

專家分析：

「超級星期二」的重要性及美國資產前景預測



Kenneth J. TAUBES
 美國投資管理部
 投資總監

- **超級星期二：**於 3 月 3 日，美國 14 個州份將舉行民主黨總統提名初選。繼參議員桑德斯（Bernie Sanders）早期形勢大好及參議員拜登（Joe Biden）於 2 月 29 日壓倒性勝出後，黨內選戰現已收窄為二人對壘。
- **選情的潛在影響因素：**溫和派候選人之一可能因表現欠佳而退選；紐約市前市長彭博（Michael Bloomberg）初步表現良好，並為其競選活動作出龐大個人投資，因此有望東山再起；儘管面對挑戰，但華倫（Elizabeth Warren）有機會成為桑德斯以外的另一位民粹派有效候選人；加州擁有最多選舉人票，若在這個州份勝出的候選人出乎意料，將會帶來變數。繼超級星期二之後，4 月 28 日的初選將決定另一大批選舉人票花落誰家，並為 7 月舉行的民主黨全國代表大會鋪路。其後，9 月和 10 月將舉行總統及副總統候選人辯論，為 11 月的大選作準備。
- **對金融市場的影響：**若桑德斯贏得提名，將為金融市場帶來最大挑戰，因為投資者憂慮其競選綱領提出的經濟政策將對市場造成損害。健康護理行業對民粹主義參選人贏得提名的展望十分敏感。若拜登贏得提名，將對市場帶來中性影響，因為他不會推行代價不菲的政策。此外，透過增加基建開支來適度擴大財政政策可望成為利好因素，但或許會被所得稅減免措施屆滿所抵銷。對市場最有利的結果是彭博贏得提名，因為其政綱聚焦於教育及職業培訓方面的投資，增加研發開支及對鄉村寬頻覆蓋的投資。
- **特朗普連任可能出現的特徵：**從經濟角度來看，特朗普在總統任期表現良好，有效推動實質工資上漲和透過減稅措施支持經濟增長。然而，美國社會兩極分化的現象日益加劇。由於特朗普的政策主要令最富裕階層受惠，因此社會不平等現象處於超過一個世紀以來的最嚴重水平。特朗普的政綱包括延續減稅等現行政策。對比不延續減稅措施，這項政策將令 2026 年至 2030 年的稅收減少。然而，實際上這並非一項新政綱，因其已獲現屆政府默許。**特朗普可能在第二任期對中國採取更強硬的貿易立場，並提高對歐洲商品的關稅。**鑑於新型冠狀病毒（「新冠肺炎」）大流行，美國聯儲局將毫不猶豫地在短期內作出有力的行動，採取純粹管理風險策略。
 - **我們對美國資產的確信度：**我們認為市場定價並未反映桑德斯頗有可能出任總統。假設大選最終由特朗普與桑德斯對壘，特朗普勝選的預期可令市場靠穩；若桑德斯的社會民主政綱助其當選機會增加，市場將面臨更大的下行風險。部份行業的股票（例如健康護理）已承受壓力，我們預期行業表現分歧和對選舉雜訊表現敏感將成為 2020 年股市表現的特徵，市場焦點將由新冠肺炎疫情轉向美國本土事務。除考慮選舉因素外，在美國固定收益市場，新冠肺炎疫情爆發令市場尋求避險，導致美國國庫券估值顯得過高。由於美國國庫券是波動市況下的有效對沖工具，因此預期上述情況將持續一段時間。另一方面，個別企業信貸被市場看淡，與基本因素不符，因而展現投資機遇。我們偏好可望受惠於內需堅挺的債券，聚焦於美國消費和房屋市場。近日息差擴闊，估值從過高水平回落，可望提供重新入市的機遇（投資級別和高收益債券），但投資者必須慎選持倉，區分可能受避險行動影響的優質公司（入市良機）及違約風險可能顯著增加的企業。



**Paresh
UPADHYAYA**
貨幣策略總監，
美國投資組合經理

「拜登在南卡州
取得壓倒性勝利
後，再度成為熱門人選，令選情
急劇逆轉。」

超級星期二：關注重點及後續發展

美國總統提名初選並非在全國舉行，但超級星期二具有一定代表性。3 月 3 日的初選被視為「超級」，是因為有合共 14 個州份 — 包括民粹州份加州和德州，以及一個美國屬地（美屬薩摩亞） — 將舉行民主黨總統提名初選。「超級星期二」一詞起源於蒙代爾（Walter Mondale）在 1984 年大敗，當時大部份黨員認為他過度主張自由化。其後，保守派民主黨員決定在同日舉行南部州份初選，使傾向支持民主黨自由派和保守派地區的初選結果更趨平衡，從而影響提名結果。居於進行超級星期二初選州份的民眾約佔美國人口 40%，並佔勝出提名所需的選舉人票近 70%。**超級星期二值得關注的主要因素包括：**

- **最終是否有任何候選人退出：**溫和派候選人會否屈服於集中票源的壓力，還是堅守陣地，靜待 7 月參與協商大會競逐提名？若無候選人取得大多數選舉人票，將透過第二輪和更加全面的選舉人票投票決定提名結果，這將有利建制派候選人。
- **彭博的表現：**他一貫的策略是迴避首次初選和黨團會議，聚焦於超級星期二及於 4 月 28 日舉行的東北部州份初選「阿西樂初選」（Acela Primary）。這項策略最初奏效，彭博在全國民意調查中升至第二或第三位，更在多項州份民意調查中雄踞榜首。然而，彭博在 2 月 19 日的辯論表現令人失望，此後聲勢停滯不前。他期望能在超級星期二挽回聲勢。
- **拜登和華倫的表現：**拜登在 2 月 29 日的南卡羅來納州（南卡州）初選取得壓倒性勝利後，再度成為熱門人選，令選情急劇逆轉。他有望在非裔美國人口龐大的州份勝出，例如阿肯色州、阿拉巴馬州、田納西州、北卡羅來納州及維珍尼亞州。華倫則面對艱巨的挑戰：不但要在家鄉麻薩諸塞州勝出，更要在另外兩個或以上州份取勝，方可成為桑德斯以外的另一位民粹派有效候選人。
- **誰可勝出加州初選：**加州是美國種族最多元化且人口最多的州份。若拜登在加州初選中勝出，將可重奪領先地位；若桑德斯得勝，足以證明他近期接連獲勝並非僥幸，並正在建立一個廣泛的聯盟。

繼超級星期二之後，民主黨總統提名的下一場關鍵決戰是在 4 月 28 日舉行的**阿西樂初選**。這項初選的名稱源自行走東北及大西洋中部走廊六個州份的美國列車。以下為政治影響將左右金融市場的主要里程碑：

日期	事件	重要性
4 月 28 日	阿西樂初選	選舉人票數目僅次於超級星期二
7 月 13 日至 16 日	民主黨全國代表大會	經過可能錯綜複雜的提名程序後，黨內團結將成為關鍵；若黨員未能團結一致，將減低勝算
8 月 24 日至 27 日	共和黨全國代表大會	特朗普將加強其在黨內的主導性及競選綱領
9 月 29 日	首場總統候選人辯論	將成為民主黨候選人切實向公眾自我「推銷」的首次機會
10 月 7 日	首場副總統候選人辯論	重要性不及總統候選人辯論，但候選人可在副總統辯論中試探訊息及發動攻擊
10 月 15 日	第二場總統候選人辯論	在首場辯論表現欠佳的候選人有機會捲土重來
10 月 22 日	第三場總統候選人辯論	最後一次說服選民的機會，尤其是反對黨候選人
11 月 3 日	2020 年總統大選	在兩大黨各佔一半支持者的情況下，最終鹿死誰手，主要視乎哪個政黨能號召更多其支持者參與投票

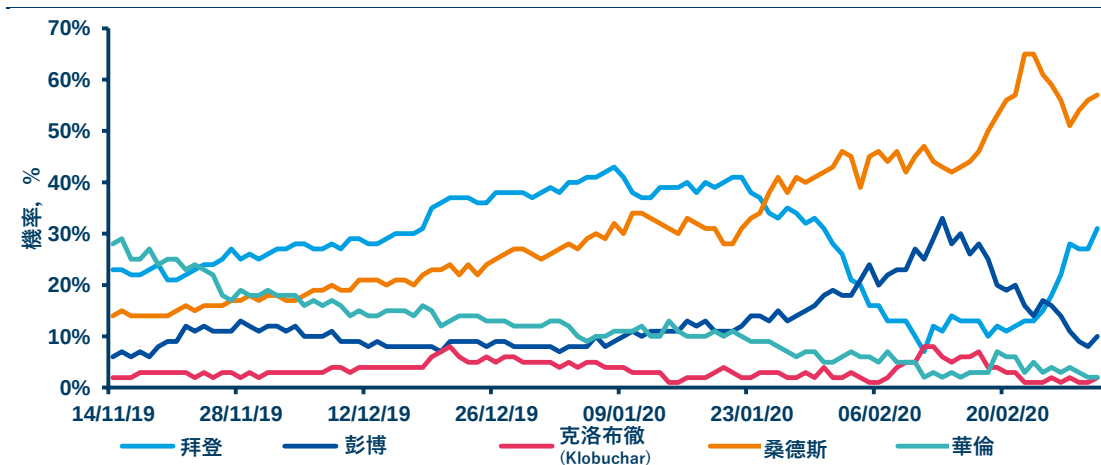
資料來源：東方匯理。

民主黨陣營與投資啟示

「拜登在南卡州壓倒性勝出，將黨內選戰收窄至二人對壘。」

在現階段判斷民主黨的領跑者仍言之過早。在 2 月 29 日，拜登在南卡州壓倒性勝出，改變民主黨初選的選情，將黨內選戰收窄至二人對壘。目前，關鍵的州份包括加州、明尼蘇達州和麻薩諸塞州：在南卡州公佈結果之前，市場曾預期桑德斯能在上述州份輕易勝出，但現時他可能會在明尼蘇達州落敗，而在其餘兩個州份的得票差距將會收窄。這將導致選舉人票更平均分佈，而拜登在七個州份（主要集中於美國南部）的得票差距將發揮決定性作用，令他取得大多數選舉人票。現時，美國全國民調顯示桑德斯贏得民主黨提名的機率為 57%，其次是拜登（在南卡州勝出後急升至 31%）和彭博（10%）。

各候選人贏得民主黨提名的機率



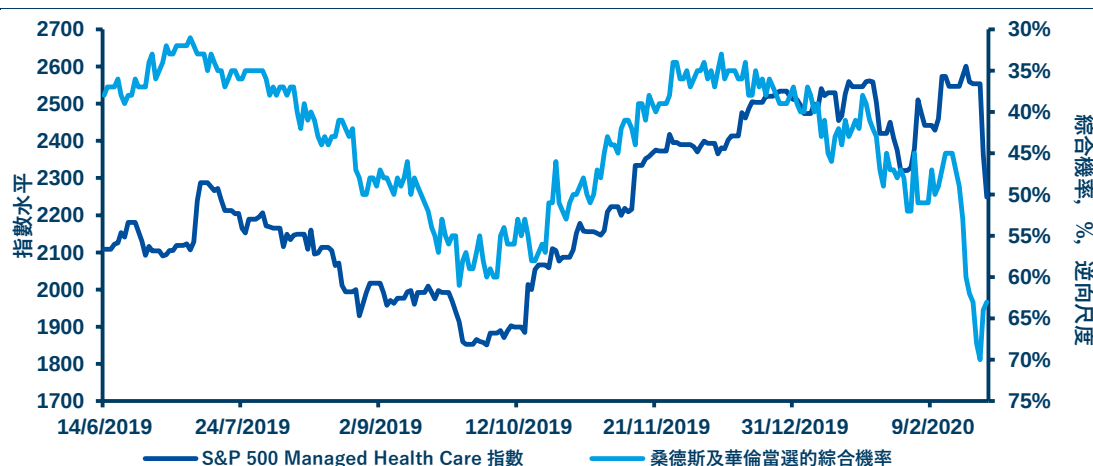
資料來源：東方匯理、Predictit.org。數據截至 2020 年 3 月 1 日。

桑德斯贏得提名最不利金融市場。市場憂慮其政綱提出的經濟政策代價不菲，例如「全民聯邦醫療保險」和「綠色新政」。健康護理行業對民主黨民粹主義參選人贏得提名的展望最為敏感。隨著桑德斯或華倫贏得提名的機率增加，S&P 500 Managed Health Care 指數日益受壓。自桑德斯於 2 月 22 日在內華達州黨團會議取得壓倒性勝利以來，該指數已下跌 12%。桑德斯提出撤銷企業和個人所得稅減免，並可能通過對大型科技公司採取反壟斷行動，均對市場不利。

若拜登贏得提名，將對市場帶來中性影響，因為他不會推行代價不菲的民粹主義政策。此外，透過增加基建開支來適度擴大財政政策可望被視為利好因素，但或許會被個人所得稅減免措施屆滿所抵銷。對市場最有利的結果是彭博贏得提名，因為其「全盤聚焦經濟」的政綱著重教育及職業培訓方面的投資，增加研發開支及對鄉村寬頻覆蓋的投資。近日股市遭到拋售，以及美國國庫券因「避險資產」而上升，不僅反映市場對新冠肺炎疫情擴散的反應可能造成經濟損失，更顯示其對美國總統大選的影響。資產價格、美國經濟增長和就業方面的不明朗因素，可能削弱執政黨的支持度，並為民主黨成員（可能是民主社會主義者）在未來四年塑造美國政局鋪路。

「資產價格、美國經濟增長和就業方面的不明朗因素，可能削弱執政黨的支持度，並為民主社會主義者鋪路。」

健康護理行業對民主黨民粹主義者獲提名的機率高度敏感



資料來源：東方匯理，截至 2020 年 2 月 25 日。

「美國國庫券估值
顯得過高，個別企
業信貸展現吸引的
投資良機。」

如果我們撇除正在困擾金融市場的新冠肺炎疫情，美國總統大選將為金融市場帶來非對稱風險。我們認為市場定價並未反映桑德斯頗有可能出任總統，以及美國經濟重新受到監管的潛在步伐和影響。在現階段，假設總統大選最終由特朗普與桑德斯對壘，特朗普勝選的預期可令市場靠穩；若桑德斯的社會民主政綱助其當選機會增加，市場將面臨更大的下行風險。不明朗因素和波幅加劇的時期可帶來良機。

我們看好具周期性的價值股。綜觀美國固定收益市場，我們不再強調信貸和利率風險。美國國庫券估值現時顯得過高，個別非商品相關企業債券發行商的企業信貸被市場看淡，即使在市況受壓的情況下，仍與基本因素不符，因而展現吸引的投資良機。

我們偏好可望受惠於內需堅挺的債券，聚焦於美國消費及房地產市場，例如按揭抵押證券(MBS)和資產抵押證券(ABS)。



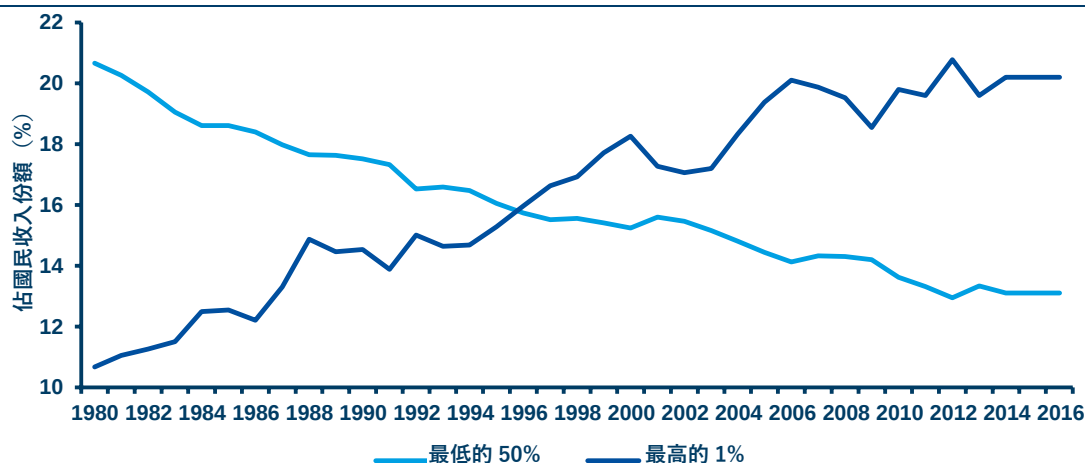
Didier
BOROWSKI
環球觀點部主管

對特朗普連任的期望

從經濟角度來看，特朗普在總統任期表現良好：自 2017 年以來推動實質工資上漲和下調家庭稅項，邊際所得稅率亦有所下降。此外，涵蓋低技術勞工的就業率和參與率一直上升，失業率現時處於 40 年來的最低水平。另外，股市上漲亦刺激私人財富增長。然而，利好經濟環境掩蓋美國社會兩極分化的現象，有關情況日益加劇。

由於特朗普的政策主要令最富裕階層受惠，令他們現時繳納的稅款減少，並率先受惠於股價上漲，因此社會不平等現象處於超過一個世紀以來的最嚴重水平。這加劇市民對社會不公的感受，並解釋為何民主黨陣營興起華倫和桑德斯等人提出的改革建議。

美國社會不平等：1%最高收入人口與 50%最低收入人口佔國民收入份額



資料來源：世界不平等報告（World Inequality Report），截至 2020 年 2 月 28 日。

「倘若成功連任，可能鼓勵特朗普對中國採取更強硬立場，並提高對歐洲商品的關稅。」

正如所有執政總統，**特朗普的政綱包含延續第一任期的政策**，包括延長原定於 2025 年屆滿的《2017 年減稅與就業法案》，以及繼續削減政府開支，主要涉及收入援助及社會服務領域，而國防、美國國家航空航天局（NASA）和退伍軍人是少數增加開支的範疇。對比不延續《2017 年減稅與就業法案》的情況，這項政策將令 2026 年至 2030 年的稅收減少。然而，實際上這並非一項新政綱，因其已獲現屆政府默許。儘管稅收減少，但特朗普政府仍預測，假設經濟增長強勁，國家財赤將會縮減，但無論如何，這不會遏止債務飆升。民主黨候選人和特朗普的政綱之間出現重疊。舉例說，特朗普支持一項計劃，允許根據美國藥物的海外成本定價，並主張提高藥物定價透明度。此外，民主黨候選人和特朗普均有意限制科技公司的影響力。部份共和黨成員亦倡議為反壟斷立法。儘管如此，事實證明特朗普在第一任期的行徑難以預測。**倘若成功連任，可能鼓勵他進一步實踐其施政意念。貿易方面，特朗普可能對中國採取更強硬立場，並提高對歐洲商品的關稅。**至於財政政策，市場對他的削減開支意願存疑。美國經濟增長最終將會放緩，基建開支的問題將再度浮現。

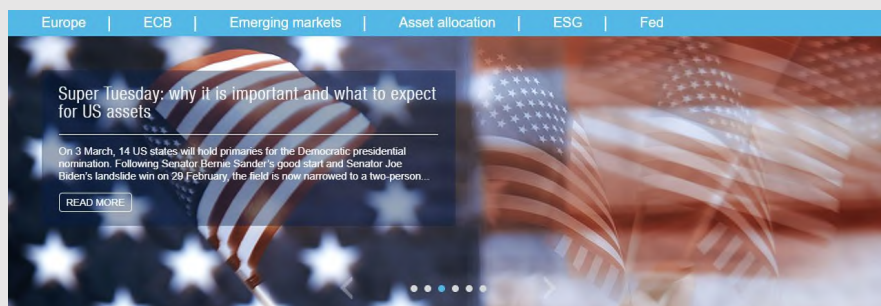
美國聯儲局和總統大選

「根據過往紀錄，聯儲局在總統大選期間加息的意願低於減息。」

總統大選往往帶來不明朗因素，尤其是今屆民主派分為中間派和民粹派。因此，聯儲局將不願採取日後可能遺憾的措施，這取決於財政及預算政策的方向。**根據過往紀錄，聯儲局在總統大選期間加息的意願低於減息。**若考慮總統大選前的兩個月期間，自 1984 年以來，聯儲局曾五度採取行動，其中四次是放寬政策（分別是 1984 年、1992 年、2008 年及 2012 年，而 2012 年更宣佈推行《第三輪量化寬鬆政策》（QE3））。聯儲局只會於 2004 年 9 月加息一次。寬鬆立場一直在總統大選前夕為股市帶來支持。展望今年，**鑑於新冠肺炎大流行，美國聯儲局將毫不猶豫地在短期內作出有力的行動，採取純粹管理風險策略。**

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
LICCARDI**

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