫使各政黨在兩個月內要想辦法籌組政府。否則，議會將於10月31日自動解散，並需要舉行新一輪選舉（這將是一年內第三次）。很難相信四大主要政黨之間會協議組成新政府——兩個傳統政黨（人民黨（PP）、工人社會黨（PSOE））、兩個新政黨（由Podemos和公民黨（Ciudadanos）體現的激進左翼派）。事實上，西班牙自去年12月以來並沒有實際政府，因為代總統拉霍伊的權力受到限制。雖然這並沒有過分影響西班牙的債券市場（比利時曾經歷兩年多的相同情況），但這顯然不是沒有後果：持續的結構改革以及2017年預算的起草工作（他還需要在十月中旬呈交歐盟委員會）。這種情況並不（還未？）完全受阻，拉霍伊被視為導致社會不穩的「千古罪人」。兩個最有可能的即時結果是出現一位新領袖，或出現一個技術政府。否則，希望將是在即將舉行的選舉達到真正的多數票。

**市場影響** 目前，歐洲央行的量化寬鬆政策正保護西班牙的固定收益市場，而政治僵局並沒有造成危機或陷入混亂。如果該事情發生，歐洲央行的量化寬鬆政策非常有可能無法阻止主權利差急劇擴大及西班牙股市下跌。相反，意大利、西班牙再次找到更堅實的增長趨勢，這將有利於西班牙企業。理論上，除非歐洲央行擴大量化寬鬆政策（我們相信歐洲央行的確會擴大政策），否則我們應該選擇政府債務而非公司債券。請記住，在西班牙（就如在意大利）並無任何推動退出歐盟的意欲。在目前的背景下，這將甚至更糟糕。

**[風險 #4] 如果美國聯儲局出錯呢？****[概率] 20%**

**分析** 誤解聯儲局的決定仍然是一個主要風險因素。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，實際有效美元升值10%，相當於貨幣緊縮175個點子）。通脹指標目前接近聯儲局的目標，而美國央行（耶倫和費舍爾）再次為市場就在今年年底前的貨幣緊縮政策做好準備。這是可能發生的，但要注意：歐洲美元曲線進一步將收緊貨幣政策的時間推至2017年。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，市場反應可能不佳。

**市場影響** 如果聯儲局出手笨拙，我們將只好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 # 5] 中國經濟硬着陸****[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，而國內需求成為經濟增長的主要動力。如此好的舉措亦有一些缺點：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）。換句話說，中國是否會出現大規模的經濟危機。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。最近的指標降低了這種風險。

**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 # 6] 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。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（目前為增長的主要驅動力）有關。環球經濟增長低迷尚有另一個潛在觸發原因：美國總統選舉及特朗普可能當選（儘管可能性不大）。如果他能夠將諾言付諸實踐（我們懷疑他是否能做到，除非參議院和眾議院選舉給他堅實的大多數票，否則我們認為這極不可能發生），美國將進入一段嚴重的孤立主義時期，直接投資將下跌，而且經濟增長前景轉差。減稅（廣泛而顯著）及（軍事，特別是基礎設施）開支再次加大，肯定會導致預算惡化並增加美國的債務。貿易下降（實施高關稅）將嚴重打擊一大批新興市場及／或開放型經濟體系。影響將是嚴重至足以令環球經濟增長只有2%（甚至更低）。

## 風險因素

**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 # 7] 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，而我們最近看到市場就一些國家和地區（包括美國）廣泛作出增長調整。我們修訂了2016-2017年的增長前景，而我們預計2016年會有1.5%左右的增長，2017年的增長率則為2%（當前的潛在增長率水平），詳見第4篇文章《美國：一個週期的結束？》（*United States: is this the end of a cycle?*）。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，並負擔不起這樣的加息。

**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赤字。

**[風險 # 8] 人民幣大幅貶值****[概率] 5%**

**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，而人民幣將於2016年10月起成為「特別提款權」（SDR）一籃子貨幣的組成部份。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。概率較小，因為中國已經清楚地表明其慾望和能力，以穩定人民幣相對於一籃子貨幣的匯價，而不是準備大幅貶值。低風險，但具有極大的潛在危害。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。

**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 # 9] 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，都是可能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。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。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，資本大量湧入，令這些市場重添生氣。

**市場影響** 這種情況將會是今年年初看到的趨勢的延伸，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 # 10] 與英國「脫歐」相關的新一輪歐洲危機****[概率] 10%**

**分析** 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）。

**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。

## 風險因素

## [風險 # 11] 金融動盪更大

[概率] 40%

**分析** 各國央行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。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。

**市場影響** 在這種情況下，我們應該期待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。

## [風險 # 13] 金融市場誤判長期利率前景

[概率] 30%

**分析** 此風險已成真了幾次，而對美國聯儲局和長期利率的估算亦已下調。看到市場犯同樣錯誤的風險現在較低：有很多爭論贊成維持（長期和短期）利率（結構因素、制度因素（各國央行的態度）以及週期因素），解釋了為何德國10年期國債及日本政府債券利率跌至負值而美國10年期國債利率亦有所下跌。過去差不多五年，特別是當涉及到美國時，市場往往系統化地預測過多增長。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、工資上漲不足、生產率增長弱等等）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，而英國央行正準備就回應「脫歐」而減息。

**市場影響** 有強大因素保持利率長期處於低水平，而即使我們可能會不時看到長期利率「重新定價」，就如新聞、傳聞或經濟指標所示，收益率曲線可能會比預期更長時間持平並維持在低水平。

## [風險 # 14] 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。

**市場影響** 在造成脆弱性的眾多因素當中，無法區分無疑是最令人不安：有關德國一家銀行的傳聞、意大利和葡萄牙銀行的壞消息都造成一輪又一輪的壓力、利差擴大，銀行股暴跌。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 # 15] 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。一月初，沙特阿拉伯和伊朗之間的緊張局勢再度加劇了這種不安感覺。不少選舉將在2016至2017年舉行，包括一些特別重要的選舉：匈牙利移民配額公投將於2016年10月2日舉行；奧地利總統選舉原計劃於2016年10月2日舉行（可能推遲到11月27日或12月4日）；意大利憲法全民公決將於11月15日和12月5日之間舉行；荷蘭大選將於2017年三月舉行；法國總統大選（2017年4月23日、5月7日）及國會選舉（6月11日、18日）；德國大選將在2017年秋季舉行。美國總統選舉將於2016年11月8日舉行。

**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，但這將會足以對經濟增長前景或金融市場造成零影響？在此階段，什麼都不肯定。

## 風險因素

**[風險 # 16] 英國脫歐公投後的前景包括顯著和持久的政治反沖****[概率] 50%**

**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。」自此，雖然精神不變，但動作仍不清楚。在政府最近舉行的脫歐會議（8月31日）後，情況就很難看清楚。討論並無什麼具體成果。估計預測會對國內生產總值產生顯著的負面影響。據估計，英國將損失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。脫歐陣營分歧嚴重，保護主義者贊成關閉英國的邊界，而自由貿易倡導者則希望重新談判貿易協定。經濟上來說，脫歐不可能對歐盟造成太大影響。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、金融板塊的角度來看，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。

**市場影響** 在此情況下，我們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 # 17] 恐懼歐洲出現全民公決骨牌效應****[概率] 10%**

**分析** 英國脫歐令各個歐盟國家再次興起公民投票的討論，多個反對黨視之為踢走執政黨的大好機會。蘇格蘭是一個特殊情況：它想離開英國，並留在歐盟，所以很有可能舉行新一輪公投。對他們來說，歐洲比英國更有親和力，並希望將蘇格蘭建成為獨立的歐盟成員國。然而，情況並不那麼簡單：首先，英國議會要批准此建議；除此之外，過渡期將非常複雜。英國脫歐也涉及到蘇格蘭。所以，即使蘇格蘭已成為獨立國家，直到未有英國正式退出歐盟的談判結果前，蘇格蘭將不能要求加入歐盟成為成員國。這是一個漫長的過程，因為蘇格蘭將先要推出國家貨幣。這既不是英鎊，亦可能不是歐元，因為蘇格蘭將甚至不再在歐盟之中。這是一個真正的難題。在德國，基本法除了容許對聯邦州就邊界、合併或分拆變化進行公投外，並無公投規定。公民投票可在有關領土上發生。但視乎不同州份和社區的法律，地方亦可進行公民投票。比利時憲法對公民投票並無規定。在意大利，舉行全民公決前需要50萬個簽名，但此正式過程需時至少一年，而且國民目前無法就任何條約舉行公投，而憲法法院亦肯定不會允許任何公投。奧地利亦一樣，國民無法就任何條約舉行公投。在法國全民公投（憲法第11條、第88至85條、第89條）主要涉及法律、條約和憲法問題。只有總統可以提出舉行公投，就目前而言，他的目光放在總統大選（明年四月和五月）。很難看到法國共和黨或社會黨會在總統選舉後走這條路線。在芬蘭，5萬個聯署簽名可以迫使議會辯論，但辯論並不一定導致公投。在波蘭，50萬個聯署簽名足以引發全民公投，但不可用於拒絕歐盟條約的規定。在匈牙利，10萬個簽名足以引發全民公投，但不能利用公投反對任何歐盟條約或反對國際條約所產生的任何義務。簡單來說，這些國家出現公投的可能性很小，但毫無疑問它們將會討論這個議題。

**市場影響** 至少在短期內，在全民公決或動議進行公投的前景會削弱在位者的權力，他們往往不願意進行這樣的選舉。特別是法國（2017年4月23日和5月7日總統大選）和德國（2017年8月至10月之間聯邦選舉）等國大選在即。任何公投辯論可能不足以削弱歐元或主權信用利差。

## 宏觀經濟狀況

		9月	風險因素
美洲			
美國	<p>在週期結束的背景下，下半年出現臨時反彈。</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; 由於波動成份（庫存）反彈，下半年的國內生產總值增長將比上半年為強。</li> <li>&gt; 勞動力市場的改善將放緩（幾乎全民就業、企業利潤率從很高水平受到侵蝕）。在整體購買力增長而言，適度的工資上升加速將不能抵消就業創造放緩。與2015年石油價格相關的購買力增長不能重複。</li> <li>&gt; 儘管單位勞動力成本有上升趨勢（低生產率、工資上漲），通貨膨脹正（並將繼續）被利潤率下跌所遏制。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; 在可預見的將來，增長潛力遲緩（「長期停滯」）</li> <li>&gt; 企業利潤受到侵蝕</li> <li>&gt; 政治風險（總統大選）</li> </ul>	
巴西	<ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; 羅塞夫（Dilma Rousseff）已被彈劾，為特梅爾（Michel Temer）打開大門。如果一切順利的話，特梅爾將領導國家直至2018年底。此新聞並不令人感到驚訝，應該是好兆頭。然而，十月份的選舉可能會限制他的合法性，並防止他透過必要投票通過必要的預算措施，以避免國家爆發債務危機。</li> <li>&gt; 在宏觀經濟數據方面，第二季度國內生產總值較第一季度有所改善，表明了最壞的時期已經過去，即使走出危機之路依然漫長。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; 預算整合少於所需</li> <li>&gt; 通脹壓力重現</li> <li>&gt; 債務貨幣化</li> </ul>	
歐洲			
歐元區	<p>受臨時因素及政治風險侵蝕所影響，經濟復甦略有放緩</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; 復甦將繼續，並將受國內需求所支持。信貸建設週期將繼續下去。</li> <li>&gt; 最近幾個季度油價和歐元下跌所提供的支持將逐漸消散，並將為增速產生負面影響。</li> <li>&gt; 歐元區的政治日程即將擠得密密麻麻（10月份為意大利公民；荷蘭、法國和德國將在2017年舉行選舉），也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（英國脫歐、難民危機、意大利公投、反建制政黨冒起）</li> <li>&gt; 新興國家的經濟和/或財政困難蔓延</li> <li>&gt; 通縮壓力增加</li> </ul>	
英國	<p>由於政治上的不確定性，經濟將急劇放緩。</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; 英國如何管理退出歐盟缺乏可視性，未來與歐洲的關係框架亦對經濟產生嚴重影響。我們預計在下半年會有曇花一現的經濟衰退（最有可能在第四季度），隨後在2017年上半年會有反彈，但速度較慢。</li> <li>&gt; 私人投資（企業、房地產）及消費將受到較大衝擊。由於英鎊貶值，它們會受通脹上漲的影響。我們已經下調了我們對2017年國內生產總值增長的預測，由2%下調至0.2%。</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>中國：2016、2017年繼續成為環球經濟增長引擎</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; 我們相信，中國經濟築底是可持續的，但「U」形復甦的可能性不大。</li> <li>&gt; 這考慮了2015年及2016年第一季度激進寬鬆政策的滯後影響。</li> <li>&gt; 有關物業、信貸、債權債務泡沫的風險令人擔憂，但我們認為中國將在2017年這一政治過渡年盡一切努力拖延這些問題，因為中國以穩定為重任。</li> <li>&gt; 正如我們在2016年8月的預計，中國外匯儲備枯竭穩定後，對中國人民幣貶值的預期正逐漸穩定下來。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; 2016、2017年環球經濟增長引擎</li> <li>&gt; 人民幣對環球市場的風險正在下降</li> </ul>	
印度	<p>印度：亞洲在2016年及2017年穩定增長的引擎</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; 印度被定位有穩定的增長改善，但瓶頸效應令印度難以釋放其應有增長潛力。</li> <li>&gt; 因為市場很大機會吹有利的季候風，適度通脹將在2016年持續發展。</li> <li>&gt; 印度儲備銀行將朝向貨幣政策由貨幣政策委員會決定，而不是由印度儲備銀行行長自行決定。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>我們上調了國內生產總值增長。我們預計復甦追求緩慢。</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; 我們將第二季度國內生產總值的按季增長由0.2%上調至0.7%，原因是高於預期的資本支出和庫存。此外，我們亦上調了第一季度的數字。糧食價格下跌和實際工資上漲，加上夏季獎金提升所支持，我們已看到消費者支出自三月以來上升，但這種復甦很脆弱。經濟仍受益於政府開支及進口需求，這抵消了當地消費者行為的低迷情況。展望未來，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; 日圓升值</li> </ul>	

## 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，但勞動力市場持續強勁而工資緊張開始出現。工業在2015年後期/2016年初期疲軟後漸趨穩定；然而，到現在為止一直支撐經濟復甦、得益於強勁家庭消費的服務業都出現了放緩的跡象（見本期第4篇文章）。
- 日本：**通貨緊縮緩慢消退。家庭必須適應價格上漲。由於環球貿易低迷和日元升值，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。
- 歐元區：**由於商業投資的反彈，復甦正在繼續，而且復甦的質量有所改善。國內週期性因素有利，但臨時推動因素（歐元和油價下跌）正擴散而且風險（政治不明朗、新興市場增長放緩）正在增加。
- 巴西：**第二季度的國內生產總值數據（-3.7%）不如第一季度（-5.4%）那樣糟糕。雖然增長結轉為-3%，但我們維持2016年經濟增長預測為-2.5%、2017年為-0.5%。因此，我們繼續與市場認為今年經濟出現嚴重衰退（-3.7%）並在2017年恢復正增長的共識持相反的觀點。
- 俄羅斯：**雖然夏季的經濟數據較我們的預期為差，但我們維持2016和2017年國內生產總值增長預期為-0.7%和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	1.5	2.0	0.1	1.3	2.2
日本	0.5	0.6	0.7	0.8	-0.1	0.7
歐元區	2.0	1.5	1.3	0.0	0.3	1.3
德國	1.7	1.7	1.4	0.1	0.4	1.5
法國	1.3	1.3	1.2	0.1	0.3	1.2
意大利	0.8	0.9	1.1	0.1	0.0	1.0
西班牙	3.2	2.8	1.3	-0.5	-0.4	1.2
英國	2.2	1.7	0.5	0.1	0.7	2.2
巴西	-3.8	-2.5	-0.5	9.0	6.8	6.0
俄羅斯	-3.7	-0.7	1.0	15.5	10.0	8.5
印度	7.6	7.5	7.6	5.2	5.4	5.2
印尼	4.8	5.0	5.1	6.4	4.5	4.5
中國	6.9	6.7	6.5	1.4	1.2	1.2
土耳其	3.8	2.6	3.0	7.7	7.5	7.0
發達國家	1.9	1.5	1.6	0.2	0.8	1.7
新興市場	4.1	4.1	4.4	4.0	4.2	3.7
世界各地	3.2	3.0	3.2	2.4	2.7	2.8

來源：東方匯理研究

### 主要利率展望

- 美國聯儲局：**公開市場委員會委員的發言表現出第二次聯邦基金利率加息的意願。話雖如此，經濟增長和通脹疲軟均會阻止聯儲局的行動走得更遠。
- 歐洲央行：**歐洲央行將擴大其量化寬鬆政策，至少直到2017年9月。此外，德國收益率疲弱，使得公共部門購債計劃（PSPP）更難實施，並將促使它改變計劃規則。
- 日本央行：**日本央行現在很可能將擴大其量化寬鬆政策。
- 英國央行：**英國央行已下調關鍵利率至0.25%，並繼續量化寬鬆政策。經濟疲軟的最新訊號，將會促使英國央行進一步下調其關鍵利率。

	12/9/2016	東方匯理 +6個月	市場觀點 2016年第4季	東方匯理 +12個月	市場觀點 2017年第2季
美國	0.50	0.75	0.70	1.00	0.95
歐元區	0.05	0.00	0.00	0.00	0.00
日本	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10
英國	0.25	0.00	0.10	0.00	0.10

### 長期利率展望

- 美國：**宏觀金融不確定性高企、聯邦基金利率緊縮週期的角度非常有限、聯儲局再投資到期美國國債、歐洲投資者的投資組合重新分配，均在中期對長期收益率的顯著上升不利。收益曲線將繼續扁平化。
- 歐元區：**長期收益率的下行壓力將會持續一段時間。歐洲央行量化寬鬆政策結構的變化可能對外國債券有利。
- 英國：**英國央行實施量化寬鬆政策將拖累英國的收益率
- 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。

兩年期債券孳息					
	12/9/2016	東方匯理 +6個月	市場觀點 2016年第4季	東方匯理 +12個月	市場觀點 2017年第2季
美國	0.79	0.80/1.00	0.98	1.00/1.20	1.13
德國	-0.63	-0.60/-0.40	-0.62	-0.60/-0.40	-0.62
日本	-0.20	-0.40/-0.20	-0.21	-0.40/-0.20	-0.20
英國	0.18	0.00/0.20	0.19	0.00/0.20	0.23

10年期債券孳息					
	12/9/2016	東方匯理 +6個月	市場觀點 2016年第4季	東方匯理 +12個月	市場觀點 2017年第2季
美國	1.68	1.60/1.80	1.81	1.60/1.80	1.92
德國	0.05	0.00/0.20	0.13	0.00/0.20	0.20
日本	0.00	-0.20/0.00	0.04	-0.20/0.00	0.09
英國	0.89	0.60/0.80	1.02	0.60/0.80	1.12

### 匯市展望

- 歐元：**我們預計歐元（實際計算）在未來幾個月相對穩定。
- 美元：**美元在英國脫歐表決後升值，但沒有持續升值的催化劑。在聯儲局放棄其緊縮週期的情況下，美元將會下跌。
- 日圓：**日圓多頭頭寸現在相當危險，因為日本當局現在極有可能作出反應。
- 英鎊：**英鎊在脫歐公投後大幅下跌，目前屬低估。然而，由於英國央行實施量化寬鬆政策，英鎊應會繼續受壓。

	12/9/2016	東方匯理 +6個月	市場觀點 2016年第4季	東方匯理 +12個月	市場觀點 2017年第2季
歐元/美元	1.12	1.10	1.09	1.10	1.08
美元/日圓	103	105	104	105	105
歐元/英鎊	0.85	0.90	0.85	0.90	0.84
歐元/瑞士法郎	1.10	1.10	1.08	1.10	1.09
歐元/挪威克朗	9.26	9.10	9.20	9.00	9.03
歐元/瑞典克朗	9.53	9.10	9.35	8.90	9.19
美元/加元	1.30	1.30	1.31	1.30	1.30
澳元/美元	0.76	0.75	0.74	0.75	0.72
紐元/美元	0.73	0.70	0.70	0.70	0.68