



**Pascal
BLANQUÉ,**
集團投資總監



**Vincent
MORTIER**
集團副投資總監

整體承險意欲

避險 承險



對風險資產保持審慎立場，致力提升流動性管理和對沖部份信貸風險。

對比上月的變動

- 對新興市場債券及美國高收益債券較審慎
- 周期價值股出現「由下而上」的投資機會

整體承險意欲是全球投資委員會最新整體風險評估的質化觀點。

疫情擴散速度是大市到達轉捩點的關鍵

大市（金融周期）正引領經濟周期，並將於2019新型冠狀病毒（「新冠肺炎」）疫情大流行結束前觸底。然而，一旦以下三方面的疑慮釋除，市場將會回穩：

- 新冠肺炎疫情的周期模式**，或出現擴散速度改善的跡象。這取決於「時間」變數（危機期間延長）及控疫措施力度（不同國家推出的控疫措施）。在現階段，這方面仍然高度不明朗。
- 財政及貨幣當局採取「一切必要」的策略**，以及這些政策是否被視為有助緩和企業財政狀況，或為家庭提供足夠資源，以便家庭過渡因經濟停頓所造成的高失業率時期。市場看來終於了解救市措施規模龐大而且前所未見。
- 經歷近期市場錯誤定價後的**短債收益率**，以及自公佈財政措施以來上升的**核心債券收益率**，均反映未來債務將會增加。債券收益率目前看來受控，而信貸領域尚有改善空間。

然而，除非新冠肺炎疫情的擴散速度回落，否則各國協調推行的「巨型救市」政策難以奏效。兩者將共同決定經濟復甦的時間，只要疫情看來仍未受控，市況將持續波動。我們認為對投資者來說，最重要的是疫情變化速度依然反映確診個案數字上升，最近數周的升勢加快。當控疫措施開始奏效，疫情擴散速度應可放緩。這情況首先見於中國，目前意大利亦出現若干跡象，但大部份國家距離疫情高峰期尚有一段距離。英美兩國仍處於加速期，多個歐盟國家亦然，而部份新興市場國家目前處於發展初期。

若全球封鎖措施最終成功堵截疫情，新冠肺炎應在下月加速至高峰期，其後新增確診個案增幅應會開始回落。我們正朝著這個方向邁進，但尚未到達此階段。**短期而言，我們只能寄望市場極端錯位帶來短暫紓困，而非全面而穩定的經濟復甦。**

在這個過渡階段，隨著危機展開，**投資者將清楚知道在疫情結束後，核心債券收益率將處於更低水平，因此有需要從其他領域尋求收益。**綜觀各個公開市場，信貸市場和新興市場債券將成為自然的選項，不過這些資產現時仍然承受沉重壓力，尚未展現積極入市的時機。**信貸方面，我們保持審慎，嚴格挑選高收益債券，並看好投資級別債券**，這類債券應如周邊國家債券般受惠於各國央行的保障。只有在潛在增長面臨永久衝擊時，市場才會持續下行，但這並非目前最有可能出現的情況。

在疫情發展**出現回穩跡象之前，股市將繼續受壓。**我們留意到優質周期性行業存在投資機會；當疫情到達高峰期，周期股將恢復吸引力，屆時有望強勁反彈，部份地區可能較早開始觸底，例如中國。就投資組合管理而言，**在這環境下必須保持審慎**，因為我們認為全球避險氣氛將在短期持續，並將合理地驅使投資者轉投避險資產，持有防禦性和流動性兼備的優質資產組合。管理這個「過渡階段」的**關鍵在於主動管理和慎選持倉**，尤其在表現與流動性之間取得平衡。**現時，穩健的流動性管理將較過往更加重要，可帶來與別不同的轉變。**

宏觀和策略



Monica DEFEND
環球研究部主管



Didier BOROWSKI
環球觀點部主管

新的基本和其他情境預測

新冠肺炎蔓延全球，導致其後大部份經濟活動以數周前難以想像的嚴重程度和深度陷入停頓，這正是我們修訂**基本和其他情境預測**的理據。從性質來看，任何流行病都是可以控制，而且可以逆轉的衝擊。然而，對於今次的疫情，現時尚未釐清降低傳染率的方法，以及經濟在疫情穩定後的復甦步速。中國以至後來意大利的疫情發展將成為其他國家的領先指標。就家庭消費的抗逆力而言，美國將成為全球經濟發展的關鍵。

並非所有受影響國家均已採取相同的控疫措施。當疫情在中國爆發時，其他國家的經濟（歐元區的程度較輕微）均在年初呈現周期性反彈。時至今日，所有經濟體均受到打擊，但影響會滯後數周浮現；**這將導致大部份已發展市場和新興市場在未來數月面臨經濟同步嚴重萎縮**。這情況的主要決定因素將會是政策工作的速度、力度和協調性；控疫措施的步伐和效力；以及療法或疫苗能否進行測試。貨幣和財政當局已付出史無前例的努力。各國央行均把利率回復至 2009 年的水平，而展望 2020 年底，已發展市場央行擴大資產負債規模的幅度將超越 2009 年的水平。預期財政援助涉及的金額龐大，措施覆蓋範圍廣泛，目標是保持社會穩定、加強醫療體系、預防企業出現大量違約，並為家庭帶來支持。然而，這些措施明顯不足以預防未來兩季或三季出現的嚴重經濟萎縮。不過，由於我們認為潛在增長目前不太可能受到影響，援助措施有望在年底或最有可能在 2021 年初推動經濟活動反彈。**我們預測的基本情境是環球經濟可實現「U」型復甦**，這個復甦型態的底部將較早前預測的更闊和更深，而反彈趨勢將較跌市平穩。

另外兩種情境預測亦有可能發生，但最終會出現哪個情境，將視乎經濟衝擊的互動水平、企業破產危機的嚴重程度，以及本已受壓的領域是否重現政治風險。

在我們的下行情境預測中，控疫措施將無法緩和疫情，危機時間延長，並變得系統性。市場尚未反映下行情境預測，這情境將導致股市再度調整及違約率顯著增加，所有行業均會受到全面衝擊。債務急增而無法持續將成為這情境預測的特點，結果可能是債務全面貨幣化。

在上行情境預測中，若控疫措施最終奏效，情況在兩、三個月內回穩（就如中國一樣），經濟活動可能迅速恢復，只有最無法持續的業務模式才會永久受損。市場亦未反映上行情境預測，這情境可能推動風險資產在下半年從現行水平大幅上升。

我們預測的基本情境是環球經濟可實現「U」型復甦，這個復甦型態的底部將較早前預測的更闊和更深，而反彈趨勢將較跌市平穩。



資料來源：東方匯理研究，截至 2020 年 3 月 23 日。

多元資產



Matteo GERMANO
多元資產部主管

對風險資產保持審慎

本土和國際層面受到嚴重干擾，可導致經濟遭受不同程度的衝擊及出現接近衰退的情況，這是目前一個明顯風險。**因此，我們對風險資產保持審慎。**我們的策略是保持警惕並留意最新數據，從而更有效評估事態發展對環球經濟的影響，以及市場價格反映的經濟下行程度。**目前對投資者來說，關鍵在於維持高度分散投資。**環球政府和央行公佈的措施規模相當可觀，但在投資者掌握經濟衝擊的持續時間前，**市場很可能持續反覆波動。**我們察間市場調整期間也出現「斬倉」階段，投資者須平倉止蝕。市場部份領域顯得具長期吸引力，但我們認為現時不宜進取地提升風險水平。

高確定性投資觀點

自 2 月底以來事態發展非常不穩，**我們策略性調整資產配置**，改持較低風險立場，並調低對股票的觀點，但當情況緩和，我們將尋求入市機會。從 2 月底起，我們一直**對歐美股票取態審慎，現時也對英國持中性觀點。**即使美國市場已由今年高位回落超過 25%，我們暫時仍維持立場，注視新冠肺炎疫情發展和「封城」措施對企業盈利的潛在影響。金融狀況收緊和銷售下跌均會嚴重影響企業盈利表現。**我們對新興市場股票保持中性**，並偏好富時中國 A50 指數多於環球新興市場，因為中國在疫情周期上領先，應可繼續表現強韌。

固定收益方面，我們對**整體存續期**持中性觀點，但對比德國五年期債券，我們較看好美國五年期債券，因其或可受惠於資金持續流入避險資產。然而，從估值角度來看，目前收益率水平仍顯得偏低，吸引力不足以推動我們增加存續期配置。我們目前**對美國十年平衡通脹率取態審慎。**市場預期歐洲央行將持續提供支持，以紓緩區內周邊國家債券的壓力，因此意大利收益率曲線仍具吸引力，而且**我們繼續持有意大利 30 年期債券相對德國 30 年期債券的持倉。**

另一方面，信貸市場在新冠肺炎疫情初期表現略為強韌，但隨後受累於廣泛避險趨勢，其中美國高收益和投資級別債券的表現遜於歐洲同類債券。我們**對整體信貸市場感到略為樂觀，尤其是優質證券，但會著重尾端風險對沖。**我們仍看好歐洲投資級別和高收益債券多於美國同類債券。美國高收益企業的槓桿水平高，而且不少業務涉及能源行業，加上油價回落，是這類資產的隱憂。

新興市場固定收益方面，疫情蔓延的情況惡化，加上油價急跌，削弱石油出口國前景，導致息差在近期急速顯著擴闊。因此，**我們相信目前這類資產的前景充滿挑戰。**不少國家正處於疫情危機初期，防控措施有限，未來或將面臨嚴重衰退。近期，我們採取較謹慎的策略，對這類資產持中性觀點。

至於貨幣，隨著歐洲出現經濟顯著走弱的跡象，我們對歐元兌美元持中性觀點，但鑑於瑞士法郎估值昂貴，因此繼續看好歐元兌瑞士法郎。

風險和對沖

目前市況急劇波動，**限制跌幅尤其重要，因此我們建議投資者繼續透過日圓、黃金及股票與信貸期權進行對沖。**

東方匯理對各資產類別的確信度

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

資料來源：東方匯理。上表顯示三至六個月的交叉資產評估，以全球投資委員會最新觀點為依據。資產類別評估的展望、展望變動和意見反映預期走向 (+/-) 和信心強度 (+/++/+++)

“鑑於市場仍可能持續波動，我們認為必須留意疫情最新數據，保持分散投資，以及避免進取地提升風險水平。”

固定收益



Eric BRARD

固定收益部主管



Yerlan SYZDYKOV

環球新興市場部主管



Kenneth J. TAUBES

美國投資管理部
投資總監

在疫情和違約風險下，優先考慮流動性

面對環球衰退憂慮，央行相繼採取「巨型救市」措施，政府也作出應對行動。市場對新冠肺炎在全球擴散的反應極端，首先推動核心政府債券收益率跌至歷史低位，其後市場開始反映龐大財政刺激經濟措施將加重債務的因素，觸發債券收益率反彈。息差產品普遍嚴重受壓，反映預期環球經濟可能陷入衰退，以及**高收益債券評級下調和違約率上升**。為免資產價值永久減損，我們必須專注於可克服經濟下行的穩健業務模式。現時，市場波動性極高，投資者首要應持有現金和類似資產作流動性管理。最後，我們須部署投資組合，以建立在市場好轉時的復元能力。

已發展市場債券

綜觀環球固定收益領域，我們對存續期持正面觀點，並看好美國（避險資金流入），對歐洲核心國家持接近中性的觀點，但看淡日本。我們調整其他市場的存續期觀點，對澳洲轉趨樂觀，對英國和加拿大則持中性觀點。我們較看淡美國（能源價格回落）和歐洲的通脹掛鉤債券。**歐洲周邊國家債券繼續提供吸引的收益率**，雖然我們依然看好這類資產（歐洲央行大規模注入流動性），但對意大利和西班牙的看法不及過往樂觀。我們繼續預期周邊國家債券將急劇波動，而且流動性短缺。**雖然看好信貸領域，但我們已檢討行業觀點**：較不看好周期性行業和直接受這次危機影響的行業（航運、汽車行業）。高風險範疇的**發行商質素**亦同樣重要。我們對**投資級別債券感到樂觀**，但日益關注流動性。我們偏好歐洲投資級別（基本因素強勁、量寬措施帶來支持）和高收益債券多於美國同類債券（迴避美國能源行業）。整體而言，市場需展現見底跡象，我們才會提升風險水平。美國方面，金融狀況收緊仍削弱市場流動性。然而，在過去數天，通脹預期顯著降低後已見回升，尤其是國庫抗通脹債券（TIPS）市場。收益率曲線穩步走斜也確認上述情況。綜合而言，這兩項趨勢顯示央行行動和財政刺激經濟措施開始趕上形勢，甚至開始令情況略為受控。我們保持審慎和精挑細選的策略，並持續關注流動性，也會物色存在顯著折讓的美國長期優質企業信貸。

新興市場債券

鑑於目前的危機，我們在**短期內保持審慎**。部份新興市場目前處於疫情初期，而其他則可能出現第二波爆發，對本土消費投資主題造成影響。經過逐一適當審慎挑選各國債券，新興市場債券可提供中期投資價值。但在現階段，投資者將會保持審慎，其後才開始物色入市機會。印尼、烏克蘭和南非的硬貨幣債券具吸引力，但我們較不看好石油出口國。本地貨幣債券方面，我們偏好本地實質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**看好美元**，對**歐元**和大部份商品貨幣**保持審慎**。美國資產的流動性位居全球前列，在危機下也受追捧。我們對新興市場外匯維持審慎。



資料來源：東方匯理研究預測、穆迪，截至2020年3月18日。

儘管政府和央行已推出極端政策措施以安撫市場情緒，但這次危機對經濟造成衝擊，加上市場缺乏流動性，均可能增加企業違約的風險。

股票

審慎時期須留意基本因素

股市經歷有史以來速度最快的調整，標準普爾 500 指數在短短 17 個交易時段便已步入熊市。市場價格從早前反映經濟提速增長，迅速轉變為現時的盈利倒退。然而，市場尚未反映嚴重及長期的盈利倒退，但若然成真（這並非我們的基本情境預測），將會導致股價進一步惡化。另一方面，由於市場難以消化新的經濟數據和評估大規模政策支持措施的潛在影響，因此未來市況仍會反覆波動，並持續出現非常嚴重的行為偏差。有鑑於此，投資者應平衡風險及優先考慮流動性。與此同時，投資者應聚焦於發掘財力雄厚、業務模式穩健並可抵禦危機衝擊（甚至可把握機會締造更強勁表現），以及存在大幅折讓的行業／股票。

已發展市場股票

歐洲方面，綜觀國營汽車和航空等弱勢行業，實力較弱企業的表現顯得非常脆弱，部份企業可能需要債務擔保和發行股票，並有機會在數月內被國有化。**市場拋售導致錯位情況浮現**。我們仍對業務模式穩健及財力雄厚的企業感到樂觀，而在這兩方面具結構性優勢的若干必需消費品和健康護理業企業目前估值吸引。我們亦密切注視科技行業的發展形勢，早前業內估值被視為過高。**另外，價值股出現特殊投資機會**；相對於歐洲的增長股，價值股從未如此便宜。綜觀歐洲股票，我們特別看好估值吸引的非必需消費品和金融股。

美國方面，近期的拋售顯示當市場價格似乎已反映全球經濟衰退時（不包括美國，其經濟衰退尚未完全反映），市場氣氛由恐慌因素主導。政策官員對提供全面的財政與貨幣支持政策展現十足決心。然而，由於目前面對的是醫療危機，**只要新冠肺炎確診個案回落，市場氣氛便會改善**。股票風險溢價具吸引力，但真實利率可能削弱這個利好因素。投資風格方面，自金融危機結束以來，**價值股表現遜於增長股**，而在當前市場調整期間亦出現類似情況。儘管如此，一旦經濟增長觸底回升，價值股有望反彈；我們仍看好周期／價值股，並認為投資者應迴避能源股（能源行業面對油價下跌和嚴重中斷）。

整體而言，我們認為目前市場錯位可提供個別的長遠投資機會。

新興市場股票

我們對新興市場（易受經濟衝擊和前景不明朗的商品市場影響）整體保持審慎，並對受服務與旅遊行業主導的國家和行業採取高度防禦性部署，因為這兩個範疇需要較長時間才能復甦。鑑於能源行業的供求失衡問題看來日益惡化，我們同樣採取防禦性部署。在現階段，我們看好**中國和韓國**，尤其是非必需消費品公司，源於當地**疫情漸趨緩和**。隨著不明朗因素減退，在政策支持及估值吸引的推動下，市場將出現一些投資機會。



資料來源：彭博，截至 2020 年 3 月 23 日。

“

這場前所未有的危機導致市場極為波動，但投資者應專注於能抵禦經濟停頓的行業／企業。

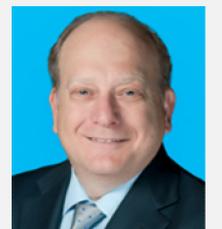
”



Kasper
ELMGREEN
股票部主管



Yerlan
SYZDYKOV
環球新興市場部主管



Kenneth J.
TAUBES
美國投資管理部
投資總監

東方匯理對各項資產類別的觀點

資產類別	觀點	1 個月變動	理由	
股票	美國	-/=	▼	儘管近期市況反彈，但我們保持審慎，因我們認為新冠肺炎疫情消息及防疫措施所造成的經濟影響會增加美國經濟陷入衰退的機會，使美股可能持續波動。然而，隨著聯儲局宣佈將「繼續採取一切措施」，預期當局將推出一連串的財政刺激措施及貨幣寬鬆措施（無限量化寬鬆），因此衰退可能只屬暫時性。
	歐洲	-/=		歐洲出現前所未見的經濟停頓，有可能導致短暫經濟衰退。弱勢行業中表現脆弱的企業可能會被國有化。然而，在市場波幅高企及盈利前景不明朗下，投資者應優先考慮平衡風險，並改善流動性。特殊的投資機會已經浮現，但股市整體上仍顯得脆弱。
	日本	=		在市場極為波動下，作為避險資產的日圓走強，可能拖累不少從事出口的日本企業。因此，其盈利與環球採購經理指數及經濟活動息息相關。然而，日本企業估值吸引及財政槓桿偏低，所以我們對日本股票保持中性。
	新興市場	=		鑑於新興市場易受新冠肺炎疫情的經濟影響，加上商品市場前景未明，我們整體上持審慎態度，特別是對依賴服務與旅遊業及能源業的行業和國家。我們看好中國和韓國，源於當地疫情漸趨緩和。隨著市況轉佳，估值吸引和政策刺激措施有望帶來一些投資機會。
固定收益	美國國庫券	=/+		環球固定收益方面，我們看好美國存續期，因為在環球市場加劇波動下，資金持續流入避險資產。儘管無限量化寬鬆措施可能增加未來債務，但應有助穩定債券息率。
	美國投資級別企業債券	=/+		金融狀況緊絀正影響市場流動性。然而，聯儲局決定提供一級企業信貸融資工具（PMCCF）和二級企業信貸融資工具（SMCCF），並支持機構按揭抵押證（MBS），有望帶來一定紓困作用。我們整體保持審慎，並著重流動性。目前市場走勢可望帶來以折讓價選擇性增持優質長年期企業信貸的投資機會。
	美國高收益企業債券	-	▼	在槓桿水平偏高、違約風險增加、新冠肺炎疫情影響經濟和油價下跌的情況下，我們保持非常審慎。
	歐洲政府債券	-/=		我們認為歐盟核心政府債券的投資價值不高，但看好歐元區周邊國家債券，因為其收益率依然具有吸引力。歐洲央行承諾大規模注入流動性，以防歐元區分裂，並紓緩受疫情重創國家的財政壓力，因此我們看好意大利和西班牙（雖然目前面對更大挑戰）。然而，我們繼續預期周邊國家債券將大幅波動，而且流動性可能出現短缺。
	歐洲投資級別企業債券	+++		我們仍偏好歐洲投資級別企業債券多於美國投資級別債券，因前者基本因素穩健，並獲得歐洲央行持續支持。然而，我們重視發行商質素，因其有助減輕投資組合的風險。相比於 2008 年，銀行業已為應對危機作出更充分準備，因此我們看好金融業後償債券。
	歐洲高收益企業債券	-/=	▼	儘管我們看好歐元高收益債券多於美元高收益債券，但仍會精挑細選，並意識到必須監察流動性持續惡化及經濟逆轉引致違約率上升的情況。
	新興市場美元債券	=/+	▼	鑑於新冠肺炎疫情持續，加上多個新興市場還處於疫情初期，我們會在短期內保持審慎。我們看好印尼、烏克蘭和南非，並對石油出口國的債券持審慎態度。
	新興市場本地貨幣債券	=		我們仍偏好本地實質利率處於多年高位的高收益國家，例如塞爾維亞、埃及和烏克蘭。
其他	商品			鑑於石油、基本金屬及黃金（所受影響較小）面對兩大衝擊，商品價格在最近數周急跌。全球因應新冠肺炎疫情採取封鎖措施，使石油需求預期下降，加上沙特阿拉伯突然決定每日增產 300 萬桶石油，導致石油市場供應過剩。我們下調石油目標價至每桶 25 美元至 35 美元；若環球經濟衰退延續至下半年，油價可能進一步受壓跌至 20 美元。此外，投資者被迫沽售黃金以應付其他高風險配置的補倉通知，因此金價短暫受壓。然而，在非傳統貨幣政策下，黃金仍然是有效的對沖工具。
	貨幣			在金融狀況收緊、經濟增長預期受限及流動性問題升溫的情況下，美元匯價走高。這有別於 2 月底的情況，當時市場波幅上升，投資者把套息交易平倉，推高低收益貨幣匯價。然而，美元在 3 月上漲，從基本因素來看，最終收報價較估值高出 15%。展望未來，經濟困境可能持續的時間未明，加上流動性需求日益增加，因此美元應會維持強勢，至少直至市場對各國央行和政府的干預行動抱有信心，以及風險資產見底為止。

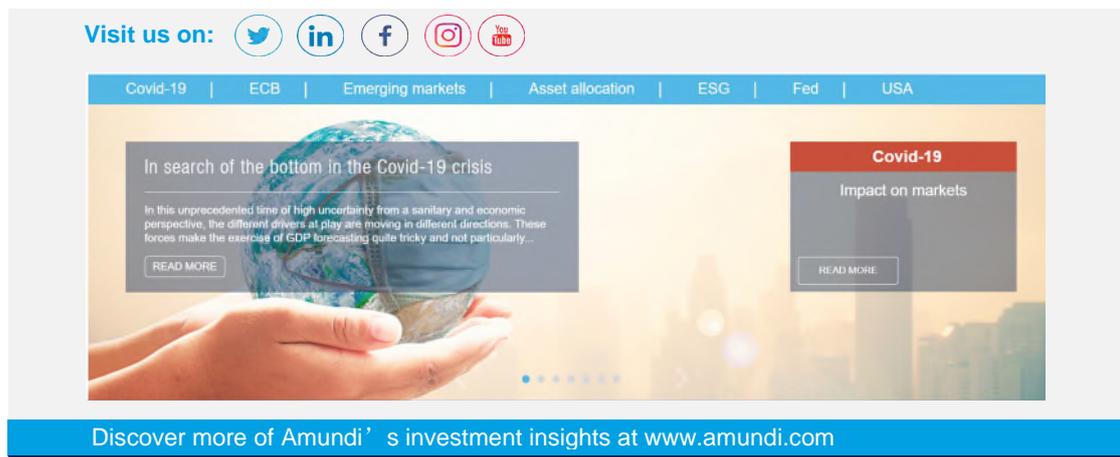
圖例



資料來源：東方匯理，截至 2020 年 3 月 24 日，觀點與以歐元為基礎的投資者相關。本文件為於特定時間對市況的評估，並不擬作為未來事件的預測或未來回報的保證。讀者不應依賴有關資料，特別是作為任何基金或任何證券的研究、投資建議或推薦。本資料僅供說明和教學用途，可予更改。本資料並不代表任何東方匯理產品的實際當前、過去或未來資產配置或投資組合。

東方匯理投資策略研究部

東方匯理投資策略研究部旨在把首席投資總監的專長和公司的整體投資知識，轉化成可作為投資行動依據的見解，以及因應投資者需要而量身定制的工具。在投資者面對多個資訊來源的環境下，我們旨在成為投資者甄選的夥伴，以提供定期、清晰、適時，可參與其中和相關的見解，以助客戶在充足的資訊下作出投資決策。



策略研究部

Claudia BERTINO

東方匯理投資策略研究部
主管

Laura FIOROT

東方匯理投資策略研究部
副主管

Ujjwal DHINGRA

東方匯理投資策略研究部

Giovanni LICCARDO

東方匯理投資策略研究部

重要資料

本文乃由東方匯理資產管理香港有限公司編制。本文不擬被視為要約或招攬購買或出售證券，當中包括基金股份。本文所載的觀點及/或所提及的公司不應被視為東方匯理資產管理的建議。所有意見及估計可以隨時作出更改而毋須事先通知。在適用之法律、規則、守則及指引允許的範圍內，東方匯理資產管理及其相關公司對任何因使用本文所載之資料而引致的直接或間接損失概不負責。本文只能分發予獲准接受之人仕，及任何可能接受本文而沒有違反適用法例及條例之人士。本文及所提及之網站並未得到由中國證券監督管理委員會或香港證券及期貨事務監察委員會（「證監會」）的審閱。本文撰寫的目的只為提供資訊，並不代表已參考個別可能接收到本文人士的個別投資目標，財務情況及個別需求。有意投資者應就個別投資項目的適合程度或其他因素尋求獨立的意見。投資者不可單靠本文而作出投資決定。投資涉及風險。市場、基金經理以及投資的過往表現及經濟市場、股市、債市或經濟趨勢預測並非將來表現依據。投資回報以非港元或美元為單位可能因匯率波動而令投資總值下跌或上升。投資可跌可升。本文不擬提供予美國公民、美國居民或任何根據美國 1933 年證券法下的規則 S 所定義的「美國人士」。

想知更多？即上 www.amundi.com.hk