

專家分析：

聚焦基本因素：疫情引發市場波動，或可締造入市良機



Pascal BLANQUÉ,
集團投資總監



Vincent MORTIER,
集團副投資總監

參與撰文：

Alessia BERARDI
新興市場宏觀經濟及策略
研究部主管

Angelo CORBETTA
亞洲股票部主管

Esther LAW
新興市場債券部

Giovanni LICCARDO
東方匯理投資策略研究部

Rajesh PURI
環球固定收益部

- **概覽：**新型冠狀病毒成為近期金融市場反覆波動的最主要因素，令風險資產自10月以來無間斷的升勢告一段落。投資者應注意市場低位可能早於疫情高峰期之前出現，因為市場往往在危機開始時因反應過度而下跌，其後穩定和回升，即使負面消息仍持續不斷。
- **整體評估：**除非「高度不明朗因素」足以危及並打擊環球經濟（這並非我們目前預測的情況），否則價格過度下跌可為投資者締造機會，以買入估值吸引和基本因素良好的資產類別。鑑於盈利增長再度加速，股票估值吸引和美元前景轉弱，因此我們認為新興市場尤其存在精選個別股票的機會。除非疫情對環球前景造成任何干擾，否則中國當地情況促成的短期問題，為投資者帶來增持新興市場股票的良機。
- **多元資產觀點：**在目前情況下，我們認為多元化風險配置有助投資者駕馭這個不明朗階段。我們持承險立場，看好歐洲股票和歐洲信貸，因為我們相信區內經濟狀況並無基本變化，但認為投資者應就尾端風險維持對沖（或可在最穩健的配置增加對沖），或降低投資組合受單一風險因素影響的程度。「增長」是目前市場的主要推動因素。為透過周期性反彈遏制投資組合的波幅，我們已下調對新興市場外匯的觀點至中性，因為這類資產較易受短期波幅影響。這是一項策略性評估：我們認為一旦中國回復正常狀況，新興市場外匯將在今年為投資者提供投資機遇。
- **新興市場觀點：**就股票而言，我們對中國旅遊相關行業（航空及非必需消費品等）越趨審慎。然而，我們將繼續密切留意一些優質的非必需消費品公司，當股價顯著下跌時，這些公司有望提供入市良機。固定收益方面，貨幣貶值將帶來一定的負面影響，但將被環球收益率的下行壓力局部抵銷。我們認為硬貨幣債券所受的影響或許較低，因為息差面對的負面影響可能被核心債券收益率下行大致抵銷。
- **環球固定收益觀點：**鑑於基本因素並無改變，我們認為在消息反覆不定下，投資者應繼續集中對沖主要風險，而非更改投資配置。我們看好美國國庫券；作為避險資產，美國國庫券是一種有效的對沖工具，至今表現良好。此外，我們認為投資者應看好英鎊和歐元等相對不受病毒爆發影響的貨幣。

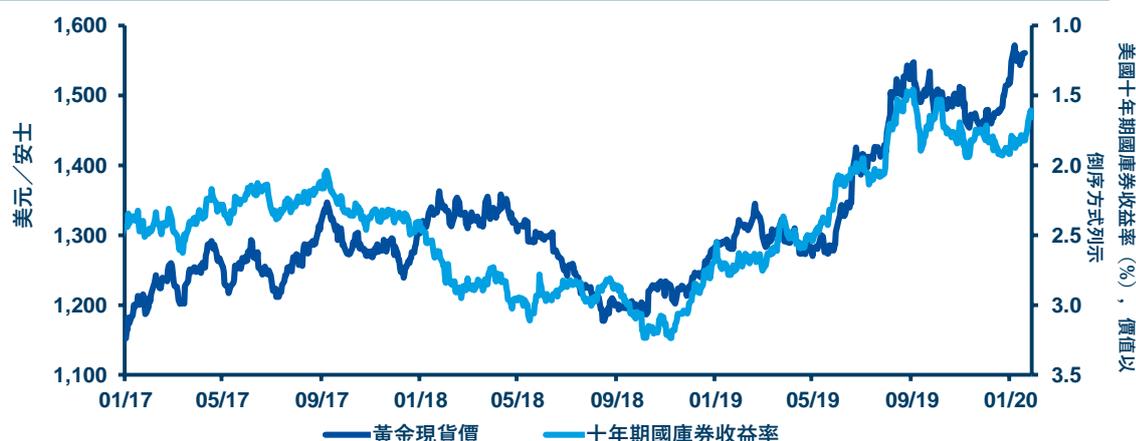
對市場的影響和整體評估

在中美達成第一階段貿易協議後，經濟動力改善，而且地緣政治風險下降，使經濟環境更有利股市表現，但新型冠狀病毒疫情擴散，令經濟增添不明朗因素。市場波幅普遍上升，芝加哥期權交易所市場波動率指數（VIX）由12點升至18點，美林公債波動率（MOVE）指數則由50點升至66點。

由於市場對疫情感到憂慮，環球股市繼年底上升而出現超買後，現已進行重新定價，有關情況在亞洲最為明顯。旅遊和零售行業似乎最受影響。相反，固定收益市場（尤其是核心政府債券）揚升。貨幣方面，美元發揮「避險」地位的作用，兌一籃子已發展市場貨幣升值，但與中國增長相關的貨幣（例如澳元）則下跌。持續監察疫情爆發的進展至關重要，然而，目前尚未到達需要過份警惕的階段。

「除非環球經濟
受到打擊，否則
價格過度下跌可
締造入市良機。」

美國十年期國庫券收益率和黃金價格：尋求避險



資料來源：彭博、東方匯理。數據截至 2020 年 1 月 28 日。

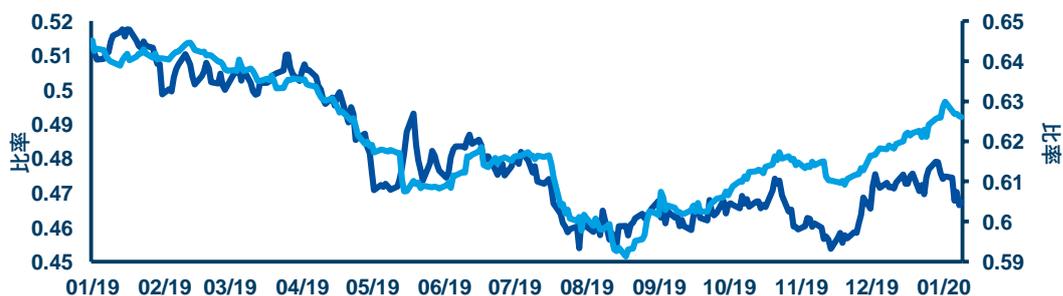
除非「高度不明朗因素」足以危及並打擊環球經濟（這並非我們目前預測的情況），否則價格過度下跌可為投資者締造良機，以買入估值和基本因素維持良好的資產類別。展望 2020 年第一季，實現環球增長穩定和再加速的走勢不變，因為我們認為財政和貨幣干預措施應會穩定經濟前景，不會對環球增長構成重大干擾，但仍會造成「局部」損害。我們正密切監察採購經理人指數（PMI）的變動，因為有關指數是反映這次危機對經濟影響的關鍵指標。

新興市場股票可望成為有關走勢的主要受惠者之一

回顧去年 1 月，由於央行改變政策，新興市場債券造好。踏入 2020 年，鑑於盈利增長重新加速，相對於已發展市場股票估值吸引和美元前景略為轉弱，我們認為應該看好新興市場股票。除非疫情對環球前景造成任何干擾，否則中國當地情況促成的短期問題，可能為投資者帶來增持新興市場股票的良機，藉此在尚未出現過度投資的市場領域，投資於週期延長的概念。審慎選擇仍屬關鍵，因為部份行業／股票短期可能較易受新型冠狀病毒消息的影響。我們集中於本土主題，因為這類主題相對不受疫情影響，有望受惠於強勁的內需或價值鏈持續遷移。舉例說，我們預期越南經濟增長將保持強勁，印尼經濟活動輕微反彈，而新加坡經濟將受惠於工業生產和環球貿易保持穩定，甚至最終回升的趨勢。

「基本因素大致保持不變：存在審慎挑選新興市場股票，以投資於週期延長概念的機遇。」

隨著中美達成貿易協議，每股盈利預測見底



MSCI Emerging Markets 指數／MSCI World 指數（左 1）

MSCI Emerging Markets 指數／MSCI World 指數 12 個月預期每股盈利估計（右 1）

資料來源：彭博、東方匯理。數據截至 2020 年 1 月 28 日。

現時評估新型冠狀病毒對中國股票的潛在影響仍然言之尚早，畢竟主要視乎疫情是否只持續一段短時間。若病毒疫情繼續擴散或似乎無法受控，市場氣氛將受到嚴重打擊。由於情況尚未明朗，而且股市出現調整，因此我們對中國旅遊相關（航空及非必需消費品等）最易受影響的行業越趨審慎，相信有關行業短期將面臨價格壓力。此外，我們對受惠於中國旅遊相關公司採取較具防禦性的部署，例如泰國、韓國和菲律賓的上市旅遊相關公司。

現階段難以評估疫情對消費開支的影響，然而，**我們將繼續密切留意一些優質的非必需消費品公司，當股價顯著下跌時，這些公司有望提供入市良機。**

從過往的病毒擴散案例可見，短短數月之間市場可以受到相當龐大的衝擊，但一旦疫情消退，市場亦可迅速回升。

對中國經濟的影響

中國最新經濟數據反映經濟活動普遍回升，符合我們對內地 2020 年國內生產總值增長相對 2019 年僅輕微放緩的展望（按年增長 5.8% 對比按年增長 6.2%）。近期中國經濟初現復甦跡象，加上中美兩國簽訂第一階段貿易協議，令我們對內地增長預測的風險平衡狀況感到樂觀。

然而，自上周起新型冠狀病毒疫情擴散，令我們對這個利好環境能否延續存疑。近日負面消息接踵而來：死亡數字升至逾 400 人；500 萬人在當局實施旅遊禁令前逃離武漢；研究發現病毒在潛伏期內（一至兩周）似乎具傳染性。市場亦被這些消息牽動，並將現時情況與 2003 年的非典型肺炎「沙士」疫情相提並論，這確實可以理解。

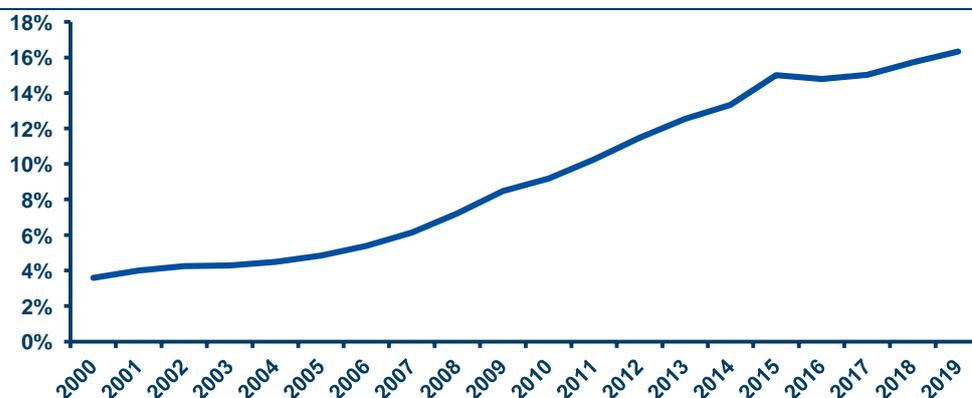
儘管 2003 年是一個合理的切入點，但自當時起，中國以至全球都在不斷變化。中國與全球各地的融合和聯繫更加緊密，同時內地看來已提升對控制疫情的能力（醫療標準提高）。

雖然如此，短期內料將出現下列負面影響：

1. 中國實施封城令和旅遊禁令，窒礙內地經濟活動，主要集中於受影響地區；
2. 中國農曆新年期間正值高峰期，民眾往來頻繁，很可能加深相關負面影響。

即使市場理性預期，隨著冬季遠去，疫情的影響將逐步消退，**但封城令、旅遊禁令及其持續時間遞增的程度，將決定中國經濟增長以至環球增長放緩的幅度**，而目前中國經濟對全球經濟的影響遠高於 2003 年。中國國內生產總值（GDP）佔全球規模的比重已由 2003 年的 4.3% 升至 2019 年的 16.3%。

中國國內生產總值佔全球規模百分比



資料來源：彭博、國際貨幣基金組織。數據截至 2020 年 1 月 28 日。

「我們並未調整對中國 2020 年國內生產總值的預測（5.8%）：達成貿易協議和製造業止跌回升的有利環境已被新型冠狀病毒的衝擊所抵銷。」

「鑑於前景並未顯著轉變，我們維持承擔風險的立場，短期內審慎增加對沖最易受影響的資產。」

政策組合方面，預期更多支持措施將會出台，人民銀行已表示準備動用貨幣政策工具，以維持銀行體系的流動性於合理水平。

一如以往，投資信心所受的影響將成為監察市況的首要指標。然而，由於中國農曆新年假期使經濟數據出現周期性扭曲，因此我們須待中國於 2 月底/3 月初公佈 1 月/2 月的數據後，才可作出較為可靠的內地經濟狀況評估。與此同時，其他國家所公佈的貿易流量（儘管也易受中國農曆新年季節性因素影響）有望為經濟發展提供一些較清晰的指引。

多元資產觀點

在目前情況下，我們認為多元資產投資者應維持充分多元化和均衡的風險配置（以美國存續期平衡歐盟股票和信貸風險），並可能在穩健的配置中增加對沖，以保障投資組合免受波幅加劇所影響。儘管新型冠狀病毒帶來不明朗因素，但由於經濟和盈利前景好轉，我們**對風險資產維持正面立場**。然而，為限制由目前市場階段和單一推動因素風險（周期性增長再加速）引發起的波幅，我們對新興市場外匯轉持中性觀點。儘管建基於基本因素的中期觀點仍然正面，但新興市場貨幣較易受近期的波動所影響。我們並無改變對新興市場硬貨幣債券的正面觀點，並視之為固定收益部份的重要收入來源。一旦中國疫情穩定，我們將繼續尋求買入新興市場股票的機會。

新興市場債券觀點

目前情況仍然高度不穩定，中國農曆新年假期扭曲部份市場的走勢，令個別市場的流動性受到影響。短期而言，預期市場對新型冠狀病毒進一步擴散及死亡個案的關注，將繼續令新興市場外匯受壓，尤其是較易受中國經濟增長進一步放緩影響及商品出口國的貨幣（例如泰銖和智利披索）。固定收益方面，貨幣貶值將帶來一定的負面影響，受財政問題困擾的國家將首當其衝（例如南非），但有關影響將被環球收益率的下行壓力局部抵銷。我們認為硬貨幣債券所受的影響較低，因為息差面對的負面影響可能被核心債券收益率（例如美國國庫券）下行大致抵銷。

環球固定收益觀點

我們認為在現階段大幅更改投資組合配置為時尚早，但隨著波幅上升，審慎管理風險較以往更為重要，因為市場會不斷出現新消息。對沖主要風險對保障資產至為關鍵。我們看好美國國庫券；作為避險資產，美國國庫券是一種有效的對沖工具，至今表現強勁。我們亦看好英鎊和歐元等相對不受病毒爆發影響的貨幣。投資者不宜在情況明朗化之前大幅更改投資組合配置，以免因媒體消息而招致高昂的沽售成本。

預期優質債券及避險貨幣（例如美元及日圓）短期將繼續造好，但當疫情似乎受控，風險較高的資產將強勢反彈。**根據過往的病毒爆發案例，一旦疫情受控，形勢會顯著逆轉，風險較高的資產在疫情緩和下表現強勁。**

「新興市場固定收益方面，我們預期硬貨幣債券所受的影響較新興市場外匯輕微。」

「偏好美國存續期的環球固定收益策略或能緩和短期波幅，在疫情受控後逆轉形勢。」

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