

## 資產配置：東方匯理的投資策略

### 資產配置：債券、政治環境和流動性仍是最大威脅

PHILIPPE ITHURBIDE, 研究、策略及分析部環球總監 - 巴黎

多得歐洲央行啟動量化寬鬆計劃，上月的表現證實了過往的趨勢：當月，摩根士丹利資本國際歐洲指數上升2%（摩根士丹利資本國際世界指數下跌1%，摩根士丹利資本國際新興市場指數下跌1.8%，而標普500指數下跌2.4%），而歐元兌美元匯率下跌1.5%（自今年年初下跌9%）。誠然，10年期國債息差沒有太多的修正（與德國10年期固定利率相比，意大利增加了9個基點，而西班牙增加了10個基點和葡萄牙增加了4個基點），但買入並持有將繼續提供良好表現。這同樣適用於信貸指數：iTraxx Main指數（報57個基點）而iTraxx Crossover指數（現為267個基點）均上升7個基點。

歐洲股市的大幅改善由三大因素造成：

- 首先，歐元削弱而造成企業盈利上升的前景，此因素的重要性因着歐洲盈利落後於美國約40%而加劇；
- 第二，增長恢復，這也應該會推動銷售；
- 最後，長短期利率長期維持在極低水平。

單單這三個因素解釋了歐洲股市的持續重新定價，不會導致高估（見本刊2014年11月號之《2015年展望》）。

簡而言之，這一切都支持了我們不會改變資產配置策略的決定，該資產配置策略幾個季度以來一直注重於歐元區、風險資產類別、息差產品以及歐元短倉。我們曾多次表示，我們不視低增長為不符上述配置策略，但經濟活動進一步減速的風險確會為投資組合構成重大風險。我們維持這個方針。

但好消息是，經濟活動正逐漸在歐元區復甦。誠然，投資仍然明顯未有恢復，但也出現了一些令人欣慰的積極進展：

- 利率水平；
- 信貸利差水平；
- 股市景氣；
- 歐元疲弱；
- 銀行貸款的回收；
- 大規模量化寬鬆政策的推出，其對我們正在監視的實體經濟的影響非常重要（有關這一點，請閱覽我們的全新月度刊物《歐洲央行量化寬鬆監測》）；
- 缺乏金融市場的壓力。

**可能阻礙這一資產配置策略的威脅是什麼？投資組合的流動性、政治背景、新興市場經濟體系低迷、債務負擔**

1. 首先，流動性再次成為關注核心。最近幾年，各國央行一次又一次購買資產，數量通常龐大，而各國資產負債表擴大造成了流動資金大量注入。美國聯儲局之後，現在輪到日本央行和歐洲央

### 要點

**自歐洲央行宣佈量化寬鬆政策以來，以歐元區和風險資產類別為主的歐元短倉資產配置一直非常有效。**

該量化寬鬆政策壓低利率、利差以及歐元，而盈利增長前景正在振興股市。整體而言，這與美國和日本央行擴大其資產負債表時的分別不大。不要低估風險因素，尤其是：

- （一）政治背景不斷惡化（反歐政黨冒起，以及一些歐洲國家即將舉行大選）；
- （二）債務負擔仍然是增長加速的一個嚴重障礙；
- （三）新興國家的增長放緩，當中以中國尤為明顯；以及最重要的一點，
- （四）自金融危機以來投資組合的流動性較低。毫無疑問，儘管目前的環球背景使我們維持了相當積極的資產配置，仍需要保持密切關注一些風險因素。

“今年年初，歐洲資產類別（但並非歐元）的情況樂觀”

“真正威脅”

行為資本市場提供流動資金。然而，這種流動資金過剩的情況不能掩蓋真實的流動性：一方面是將流入實體經濟的流動資金，另一方面是投資組合的流動性。

- 至於實體經濟，應該承認的是，迄今為止，這一渠道還沒有真正奏效。購買政府債券的激勵措施（風險回報、監管等）增多，而不是透過增加銀行貸款。
- 至於投資組合的流動性，必須仔細考慮到數目日益減少的做市投資銀行以及冒較少風險的方式，來權衡投資者對（流動性通常較差的）高風險資產的需求。事實上，現在有較少的市場參與者，對沖基金較過去不太熱衷於提供流動資金，而自金融危機以來銀行的庫存已經減少了近80%。與此同時，投資於像企業債券或另類資產類別等資產類別的數量一直在穩步攀升。整體而言，不應該混淆各國央行提供的（豐富）流動性以及投資組合提供的（下降）流動性。無視這種區別肯定是個大錯誤。

**2. 接下來，還有債務負擔問題，因為私營界別的去槓桿化和穩定公共債務的需要**影響到可支配收入和消費支出。公共債務重回可持續發展之路無可避免會對國內生產總值增長產生負面影響：當過度的公共和／或私人債務為金融危機給予空間，而且推動各國走向預算和財政緊縮政策時，大家又怎樣為追求各種增長政策辯解呢？更糟糕的是，各國無法減少其債務佔國內生產總值的比例（此一比率代表其償還債務的能力）。

自2007至2008年的金融危機以來，只有五個國家（阿根廷、羅馬尼亞、沙特阿拉伯、以色列和埃及）成功減少了其債務總額（私有及公共債務）佔國內生產總值的比例。至於其他國家，無可否認，在不同程度上，此一比例均有所增加，而且情況往往令人擔憂。日本現在為400%、愛爾蘭為390%、葡萄牙為360%、比利時為330%、荷蘭為325%、西班牙為315%、法國為280%等等。要杜絕情況惡化，顯然需要以下幾個因素：極低利率、強勁增長、預算緊縮導致基本盈餘、持續為私營界別去槓桿化……甚至是債務重組／註銷債務。在減少公共債務之餘，同時確保增長高於利率（債務）已經變得幾乎不可能。受資產負債表不景氣影響的銀行和所有經濟參與者只會在可預見的未來降低經濟增長的速度。此外，在歐元區的經濟復甦過程中明顯缺乏投資，這不禁令人對經濟復甦步伐產生疑慮。

扭轉重要經濟指標（例如：就業和公共債務）的趨勢之所需增長水平是可以計算的。麥肯錫環球研究所（McKinsey Global Institute）的最近一項研究證實，要開始減少公共債務佔國內生產總值的比例，實際國內生產總值增長率將需要遠遠高於目前預計數字（見《債務和（不多）去槓桿化》，麥肯錫研究院，2015年2月）。

根據麥肯錫，西班牙將需要5.5%的實際國內生產總值增長率、英國為4.7%、法國為4%、葡萄牙為3.9%、芬蘭為3.6%等等。換言之，法國和葡萄牙的增長赤字現約為2.5%，西班牙為3.8%。然而，德國和美國是少數國家可以無需任何額外增長，而能夠回滾公共債務佔國內生產總值的比例。

**3. 政治和社會面貌正變得複雜。**我們看到幾個國家在大洗牌。我們僅舉幾個例子。在希臘，長期在朝的執政黨（PASOK）幾乎已經絕跡，由年輕的激進左翼聯盟（Syriza）所取代。在西班牙，新政黨Podemos在2014年1月成立，令傳統政黨大驚。Podemos渴

“

不應該混淆各國央行提供的（豐富）流動性以及投資組合提供的（下降）流動性

”

“

一些國家已成功減少其債務總額

”

“

尚未達到回滾飆升債務所需的增長率

”

望取代信奉社會主義的西班牙工人社會黨 (PSOE)。該黨現在聲稱自己是一個社會民主黨，力圖擺脫經常被評為極端主義政黨的標籤。該黨的主要政綱現包括實行35小時工作週、將退休年齡定為65歲、增加公共開支、修訂貸款資格、提高國家最低工資以及（特別是對家庭）進行債務重組。威脅如此之大，連保守的人民黨 (PP) 最近也提議，如果在即將到來（預定於今年舉行）的大選中未能取得絕對多數票，將可能與各社會主義政黨籌組大聯合政府。工商金融界希望西班牙工人社會黨 (PSOE) 接受此提議，但該黨卻一口拒絕。在法國，國民陣線 (Front National) 在過去幾年取得了重大進展。但有兩件事值得注意：



反歐政黨興起不應被忽視



- 極端左翼政黨正在歐元區周邊國家勢如破竹，而極右政黨則在歐元區核心國家受人青睞。
- 無論是右翼還是左翼，享有增長的政黨的政綱均猛烈抨擊各歐洲機構及其所追求的經濟政策，包括歐洲貨幣聯盟本身。

**4. 新興市場經濟體的增長放緩，尤其是中國。**很顯然，無論是利率還是經濟增長的構成已經在最近幾年發生了很大變化：人口統計數據、工資增長、生產率提升、下調增長潛力都是常見的主題。另外一個複雜的因素源於匯率。美元強勢導致人民幣相對其他貨幣（特別是新興市場貨幣）升值，而這損害了中國的定位。美元目前的強勢（或者更確切的說，日元、歐元和相當數量的新興市場貨幣的相對疲弱）為中國造成問題……但沒有為美國構成大問題。我們應該謹記，相對於美元的實際有效匯率，在過去15年間，日元以至是歐元的強勢已逐步削弱。但這並非人民幣的情況，人民幣在同期上升了十倍。換句話說，如果我們假設中國的匯率政策十分重要，而如果中國當局被迫作出反應（透過競爭性貶值來追求增長），那麼，全面貨幣戰爭將隨之而來，並造成重大的金融動盪。



人民幣匯率政策是環球金融穩定的關鍵因素



**5. 希臘償付能力的問題尚未解決。**毫無疑問，2015年是希臘財政狀況最艱難的歲月之一。事實上，雅典將要合共償還150億歐元，主要是向國際貨幣基金組織 (IMF) 和歐洲央行 (2400億歐元救助計劃) 償還債務。據希臘總理，希臘沒有足夠的資源來支付這些款項。總理齊普拉斯 (Alexis Tsipras) 稱，今年四月，政府庫房將會變得空虛。有很多因素都並不穩定，因為雅典將於明年六月收到下一輪的國際援助（略多於70億歐元），但前提是政府可以提出連帶數字的具體改革計劃。但我們不應該忘記，即使雅典實際收到該金額，這個問題仍然不會得到徹底解決：雅典仍要在七、八月償還另一筆65億歐元的款項。



尚未解決希臘償付能力的問題



因此，3月27日齊普拉斯提出了大約20項措施，包括加強打擊騙稅、遏制燃油和酒精走私活動、檢查希臘公民在國外開立的銀行賬戶、修改稅法等。他還主動提出限制提前退休，並設計了拆分銀行結構（或「壞銀行」）來應付銀行累積的問題貸款。今年的私有化收入預計將為15億歐元，而非由希臘救助計劃規定的22億歐元，但希臘這項新計劃預計將為2015年帶來超過30億歐元的新收入。該計劃乃基於1.5%（相對於以前3%）的國內生產總值的基本盈餘（即：預算赤字減去還本付息）以及1.4%的國內生產總值增長。歐洲債權人當然願意妥協，但其計算依據仍為希臘人正在爭議、由上一屆薩馬拉斯政府承諾的改革清單（特別是退休改革以及加快自由化勞動力市場）。

希臘救助計劃最後一輪援助（72億歐元）的部分提前放款仍在談判之中。好消息是，4月9日，希臘政府如期償還了4.6億歐元的分期付款予國際貨幣基金組織（IMF）。此外，直到4月24日舉行的下一次歐元集團會議之前，預計將有足夠的現金來兌現其承諾。另一項正面發展，是希臘政府及其債權人之間的關係略有緩解。

話雖如此，一切事情都未有實質解決，風險依然存在。希臘政府的承諾是不夠的：聯盟政府並不穩定，而國家政治仍然十分緊張。

但就目前而言，我們認為，美國聯儲局對收緊貨幣政策再度謹慎、歐洲央行量化寬鬆政策之廣度和持續時間、維持極低利率以及歐洲資產的重新定價仍將是主導因素。因此，我們維持現有資產配置之餘，又同時確保（就如我們在先前的專欄中提到）可獲利並密切監測這些投資組合的流動性。



## 投資組合類型

### 股票投資組合

- 比較喜歡歐元區股市
- 維持不變或減持美國股票
- 維持日本股市長倉
- 組合的貝塔（β）系數維持中立
- 新興市場：國家的選擇是關鍵
- 在新興市場之中
  - 增持墨西哥、秘魯、印度、印尼和泰國
  - 中國、巴西、土耳其、南非和海灣國家維持不變
  - 減持馬來西亞、哥倫比亞、南韓、希臘、台灣和智利
- 維持美元長倉、日圓和歐元短倉

### 債券投資組合

- 存續期長的歐元區核心國家（及美國）
- 曲線趨平交易
- 尤其維持增持歐洲高收益
- 美國高收益的機會
- 增持國庫通脹保值證券（TIPS）
- 維持對意大利和西班牙增持
- 新興市場債券：
  - 增持商品消費國的新興債券
  - 較喜歡「硬通貨」債券（美元長倉）
  - 較喜歡受益於低油價的國家所發行之地方債券
- 維持美元長倉、日圓和歐元短倉

### 多元化投資組合

- 比較喜歡歐元區（刻下）和日本股票（中期）
- 美國股票維持中立不變
- 對新興市場股票保持審慎，較喜歡商品消費國
- 較喜歡股市而非公司債，包括出於流動性的原因
- 維持歐元區企業債券（主要為高收益債券）的長倉，作套利之用
- 加強多元化為美國信貸
- 維持增持歐元區周邊國家的主權債券
- 對硬通貨（美元、歐元）計價新興債券樂觀
- 維持美元長倉、歐元和日圓短倉

**風險因素**

4月	風險水平
<p><b>美國聯儲局：所知甚少的貨幣政策</b></p> <p>勞動市場在過去18個月已大有改善，但勞動力供給過剩情況仍然嚴重，而且勞動參與率低、工資增長停滯。美國聯儲局仍在試圖尋找最佳方法來處理其預測以及金融市場前景。正如美國聯儲局最近提及，正常化並未提上議程，但波動情況似乎會再現，且會伴隨着誤解的風險。</p>	<p><b>中風險</b></p>
<p><b>歐元區：通縮壓力增加</b></p> <p>歐洲央行已經推出了一個重大的量化寬鬆計劃。量化寬鬆政策仍需被正確推行，而傳輸渠道（透過財富效應、匯率、利率、流動資金、信心和通脹預期）仍然需要最終展開運作。如果不能重振這些渠道，增長前景方面相對安穩的情況將會消失，而對某些政府償債能力的疑慮將無疑會再現，再加上主權利差的明顯後果亦會出現。</p>	<p><b>低風險</b></p>
<p><b>歐元區：國內生產總值增長低估（量化寬鬆政策效應及油價影響）</b></p> <p>歐元區最近出現了兩大利好因素：量化寬鬆政策充足（被金融市場認為高度可信）以及油價持久下跌。不要低估通縮壓力仍然在該區域有影響，但亦不要低估量化寬鬆政策和油價帶來的通貨再膨脹影響。如果後者的因素彌補前者，2015年國內生產總值將出現上調，而出現新危機的風險將會大減。</p>	<p><b>高風險</b></p>
<p><b>希臘：違約或希臘退出歐盟，等待最差情況場景？</b></p> <p>希臘的情況會變得更糟糕嗎？不肯定。近日，希臘及其債權人之間的關係略有緩和。然而，一切都沒有得到實質解決，而當地的政治局勢依然緊張。我們相信，希臘退出歐盟的風險仍然很低，但債務重組、實施資本管制，甚至是政治問題的可能性不斷增大。</p>	<p><b>中風險</b></p>
<p><b>西班牙：以希臘為榜樣？</b></p> <p>全新政黨Podemos在2014年1月成立，主張類似希臘激進左翼聯盟（Syriza）的政策：反對「三大組織」（歐盟、歐洲央行和國際貨幣基金組織）、反對緊縮計劃、追求更多民主和更強主權、懇求就公共和家庭債務進行債務重組（包括如有必要的債務違約）。大選結果將決定下屆多數派政黨以及下屆首相。根據最新的民意調查顯示，Podemos以及西班牙人民黨領先（各有25%選票），而西班牙工人社會黨則排第三位（20%）。</p>	<p><b>低風險</b></p>
<p><b>石油：價格繼續下跌</b></p> <p>石油價格下跌對消費國的經濟增長有利，而且能為受通脹控制不良影響的國家（如：印度和印尼）推動經濟增長。然而，這增加了嚴重依賴石油出口和稅收收入的石油生產國（如：委內瑞拉、安哥拉、尼日利亞、厄瓜多爾）的金融脆弱性。目前的情況是，推動俄羅斯步向嚴重衰退、委內瑞拉步向違約。原油價格持續下跌將加劇本來已經嚴重受損的局面。</p>	<p><b>中風險</b></p>
<p><b>中國：突發衰退</b></p> <p>中國現在需要縮減信貸、影子銀行、債務和不良貸款，以恢復強勁增長潛力並實現更高的生產力。未來的增長將較弱，但中國仍有方法來伴隨如此（長）的過渡期，即使挑戰和任務仍然非常艱鉅。石油價格急劇下跌是一個福音，但目前的內需勢頭較弱。</p>	<p><b>中風險</b></p>
<p><b>新興經濟體：增長較明顯地下降</b></p> <p>美國量化寬鬆政策結束並沒有拖累新興市場。美國基準利率預期將在稍後時間（2015年年底／2016年初）增加，這些預期似乎頗有根據。但是，某些國家的基本因素值得大家關注：俄羅斯的深度衰退、巴西的溫和衰退、中國經濟增長放緩、一些國家的通脹壓力、與中國增長放緩相關的密切聯繫.....新興國家的經濟表現在2015年全線加快下滑的風險有限，但情況仍然值得密切監測。</p>	<p><b>中風險</b></p>
<p><b>一場區域貨幣戰</b></p> <p>歐元和日圓再度疲軟，加上歐洲央行推行量化寬鬆政策，而且日本央行推出額外的寬鬆措施，均正加劇亞洲的緊張局勢。日圓在2013年大跌拖累了貿易關係。倘中國參與競爭性的貶值遊戲，一場「全面戰爭」將會爆發（惟概率很低）。就美元實際有效匯率而言，相比正在下跌的日圓和歐元，人民幣迄今的角色更為重要。至於歐元，我們預期下跌幅度不足以令美國擔心，美國的復甦將首先由國內需求驅動。這種情況將帶來外匯波動。</p>	<p><b>中風險</b></p>

## 宏觀經濟狀況

	4月	風險因素
<b>美洲</b>		
<b>美國</b>	<p>持續出現的復甦超越了2014年年底以來錄得的輕微增長下跌。</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; 隨着投資下跌，消費支出驅動國內生產總值在第四季度上漲2.2%。自2014年年底起，大多數數據（除了勞動力市場以外）均令人失望。</li> <li>&gt; 家庭在過去幾年大大減少自己的債務，現正受益於就業市場的持續改善和燃料價格下降。</li> <li>&gt; 復甦將在2015年繼續，但由於工資變化持續疲軟以及在能源領域的投資下跌，改善將受到限制。世界其他地方出現經濟疲軟，加上美元上漲，將令經濟活動輕微受阻。</li> <li>&gt; 美國聯儲局將正常化其政策，但速度會十分慢；通貨膨脹如此弱，首次加息可能要等到2015年年底。</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; 世界其他地方的經濟和/或金融經濟困難情況蔓延</li> <li>&gt; 美元過度上漲</li> </ul>
<b>巴西</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; 三月份匯豐製造業採購經理人指數（46.2）較前一個月（49.6）和市場預期（48.2）為低。</li> <li>&gt; 儘管幾次加息，消費物價通脹再次上升：與去年同期相比，二月份的消費物價通脹為7.7%，儘管這種上漲的部分原因為受控價格自由化。</li> <li>&gt; 巴西總統羅塞夫（Dilma Rousseff）一貧如洗的概率很低或者為零。然而，其受歡迎程度已嚴重動搖，使實施改革更加困難，當中包括有關財政鞏固的改革。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; 過度緊縮的貨幣政策，加上過於雄心勃勃的財政整頓可能會損害經濟增長</li> </ul>
<b>歐洲</b>		
<b>歐元區</b>	<p>受貨幣和財政政策組合的演變所支持，復甦將會持續。</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; 第四季度的經濟增長較預期稍佳（+0.3%）而第一季度的初始數據令人鼓舞。</li> <li>&gt; 經濟復甦將在2015年繼續，原因有三：（一）回滾緊縮措施（2015財政預算、歐盟委員會更為寬鬆的政策立場、容克計劃等全新措施）；（二）歐洲央行的貨幣政策非常寬鬆（三月份大規模量化寬鬆計劃啟動），加之2014年歐洲央行所採取的措施的遞延影響可支撐資產負債表；（三）歐元和油價下跌。</li> <li>&gt; 通脹只會增加得非常緩慢。儘管如此，經濟好轉以及歐洲央行的資產購買計劃應可防止出現自我維持的通貨緊縮漩渦。</li> <li>&gt; （希臘的；在今年年底，甚至是西班牙的）政治風險仍然很高。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; 通縮壓力增加</li> <li>&gt; 新興國家的經濟和/或金融經濟困難情況蔓延</li> <li>&gt; 政治風險（反建制的政黨在定於2015年舉行的選舉中當選）</li> </ul>
<b>英國</b>	<p>復甦仍活躍。</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; 正在進行的穩固復甦預計在2015年繼續。消費增加以及房地產市場上升（儘管升速放緩）將仍然是重要因素。企業投資增加（已上調）預計會實現逐步再平衡。歐元區經濟大背景有所改善，將對英國的出口有利。</li> <li>&gt; 就業市場正在改善：實際工資終於上漲。通脹下跌降低了追求更高關鍵利率的緊迫性，而更高關鍵利率不可能會在2015年年底發生。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; 新一輪的房地產泡沫</li> <li>&gt; 五月大選以及退出歐盟的問題當選</li> </ul>
<b>亞洲</b>		
<b>中國</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; 在中國，三月份匯豐製造業採購經理人指數（49.6）比二月份（49.2）以及市場預期（49.3）都略高。</li> <li>&gt; 中國在本月舉行了全國人民代表大會。大會作出了一些公告，最其中重要的肯定是一項關於減少經濟增長和通脹目標的公告。除此以外，大會還新增了「概覽」部分，談及不少關於中國經濟增長放緩的不確定因素。</li> <li>&gt; 中國人民銀行也宣佈降低購買第二套房子的最低首付至購買價格的40%。目前，最低首付為購買價格的60-70%。該公告顯示，中國當局正試圖刺激在過去一年裡大幅放緩的房地產行業。這是一項新的支持經濟增長措施。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; 貸款質量惡化得比預期更快</li> <li>&gt; 外來需求下跌</li> <li>&gt; 通縮壓力增加</li> <li>&gt; 沒有採取充分措施支援經濟</li> </ul>
<b>印度</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; 在印度，復甦似乎得以實現，正如匯豐製造業採購經理人指數所示，該指數有顯著改善，三月份的指數錄得52.1點，較上月的51.2點以及市場預測的51點相比均為高。</li> <li>&gt; 三月降低回購利率令市場驚訝後，印度儲備銀行在四月初維持利率不變（7.5%）並聲明等候（尤其是關於增長和食品通脹的）新數據到來後，方會擴大其寬鬆貨幣政策。印度儲備銀行恐懼特別惡劣的天氣條件會令食品通脹重臨，這可能影響產量和價格的增長。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; 商品價格上漲</li> <li>&gt; 美國貨幣政策正常化較預期為快</li> </ul>
<b>日本</b>	<p>數據令人失望後，經濟逐步復甦</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; 經過兩個季度的負增長後，第四季度略有正面增長，但投資仍然很低迷。</li> <li>&gt; 十二月大選後，在政治方面沒有陰雲，但政府提供重要結構改革的能力尚未得到證實。</li> <li>&gt; 工資方面，正在出現一些好轉跡象（但主要為大型公司）。</li> <li>&gt; 油價下跌正在削弱迅速實現日本央行設定的2%通脹目標的可能性。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; 受中國經濟增長放緩所影響</li> <li>&gt; 隨着油價下跌，通脹正在消失</li> </ul>

## 宏觀經濟及財政預測

### 宏觀經濟前景

- **美國：**擴張階段還未結束。在第二季度和第三季度顯著回升後，經濟活動在第四季度放緩，而未來第一季度的經濟活動亦有可能會繼續放緩。環境依然有利於消費的持續增長（改善勞動力市場、油價下跌），亦有利企業投資反彈（雖然在能源領域正遇到困難）。低油價導致通脹顯著回落，但其他反通脹因素也有發揮作用（美元上漲、工資變化持續差劣）。
- **日本：**通貨緊縮緩慢消退。經過兩個季度的衰退後，經濟在第四季度再呈正增長。在家庭看到購買力削弱（由於日圓下跌和增值稅影響，進口產品的價格增加）後，工資變化是經濟復甦的關鍵。
- **歐元區：**在極微通脹的背景下出現復甦。這些數字正在逐步改善。面對通縮風險，歐洲央行已經推出了重大資產購買計劃。歐元區的政治不確定性將會增加（希臘僵局持續、西班牙和葡萄牙今年年底舉行大選）。
- **巴西：**儘管有顯著的貨幣緊縮而且關鍵利率達12.75%，通脹仍然高企（二月份同比通脹率為7.7%）。但應該指出的是，受控價格自由化是此通貨膨脹增加的部分原因。透過在未來幾個月內監測數據，我們應該能夠看得更加清楚整體情況。巴西石油公司（Petrobras）的醜聞令實現改革（特別是有關財政緊縮的改革）變得複雜，這將最終拖垮本來預期已非常低的增長。二月份的工業產出大跌（與去年同期相比下跌-9.1%）就是一大例證。
- **俄羅斯：**2014年的國內生產總值確實有正面增長（+0.4%），但遠低於2013年水平（+0.9%），亦低於市場預期（+0.7%）。

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, %)		
	2014	2015	2016	2014	2015	2016
美國	2.4	2.7	2.6	1.7	0.3	1.8
日本	0.0	1.0	1.5	2.6	0.6	1.5
歐元區	0.9	1.1	1.2	0.4	0.0	0.9
德國	1.6	1.3	1.6	0.9	0.3	1.5
法國	0.4	0.9	1.0	0.6	0.1	0.8
意大利	-0.4	0.4	0.7	-0.3	0.0	0.5
西班牙	1.4	1.9	1.6	-0.2	-0.5	0.5
英國	2.8	2.4	2.4	1.7	0.9	2.0
俄羅斯	0.6	-4.5	-1.5	7.8	13.5	8.5
土耳其	3.0	3.3	3.7	8.9	7.0	6.5
中國	7.4	6.5	6.3	2.0	1.7	1.7
印度	5.8	6.0	6.2	6.4	6.2	5.8
印尼	5.0	5.5	5.8	6.4	6.7	6.1
巴西	0.1	-0.5	1.5	6.3	5.9	5.6
發達國家	1.6	1.9	2.0	1.4	0.4	1.5
新興市場	4.6	4.0	4.6	4.2	4.3	4.2
世界各地	3.3	3.1	3.4	2.9	2.6	3.0

來源：東方匯理研究

### 主要利率展望

- **美國聯儲局：**聯邦基金利率首次加息將於2015年年底發生。緊縮週期將為緩慢，其幅度亦有限。
- **歐洲央行：**歐洲央行將每月購買600億歐元的資產，包括主權債券，直到2016年9月為止，而如果通脹情況改善未如理想，計劃並有可能延長。零利率政策將維持多年。
- **日本央行：**定性和量化寬鬆政策（QQE）將持續一段長時間。
- **英國央行：**英國央行首次加息可能在美國聯儲局加息之後發生。

	2/4/2015	東方匯理 +6個月	市場觀點 2015年第三季	東方匯理 +12個月	市場觀點 2016年第一季
美國	0.25	0.25	0.55	0.75	1.10
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	0.75	0.85

### 長期利率展望

- **美國：**美國長期利率的上升速度將很緩慢而且有限度。與主要利率上升相關的傳統「熊市趨平」（Bear Flattening）已經開始，並且將繼續進行，特別是在曲線短端。
- **歐元區：**由於歐洲央行購買規模將為顯著，核心國家長期收益率的下行壓力將會繼續，而周邊國家的息差將進一步收窄。
- **英國：**英國長期利率上升將為緩慢，而「熊市趨平」將繼續。
- **日本：**日本央行控制整條日本孳息曲線。只要量化寬鬆繼續，利率理應不會大幅變動。

兩年期債券孳息預測					
	2/4/2015	東方匯理 +6個月	市場觀點 2015年第三季	東方匯理 +12個月	市場觀點 2016年第一季
美國	0.54	0.80/1.00	0.86	1.20/1.40	1.18
德國	-0.26	-0.20/0.00	-0.24	-0.20/0.00	-0.21
日本	0.03	0.00/0.20	0.02	0.00/0.20	0.03
英國	0.43	0.60/0.80	0.63	1.00/1.20	0.90

10年期債券孳息預測					
	2/4/2015	東方匯理 +6個月	市場觀點 2015年第三季	東方匯理 +12個月	市場觀點 2016年第一季
美國	1.89	2.00/2.20	2.01	2.20/2.40	2.11
德國	0.18	0.20/0.40	0.22	0.20/0.40	0.26
日本	0.34	0.30/0.50	0.39	0.30/0.50	0.45
英國	1.59	1.80/2.00	1.74	2.00/2.20	1.85

### 匯市展望

- **歐元：**由於非歐元區投資者將傾向於出售其歐元區政府債券予歐洲央行（而非歐元區投資者），歐元/美元匯率仍偏向下行（由於監管法規所限，歐洲銀行和保險公司將繼續持有政府債券投資）。
- **美元：**美國聯儲局和其他先進經濟體系的央行之間的分歧以及更佳增長前景將繼續支撐美元，即使升值空間比幾個月前為低。
- **日圓：**由於日本央行政策積極，而且宏觀經濟發展疲弱，日圓預計會繼續疲弱。
- **英鎊：**兌歐元適度上漲。英國的基本因素正有改善，而且速度更快。

	1/4/2015	東方匯理 +6個月	市場觀點 2015年第三季	東方匯理 +12個月	市場觀點 2016年第一季
歐元/美元	1.09	0.95	1.05	1.00	1.05
美元/日圓	120	125	124	130	126
英鎊/美元	1.48	1.36	1.48	1.43	1.50
美元/瑞士法郎	0.96	1.11	1.02	1.05	1.05
美元/挪威克朗	7.96	9.26	8.30	8.80	8.18
美元/瑞典克朗	8.62	9.79	9.00	9.30	8.87
美元/加元	1.26	1.30	1.29	1.35	1.27
澳元/美元	0.76	0.75	0.74	0.75	0.73
紐元/美元	0.75	0.70	0.71	0.70	0.70