

專家分析：

先陷「疫境」，率先復原：發掘亞洲的投資機遇


Vincent MORTIER

 集團副投資總監兼
 亞洲（日本除外）業務主管

Alessia BERARDI

 新興市場宏觀經濟及策略
 研究部主管

Nicholas McCONWAY

 亞洲（日本除外）
 股票部主管

Esther LAW

 投資組合經理
 新興市場債券

參與撰文：

Claire HUANG

新興市場宏觀經濟策略師

Hicham LAHBABI

 亞洲（日本除外）股票部
 副主管

- **概覽：**亞洲是首個受新型冠狀病毒（新冠肺炎）重挫的地區，但由於區內國家妥善管理疫情，並實施財政及貨幣政策支持，因此亦是首個走出疫情陰霾的地區。亞洲的基本因素強勁，並在中國的帶動下強勢回升。
- **宏觀經濟評估：**在持續復甦的路途上，亞洲各地的經濟前景仍然各異，主要差異在於疫情發展，以及所推行的寬鬆政策措施。中國在第二季出現強勁的 V 形復甦。整體國內生產總值增長轉趨正面，由第一季的按年跌 6.8%，轉為按年升 3.2%。其他地區方面，隨著各地自 5 月份開始（全面或局部）解除一些重大的封鎖限制，當地活動逐步恢復；6 月份的初值數據亦顯示亞洲經濟體已從第二季的低迷狀態復甦，出口前景轉佳。
- **中美關係：**就中美貿易關係而言，我們的基本預測是中美貿易協議目前將維持不變。然而，媒體幾乎每日均報導中美緊張關係升溫的消息，因此我們預期兩國關係將持續反覆波動。雖然政局及政策依然甚為不明朗，但預料美國的制裁措施及中國的反制行動仍具針對性。破壞全球金融體系穩定性的代價高昂，因此中美兩國將避免採取激烈行動。
- **股票觀點：**亞洲消費及工業產量展現持續回升的跡象。此外，流動性數據亦反映各國陸續恢復經濟活動。經濟復甦之路可能崎嶇不平，但高頻經濟指標顯示經濟出現好轉的趨勢。相對全球各地，亞洲企業可望因而受惠。我們看好中國，並繼續看好部份不受疫情影響、本土增長穩健和結構性改革進程良好的國家。綜觀東協國家，個別銀行和必需消費品公司可望前景亮麗；國家方面，我們聚焦於新加坡、印尼及泰國。
- **固定收益及外匯觀點：**我們預期亞洲債券將持續獲得強勁的技術因素支持，並依然看好實質利率處於具吸引力的正水平、及其央行和政府具公信力的國家。雖然我們對整體新興市場外匯保持審慎，但由於區內儲備水平改善，商品價格平穩，加上亞洲央行持續積極監察其匯價變化，因此亞洲外匯年初至今的表現實際上優於其他地區。預料上述趨勢將會持續，並為亞洲外匯帶來進一步支持。

東方匯理如何評估亞洲現時的經濟前景？對於結合貨幣及財政刺激措施，你認為實際上是否足以帶動經濟復甦？

在持續復甦的路途上，亞洲各地的經濟前景仍然各異，主要差異在於疫情發展（印度等國家的疫情仍然嚴峻，但在其他國家／地區則似乎已受到控制），以及所推行的寬鬆政策措施。中國尤其值得留意，其在區內以至全球地位舉足輕重，加上目前當地的經濟動力，相信有助推動整個地區及全球增長。相對於其他大部份地區，中國率先重啟經濟，因而在第二季出現強勁的 V 形復甦。整體國內生產總值增長轉趨正面，由第一季的按年跌 6.8%，轉為按年升 3.2%。生產數據顯著改善，但服務業的消費需求仍然低迷。我們預期中國下半年的整體增長將繼續穩步上揚，並升至約 6%。鑑於戶外活動限制措施在 7 月初進一步放鬆，家庭現金流量亦有所改善，中國的經濟增長動力將主要來自消費服務行業。隨著中國率先重啟經濟的優勢減弱，工業生產增長的速度可能會放緩。政府的政策立場仍然寬鬆，但放寬幅度偏向減少。財政政策將肩負更大責任，以刺激經濟，而貨幣寬鬆政策的力度將縮減。

其他地區方面，根據每日數據顯示，隨著各地自 5 月份開始（全面或局部）解除一些重大的封

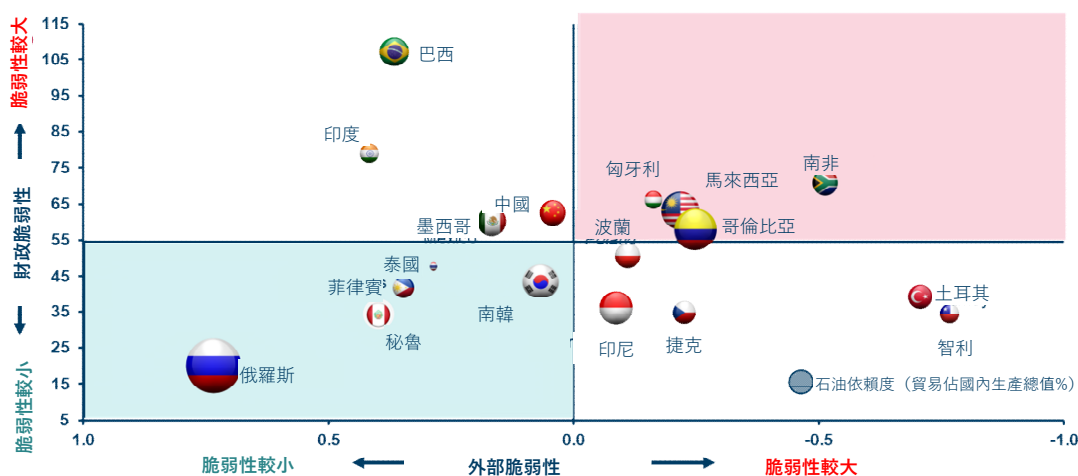
「最新數據顯示
亞洲經濟體已從
低迷狀態復甦，
出口前景轉
佳。」

鎖限制，當地活動逐步恢復；6 月份的初值數據亦顯示亞洲經濟體已從第二季的低迷狀態復甦，出口前景轉佳。整體而言，寬鬆政策的擴張幅度已達新高水平：貨幣政策方面，由於通脹環境相當溫和，當局將參考利率下調至歷來最低水平；財政政策方面，當局在擴大財政計劃時輔以多個補充計劃，以確保不會完全忽略審慎處理財政的需要。新興市場央行採取較為非傳統的政策措施，但都是經過深思熟慮才作出相關決定。量化寬鬆措施一直以貨幣政策的形式執行，很少透過準財政及財政政策的形式實施。值得注意的是，印尼的情況屬例外，印尼央行與財政部合作推出一項「共同分擔」計劃，允許印尼央行以低於市場利率的息率買入財政部發行的私募債務。印尼當局已就這項新計劃與市場人士進行互動協作，作出詳細解釋並取得反饋，從而制定出宏大及合理的財政整合方案，以應對當前疫情。

由於經濟環境非常脆弱，加上全球各主要央行致力為環球金融狀況提供支持，預期現時的寬鬆政策將會持續一段較長時間。寬鬆貨幣政策尚未結束，我們預計財政政策將進一步作出微調。倘若已發展市場的政策立場突然逆轉，及／或通脹突然升至令人不安的水平，新興市場的政策立場或會改變。儘管我們密切監察上述觸發因素，但兩者均並非我們對短期市場展望的基本情境預測。

「寬鬆貨幣政策
尚未結束，我們
預計財政政策將
進一步作出微
調。」

新興市場風險評估



資料來源：東方匯理研究。數據截至 2020 年 6 月 30 日。

東方匯理認為中美關係日後的發展趨勢將會如何？最嚴峻的挑戰是甚麼？

首先，值得注意的是，儘管與第一階段貿易協議比較，中國進口美國產品的表現仍然遜色，但我們仍相信中美貿易協議目前將維持不變。然而，在中美政府缺乏實踐貿易協議的推動力下，中國減慢採購步伐無疑會令局勢更為動盪。儘管我們的基本預測是中美貿易關係仍然良好，但媒體幾乎每日均報導兩國緊張關係升溫的消息。據此，我們的基本假設風險日增：中美關係將持續反覆波動。雖然政局及政策依然甚為不明朗，但預料美國的制裁措施及中國的反制行動仍具針對性。破壞全球金融體系穩定性的代價高昂，因此中美兩國將避免採取激烈行動。美國最近宣佈要求中國在 7 月 21 日起計的 72 小時內關閉位於休斯頓的中國領事館，中國就此發表強烈譴責。一如我們預期（兩國針鋒相對），中國在 7 月 24 日採取反制行動，要求美國關閉位於成都的領事館。我們認為最嚴峻的挑戰之一仍然是科技冷戰。根據最新資料，美國官員假定美國大選面對國家安全威脅，正討論限制或禁止使用中國社交媒體的措施，例如抖音或微信。中國可能就此採取類似的反制措施。整體而言，此舉將進一步限制數據流通，並增加企業保障

「我們的基本預測
是中美關係將持續
反覆波動，而且
破壞全球金融體系
穩定性的成本
過高。」

數據的成本。戰線逐漸擴大，歐洲亦加入科技冷戰行列。部份歐洲國家決定跟隨美國，禁止華為參與 5G 業務，與中國建立敵對關係，英國政府最近宣佈的措施便是例證之一。

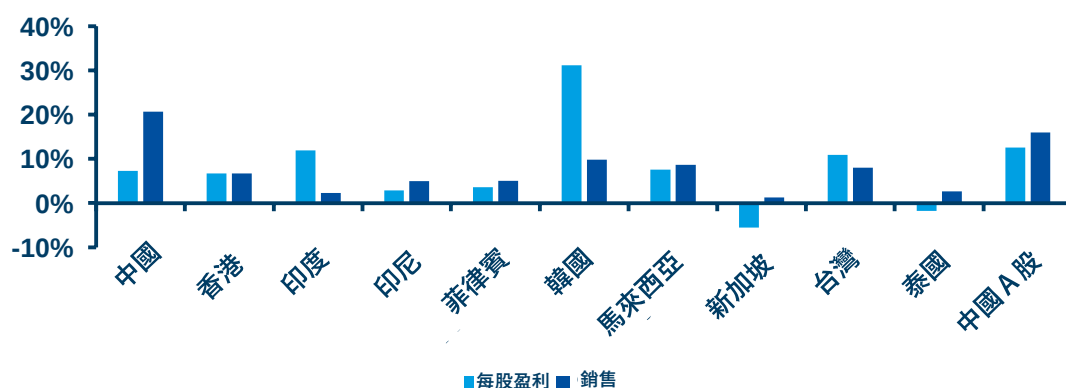
東方匯理對亞洲股市有何看法？市場存在哪些投資機會和風險？

亞洲是全球首個受新冠肺炎重挫的地區，但由於區內國家妥善管理疫情，並實施財政及貨幣政策支持，因此亦是首個走出疫情陰霾的地區。亞洲的基本因素強勁，在中國的帶動下強勢回升。綜觀亞洲，消費及工業產量展現持續回升的跡象。此外，流動性數據亦反映各國陸續恢復經濟活動。經濟復甦之路可能崎嶇不平，但高頻經濟指標顯示經濟出現好轉的趨勢。相對全球各地，亞洲企業可望因而受惠。綜觀新興市場，中國（及印尼）是少數能夠以財政對策彌補或蓋過短期國內生產總值跌幅的國家。因此，在新興市場表現好淡紛呈的環境下，中國是我們看好的市場之一。中國方面，我們看好新經濟業務模式，新冠肺炎疫情的擴散加速而非削弱其發展趨勢。即使在經濟復甦階段，部份企業因消費的周期性質帶動收益增長，因此亦持續蓬勃發展。除中國外，我們繼續看好部份不受疫情影響，尤其本土增長穩健和結構性改革進程良好的國家。據此，我們認為台灣市場表現理想，主要由於科技業表現出色，以及許多在中國內地經營業務的公司把其部份供應鏈遷回台灣所致。我們對印尼轉趨樂觀，因其估值具吸引力，而且全球利率回落。

東協國家方面，我們看好新加坡、印尼和泰國，同時避免投資於菲律賓及馬來西亞。綜觀東協市場，個別銀行和必需消費品公司可望前景亮麗。銀行業方面，我們偏好企業銀行，著重資產負債表的穩健性（不良貸款）及估值。我們仍然看好資訊科技／軟件行業，業內公司錄得龐大現金流收益，實力最佳的公司更願意增加派息。此外，由於需求相對缺乏彈性，加上家庭開支日增，教育行業亦帶來投資機會，投資開發網上授課的公司可能大幅改變行業的市場份額結構。

總括而言，我們相信亞洲和中國股市具有值得注視的投資機會。然而，由於在 3 月觸底後升勢急速，股市可能步入稍作喘息或整固的階段。此外，現時市場面對眾多風險，中美關係的發展走勢至為關鍵（近日的緊張局勢可能削弱市場信心）。雖然我們仍然看好增長型的資產配置（對比價值型），但相信在目前的周期階段，估值紀律亦不容忽視。

增長預期（未來 12 個月對比過去 12 個月）



資料來源：東方匯理、Datastream。數據截至 2020 年 7 月 24 日。

「亞洲及中國股市
不乏投資機會。
然而，由於在 3 月
觸底後升勢急速，
股市可能步入
稍作喘息或整固的
階段。」

「中國股市方面，我們繼續偏好 A 股多於 H 股，並進一步看好金融及工業股。」

「綜觀固定收益領域，我們依然看好實質利率處於具吸引力的正水平、而且擁有財政和貨幣政策空間的國家。」

「儘管我們對新興市場外匯保持審慎，但預期利好因素將繼續為亞洲外匯提供支持。」

綜觀中國市場，哪些行業較值得股票投資者注視？

儘管中國近期出現水災（我們認為只是暫時情況），但經濟仍獲得充份支持，因為內地政府解除封控措施後重啟經濟，有望繼續推動企業恢復盈利能力。

第二季企業盈利優於預期，加上國內生產總值錄得正增長帶來驚喜，應可提振市場氣氛和信心，推動市場進一步造好。

股市方面，我們繼續偏好 A 股多於 H 股，並更加看好金融股（非銀行類金融機構和零售銀行）及工業股（自動化企業）。我們對房地產管理公司、科技及消費業亦維持正面立場。

您對亞洲債券，特別是中國債券有何看法？

雖然亞洲債券繼續對美國利率變化表現敏感，但大部份主要亞洲國家仍屬投資級別，預料亞洲可率先走出疫情陰霾。在此情況下，我們預期資金將持續回流亞洲債券。我們依然看好實質利率處於具吸引力的正水平、及其央行和政府具公信力的國家。這使印尼成為我們的首選。印度方面，當地債券收益率在近期大幅下跌，相比其他國家其實質利率的吸引力為最低。此外，該國新冠肺炎疫情較其他國家嚴峻，短期表現或會略為遜色。儘管如此，鑑於經濟增長走勢弱於預期，印度儲備銀行仍可能放寬貨幣政策。然而，從中期來看，若印度債券最終成功獲納入指數，資金有機會流入該國地方政府債券市場。

至於中國存續期，中國在岸債券收益率在近期上升後，再次處於吸引的水平。隨著中國債券於今年持續獲納入指數，以及已發展市場債券收益率可能長期維持極低水平，我們認為中國地方債券是分散環球投資組合風險的有效工具。中國債券仍擁有非常強勁的投資級別評級：A1/A+/A+，使其成為更多投資級別債券及保守投資者的合適之選。另一個使中國債券市場更突出的地方是其綠色債券活動。人民幣計價綠色債券發行量僅次於歐元和美元計價債券，令中國成為環境、社會和管治領域的關鍵參與者，這個領域的重要性正與日俱增。

貨幣方面，東方匯理對亞洲貨幣有甚麼投資信念？

鑑於美元似乎不會在短期內走強，加上亞洲地區將率先走出疫情陰霾，我們認為這將有利於亞洲外匯，但我們注意到新興市場與已發展市場之間的息差已進一步顯著收窄。雖然我們對利用整體新興市場外匯作為穩定工具、或在某些國家受壓時提供緩衝的做法維持審慎，但亞洲外匯年初至今的表現實際上優於其他地區。這是因為區內儲備水平改善，商品價格平穩，而且亞洲央行持續積極監察其匯價變化。預料上述趨勢將會持續，並為亞洲外匯帶來進一步支持。

至於人民幣，我們的基本預測仍然是中美關係持續緊張，但兩國關係不至於急劇惡化。在此情況下，我們認為美元兌人民幣匯價將處於穩定區間，同時預料會有龐大的資金雙向流動。其他地區方面，印尼盾或許仍是最高風險貨幣，目前溢價已經回落，而且債券配置依然擁擠。根據估值水平和潛在投資組合資金流向，我們預測印度盧比有機會取得出色表現。

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。



Visit us on:



想知更多？即上 www.amundi.com

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