



# 市場展望與投資策略

2020年06月

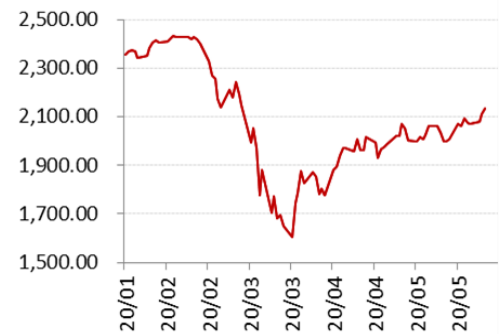
## 市場展望

### 全球經濟

**總體上對風險資產持審慎樂觀的態度，但應該謹慎挑選投資對象**

經歷了3月的恐慌性拋售之後，市場的風險情緒持續改善，風險資產表現在5月繼續復甦。流動性緊絀已有所紓緩，這從倫敦銀行同業拆息 (LIBOR) 下降和美元走勢平穩中得到印證。截至3月23日，MSCI世界指數最多下挫了34%，到撰文時 (5月22日)，反彈幅度已經達到29%(圖1)。科技股、健康護理股等領先板塊已經重新錄得正回報，但本年至今，環球股票仍報跌12%。信用債券和高息債息差收窄，可是與2019冠狀病毒病 (COVID-19) 爆發前的水平仍有一些距離。金融板塊也尚未恢復過來，令人驚訝的是與房地產相關的資產在這一輪大市反彈中屬表現最差之一。就6月而言，我們總體上對風險資產持審慎樂觀的態度，但應該謹慎挑選投資對象。考慮到估值存在泡沫和短期的盈利前景不明朗，我們對股票維持「中性」評級，然而，歐洲股票的評級卻由「輕倉」調高至「中性」。歐洲的風險資產應該會受惠於部份封鎖措施得到解除和國家之間就振興經濟加強合作，近期德、法兩國倡議設立5,000億歐元的復甦基金便是其中一例。

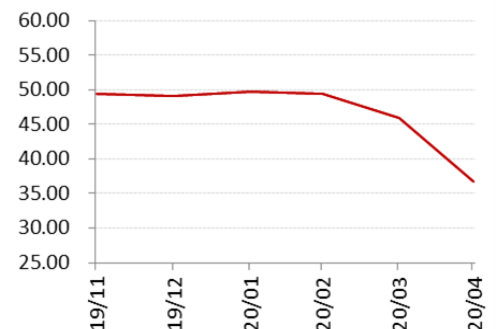
圖1. MSCI 世界指數



資料來源：彭博、中銀香港，28-5-2020

由於主要的已發展市場仍處於有史以來最嚴重的低迷時期，故最新的4月採購經理指數 (PMI) 初值顯示出經濟仍然下滑，但已有所放緩(圖2)。經濟活動方面，因為美國的封鎖措施沒有像歐洲般嚴苛，所以美國的情況一直較好。美國5月綜合產出指數初值為36.4，高於4月的27。但是，由於美國的勞工市場較為靈活而且經濟較為以服務為主導，因此當地就業遭受到不相稱的打擊。根據最新統計，在過去的九週內有3,860萬美國人申請失業救濟，4月份失業率為14.7%，並將在短期內惡化至20%。歐元區5月綜合產出指數初值為30.5，比4月的13.6有顯著的改善，但仍遠低於50的「盛衰分界線」。在接下來的幾個月，歐洲多國放寬封鎖限制將使經濟下滑的情況有所改善。日本和英國的PMI初值表明它們

圖2. 成熟市場Markit綜合採購經理人指數



資料來源：彭博、中銀香港，28-5-2020

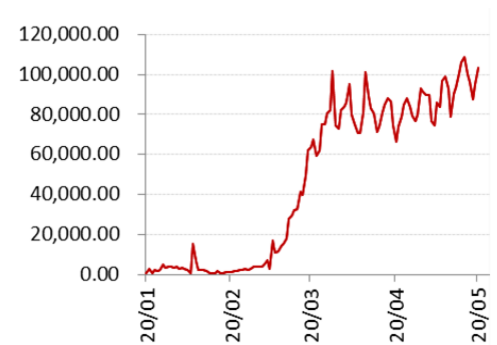


2020年06月

在重啟經濟方面滯後。鑒於市場已預期大規模的經濟收縮，環球第二季生產總值已被大幅註銷。隨著欠佳的經濟數據陸續出爐，投資者可能有所忽視，改為把注意力放在新冠肺炎確診個案數目和放寬封鎖措施之上。

踏入6月，歐洲的新冠肺炎感染率可能已越過高峰期，美國和英國的疫情亦緊隨其後。然而，令人擔憂的是俄羅斯和巴西等新興市場出現的感染病例愈來愈多。現時，新增確診病例每天超過100,000宗(圖3)，表明新冠肺炎在全球層面上遠未受到控制。幾乎可以肯定的是，在找到疫苗或治療方法之前，某些形式的封鎖措施將一直存在，因此在短期至中期內，經濟不太可能恢復正常。除了醫療方面取得突破肯定會加快患者的康復速度之外，消費行為、商業開支與不斷升級的地緣政治緊張形勢亦會左右經濟發展的軌跡。然而，隨著主要的中央銀行實施前所未有的財政和貨幣支援措施，金融環境仍會保持寬鬆，因此經濟很可能得到支持而避免進一步崩潰。不過，持續的經濟衰退將驅使世界出現許多結構性變化，這會在未來幾年重塑企業的營商模式。全球供應鏈斷裂、對於適時存貨模式的重新審視以及去全球化進一步加劇，正在對企業帶來巨大的挑戰，更不用說它們導致國家之間的地緣政治衝突不斷升級。這些情況將使不確定性增加，使得風險資產市場在接下來的幾個月加劇波動。

圖3. 環球新冠肺炎確診宗數(每日)



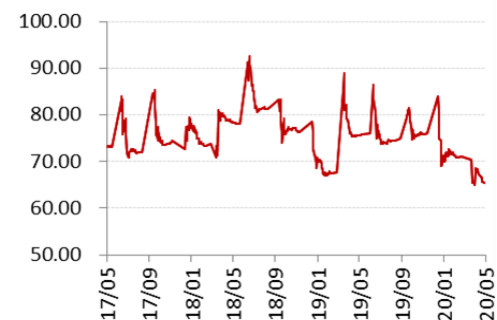
資料來源：彭博、中銀香港，28-5-2020

## 股票

**在央行和政府的刺激下，經濟活動正在復甦；宜選有可能抵禦危機後帶來的結構性挑戰的優質股票**

隨著市場對重啟經濟感到樂觀，加上新冠肺炎疫苗研發取得重大進展令市場寄予厚望，股市在5月繼續出現反彈。美國企業公佈了截至3月的季度業績，只有64%的標準普爾500指數成份股錄得每股盈利有正增長，比率是十年來最低的(圖4)。由於疫情的不確定性，許多公司已撤回盈利指引。不過，資訊科技、健康護理、通訊類股份在今年第一季仍實現了盈利正增長，一些巨型科技企業的股價還在

圖4. 標普 500 指數成份股盈喜比例



資料來源：彭博、中銀香港，28-5-2020



2020年06月

5月創下了歷史新高。納斯達克綜合指數已收復了疫情以來的大部分跌幅(截至執筆時,指數當月累計上漲4.9%)(圖5)。實際上,這次升市主要由美國科網股帶動,而在疫情危機爆發後,價值股與增長股之間的差距已經進一步擴大。總體而言,在央行和政府的大規模刺激下,經濟活動正在復甦,因此我們繼續以審慎樂觀的態度看待美股。我們認為,具有強勁的業務模式、穩健的資產負債表和可持續收入的高質素股票更有可能抵禦危機後帶來的結構性挑戰,因此這些股票更為可取。

為了反映重啟經濟的潛力以及歐洲股票比其他已發展地區股票落後的情況,我們在今個月把歐洲股票的評級從「輕倉」調高至「中性」。因為投資者憂慮疫情可能對經濟造成長遠的傷害,還有放寬封鎖措施帶來第二波感染的風險,所以歐洲股市自3月中旬起展現的升勢到5月便無以為繼。然而,包括商業信心指數在內的經濟數據最近止跌回升,這表明經濟已經開始正常化。市場預料將有更多的政策支持,當中包括歐洲央行擴大買債計劃的規模。

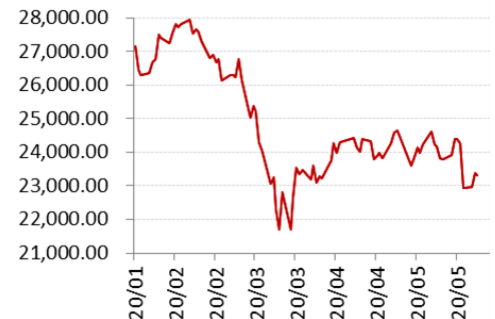
在5月的上半月,亞洲股市特別是中國內地和香港股市繼續出現反彈(圖6)。雖然臨近5月下旬,香港股市經歷驚濤駭浪,本地地產股和金融股的波動尤其劇烈,但由於獲中國內地支持的股票(特別是科技股)表現應持續跑贏大市,因此我們對亞洲股票維持「中性」評級。面對美國預託證券(ADR)除牌的風險上升,加上不同投票權(WVR)制度的放寬和二次上市的股份有納入恒生指數的資格,吸引回來香港上市的中國內地ADR可能增多,這可能是中、港股市上漲的促進因素。

圖5. 納斯達克綜合指數



資料來源: 彭博、中銀香港, 28-5-2020

圖6. 恒生指數



資料來源: 彭博、中銀香港, 28-5-2020

## ▲ 固定收益

**信貸息差曲線扁平, 而且通脹風險仍處於低水平, 延長投資級債券組合的存續期**

自3月底以來出現急劇收窄之後, 美國和歐洲的投資級債券與高息債信貸息差在4月和5月的大部分時間呈現在區間內上落的格局(



2020年06月

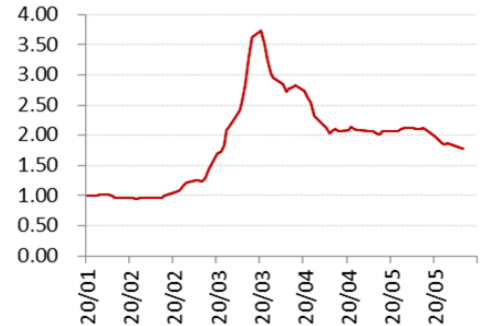
美、歐投資級債券息差約為186個基點(圖7)；美國高息債息差為680個基點，歐洲高息債息差為630個基點(圖8)。自3月以來，信用債券價格上漲主要是反映迄今已公佈的空前的財政和貨幣政策，以及市場對各國重啟經濟的預期。因此，除非疫苗/療法的研發進一步激發樂觀情緒，或者央行和政府宣佈更多政策回應，否則在目前風險回報已達致估值平衡的情況之下，信貸息差將保持在區間內浮動。

最新的PMI、失業率、本地生產總值(GDP)數據顯示經濟基調仍然很脆弱，因此投資級債券依然比高息債可取。市場預期美國和歐洲高息債違約率將從目前的4.76%(美國高息債)升至8%。因為當前的信貸息差曲線扁平，而且今年的通脹風險仍處維持於低水平，所以我們將延長投資級債券組合的存續期。

本年迄今，美國和歐洲的投資級債券總體供應創下了歷史新高，而市場對高息債供應的反應則好壞不一。美國投資級債券發行量累計接近8,940億美元，年比增長84%，至於歐洲投資級債券的年初至今供應量升了50%，達到2,900億歐元。本年至今，美國高息債供應也增加了29%至1,310億美元，但歐洲高息債供應卻錄得年比跌幅。假如有更多供應，則歐洲高息債的表現預料將受到拖累。

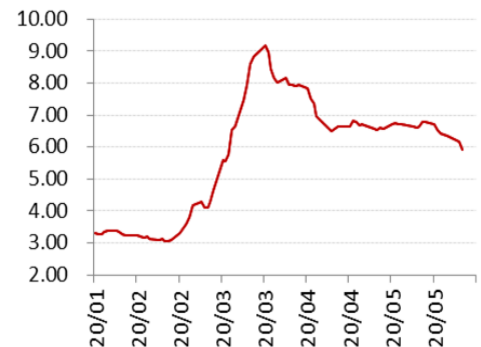
儘管自5月中旬以來地緣政治風險升溫，但亞洲信貸息差一直受制在區間內輕微收窄的範圍內上落。貨幣寬鬆加上市場預期亞洲的疫情快將結束正在促進債市的上漲勢頭。然而，由於新發行債券的溢價持續下降，希望重新測試市場反應的企業有所增加，因此在經過疲軟的供應(本年迄今發行量為1,168億美元，年比減少6.5%)之後，市場預計未來幾個月的供應將會增多。

圖7. 彭博巴克萊美國企業平均期權調整價差



資料來源：彭博、中銀香港，28-5-2020

圖8. 彭博巴克萊泛歐高收益平均期權調整價差



資料來源：彭博、中銀香港，28-5-2020

## 外匯

### 風險胃納上升將限制美元上漲；貿易談判將成英磅的關鍵

市場氣氛有所改善之際，環球多國的新冠肺炎疫情似乎已達到頂峰。誠如我們在上個月時提到，在沒有收益率差異的情況下，市場對避險資產的需求給美元提供了支持。儘管市場對全球大流行的憂慮



2020年06月

正在減少，但美匯指數於5月一直在98.6至100.6之間上落(圖9)。我們預料風險胃納增大將限制美元上漲。同時，新冠肺炎對經濟的影響已開始反映出來，美國今年首季GDP下降了4.8%，創下自環球金融危機以來最嚴重的收縮。一些央行正考慮負利率等更為進取的貨幣政策，但美聯儲對這種政策採取相當謹慎的立場。雖然聯儲局主席鮑威爾已經警告，美國經濟要直到明年底方可能全面復甦，但聯邦公開市場委員會(FOMC)成員長久以來一直對負利率政策的成效表示懷疑。在毋須擔心負利率且美國本土放寬封鎖措施的情況下，當地經濟將逐步復甦，這會為美元提供支持。如果第二波疫情能夠避免，美元的強勢可能會受到限制，因此我們寧願對美元維持「中性」而不是「重倉」評級。

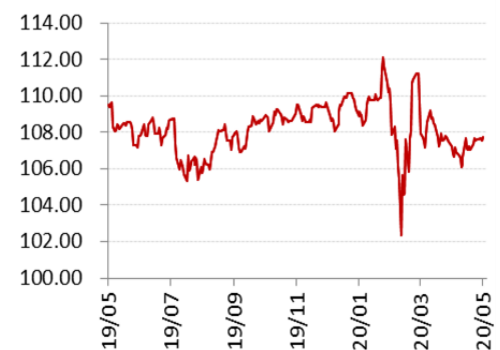
圖9. 美元指數日線圖



資料來源：彭博、中銀香港，28-5-2020

與美元的情況相似，日圓作為避險資產，其宏觀基調也並沒有惡化，看來105至106會是美元兌日圓匯率的關鍵支持水平(圖10)。市場對經濟增長的憂慮和日本央行的鴿派立場也將限制日圓上漲。為了刺激經濟擺脫嚴重衰退，日本央行在5月22日舉行的緊急會議上表示已準備好採取更多貨幣寬鬆措施，並且宣佈額外投入30萬億日圓以擴大對企業融資的支援。在5月，美元兌日圓匯率曾挑戰108.09，這反映了日本的經濟狀況脆弱，以及市場氣氛整體上有所改善。不過，當風險再次令市場擔憂，對沖的需求將給日圓提供支持。我們認為，美元兌日圓匯率將在109至105的區間內逗留一段較長的時間。我們仍舊給予日圓「中性」評級。隨著市場氣氛持續改善，對於紐西蘭元和加拿大元等貨幣的評級，我們也從「輕倉」調升為「中性」。

圖10. 美元兌日圓日線圖



資料來源：彭博、中銀香港，28-5-2020

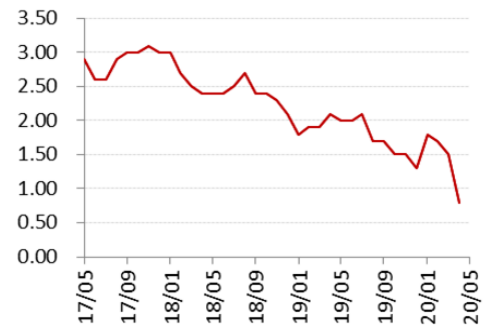
在沒有收益率差異的情況下，貨幣受到三項因素的影響更大，這三項因素是：環球風險情緒、本土因素（與經濟增長相關的數據、政治發展，等等），以及另外的量化寬鬆(QE)政策公佈。本土因素對於決定英鎊和歐元的未來趨勢絕對舉足輕重。首先，當前市場似乎並未反映出「英國退歐」帶來的風險，若果貿易談判可能要延長的話，英國必須為此在6月底之前作提議。其次，市場擔心英國和歐洲聯盟皆要面對脆弱的經濟還有更低落的通脹預期。最近，英倫銀行預計今年英國GDP將下降14%，創下自1706年以來最大的年度跌幅，至於通脹率將降至1%以



2020年06月

下(圖11)。第三，英倫銀行已準備好擴大QE規模，同時亦保留負利率作為選項，以便振興經濟。上述因素將抵銷英國放寬封鎖措施所帶來的益處。因此，我們預計英鎊將面臨更大的下行壓力，英鎊匯率的關鍵支持位處於1.20美元的水平(圖12)。歐洲方面，多個歐盟成員國已經陷入經濟衰退。最新一輪的刺激經濟方案來自於德國和法國，它們共同倡議為歐洲設立5,000億歐元的復甦基金，以補助款的形式給予遭受重創的行業和地區。然而，因為每個成員國從方案中獲得的利益並不均等，所以各成員國難以達成共識。目前，市場對方案能否獲得通過表示懷疑，方案的細節也尚未公佈。假如這財政刺激計劃未能實施，則可能需要進一步的QE政策來提振經濟。考慮到歐洲和英國的經濟背景，我們寧願把歐元的評級調升至「中性」，而對英鎊則維持「輕倉」評級。

圖11. 英國消費者物價指數(未經季調)-歐盟經調(年比)



資料來源：彭博、中銀香港，28-5-2020

圖12. 英鎊兌美元日線圖



資料來源：彭博、中銀香港，28-5-2020

## ▶ 市場觀點

股票	觀點	固定收益	觀點	外匯	觀點
美國	中性	美國主權債券	重倉	美元	中性 ▼
歐洲	中性 ▲	高評級美國債券	重倉	歐元	中性 ▲
日本	輕倉	高收益美國債券	輕倉	英鎊	輕倉
新興市場	輕倉	高評級歐元債券	中性	日圓	中性
亞洲 (日本除外)	中性	高收益歐元債券	輕倉	澳元	中性
		亞洲債券	中性	紐西蘭元	中性 ▲
		新興市場 非本土貨幣債券	輕倉	加拿大元	中性 ▲

▼低於上一次預測

▲高於上一次預測

觀點表：

- 重倉
- 中性
- 輕倉



## ▶ 風險披露

- ▲投資涉及風險。買賣證券、商品、外匯、相關衍生工具或其他投資未必一定能夠賺取利潤，並有機會招致損失。投資者須注意證券及投資價格可升可跌，甚至會變成毫無價值，過往的表現不一定可預示日後的表現。海外投資附帶一般與本港市場投資並不相關的其他風險，包括（但不限於）匯率、外國法例及規例(如外匯管制)出現不利變動。本文件並非，亦無意總覽本文件所述證券或投資牽涉的任何或所有風險。客戶在作出任何投資決定前，應參閱及明白有關該等證券或投資的所有銷售文件，尤其是其中的風險披露聲明及風險警告。
- ▲外匯買賣的風險聲明：外幣/人民幣投資受匯率波動的影響而可能產生獲利機會及虧損風險。客戶如將外幣/人民幣兌換為港幣或其他外幣時，可能受外幣/人民幣匯率的變動而蒙受虧損。
- ▲人民幣兌換限制風險的風險聲明：人民幣投資受匯率波動的影響而可能產生獲利機會及虧損風險。客戶如將人民幣兌換為港幣或其他外幣時，可能受人民幣匯率的變動而蒙受虧損。
- ▲(只適用於個人客戶)目前人民幣並非完全可自由兌換，個人客戶可以通過銀行帳戶進行人民幣兌換的匯率是人民幣(離岸)匯率，是否可以全部或即時辦理，須視乎當時銀行的人民幣頭寸情況及其商業考慮。客戶應事先考慮及瞭解因此在人民幣資金方面可能受到的影響。
- ▲(只適用於企業客戶)目前人民幣並非完全可自由兌換，企業客戶通過銀行進行人民幣兌換是否可以全部或即時辦理，須視乎當時銀行的人民幣頭寸情況及其商業考慮。客戶應事先考慮及瞭解因此在人民幣資金方面可能受到的影響。

## ▶ 重要注意事項

- ▲本文件由中國銀行(香港)有限公司(「中銀香港」)刊發，並未經香港證券及期貨事務監察委員會審閱。
- ▲©中國銀行(香港)有限公司。版權所有，翻印必究。
- ▲除非獲中銀香港書面允許，否則不可把本文件作任何編輯、複製、摘錄或以任何方式或途徑（包括電子、機械、複印、攝錄或其他形式）轉發或傳送本文件任何部份予公眾或其他未經核准的人士或將本文件任何部份儲存於可予檢索的系統。





## ▶ 免責聲明

- ▲本文件由中銀香港刊發，只供參考。本文件並不構成，亦無意作為，也不應被詮釋為專業意見，或任何產品或服務之要約或建議。本文件無意向派發本文件即觸犯法例或規例的司法權區或國家的任何人士或實體派發，亦無意供該等人士或實體使用。
- ▲本文件所載資料乃根據中銀香港認為可靠的資料來源而編制，惟該等資料來源未經獨立核證，故中銀香港不會就本文件及其所提供意見的準確性或完整性作出任何保證、陳述或擔保。在本文件表達的預測及意見只作為一般的市場評論，並非獨立研究報告及不構成投資意見或保證回報。所有意見、預測及估計乃中銀香港於本文件刊發日期前之判斷，任何修改將不作另行通知。中銀香港及有關資料提供者亦不會就使用及 / 或依賴本文件所載任何資料、預測及 / 或意見而負責或承擔任何法律責任。投資者須自行評估本文件所載資料、預測及 / 或意見的相關性、準確性及充足性，並作出彼等為該等評估而認為必要或恰當的獨立調查。
- ▲本文件所述的證券、商品、外匯、相關衍生工具或其他投資可能並不適合所有投資者，且並未考慮本文件各讀者的特定投資目標或經驗、財政狀況或其他需要。因此，本文件並無就其中所述任何投資是否適合或切合任何個別人士的情況作出任何聲明或推薦，亦不會就此承擔任何責任。投資者須瞭解有關投資產品的性質及風險，並基於本身的財務狀況、投資目標及經驗、承受風險的意願及能力和特定需要而作出投資決定。如有疑問或在有需要情況下，應於作出任何投資前徵詢獨立專業顧問的意見。本文件無意提供任何專業意見，故投資者在任何情況下都不應依賴本文件作為專業意見之用。
- ▲中銀香港為中國銀行股份有限公司的附屬公司。中國銀行股份有限公司及其子公司及 / 或其高級職員、董事及僱員可能會持有本文件所述全部或任何證券、商品、外匯、相關衍生工具或其他投資的倉盤，亦可能會為本身買賣全部或任何該等證券、商品、外匯、相關衍生工具或其他投資項目。中國銀行股份有限公司及其子公司可能會就該等證券、商品、外匯、相關衍生工具和其他投資提供投資服務（無論為有關投資銀行服務或非投資銀行服務）、或承銷該等證券或作為該等證券的莊家。中國銀行股份有限公司及其子公司可能會就因應該等證券、商品、外匯、相關衍生工具或其他投資專案而提供的服務賺得佣金或其他費用。
- ▲本文件所提供的資料及 / 或意見並不代表中銀香港的立場。中銀香港對此並不承擔任何責任。