

2020 年投資展望： 保持靈活以應對各種情況



**Pascal
BLANQUÉ,**
集團投資總監

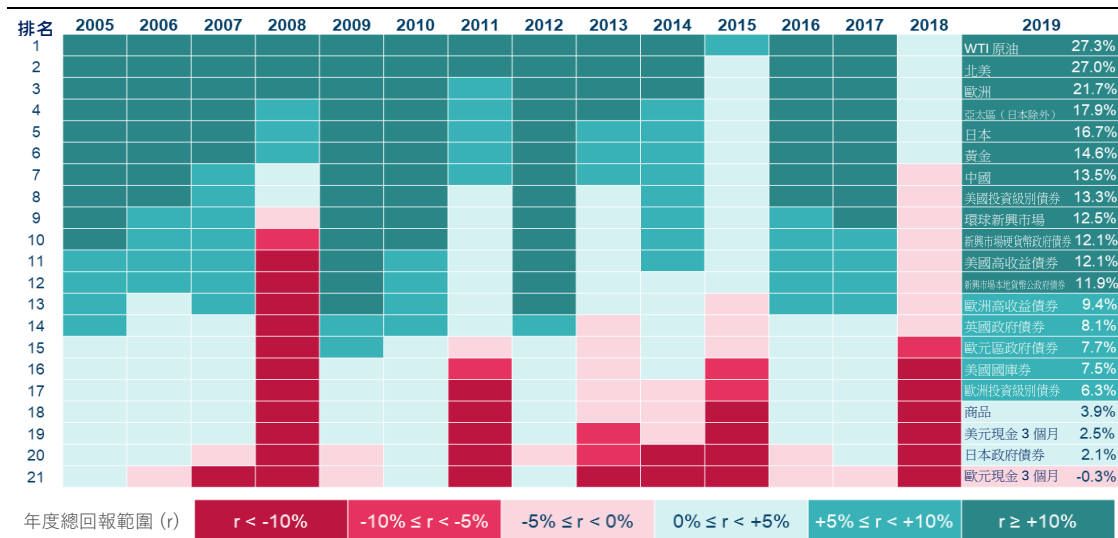


**Vincent
MORTIER,**
集團副投資總監

「貨幣與財政政策結合，有助進一步延長經濟週期。」

經歷了今年的亮眼表現，投資者如今更加關注的議題，莫過於 2020 年會否陷入貿易戰引發的衰退，進而導致史上最長的牛市劃下句號。若經濟增長率低但靠穩，甚至止跌回升，經濟上升週期或有機會進一步延長。

資產類別表現排名：2018 年令人失望，2019 年卻是值得銘記的一年



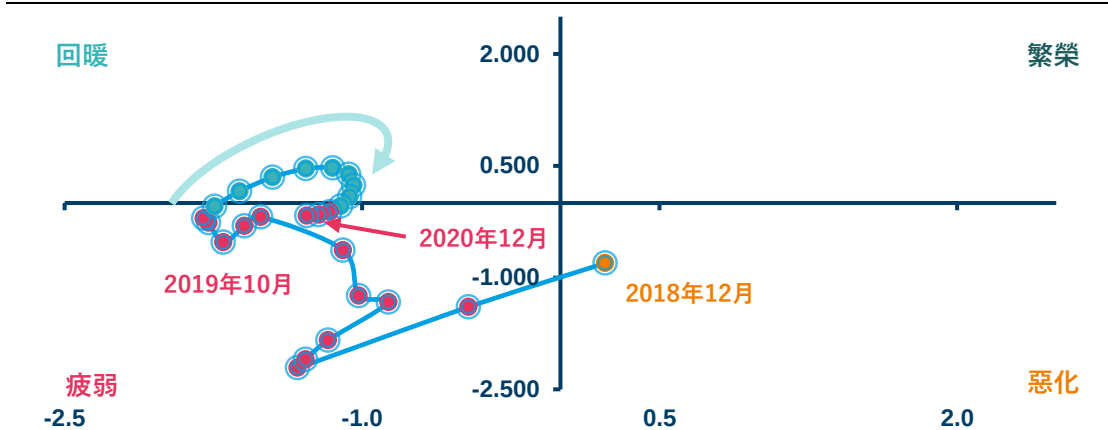
資料來源：彭博，東方匯理 21 種資產類別分析結果。資料截至 2019 年 11 月 18 日。指數供應商：現金、政府債券及新興市場債券指數均來自摩根大通。企業債券指數來自美銀美林證券。股票指數及新興市場貨幣指數來自 MSCI。商品指數來自彭博巴克萊。代表各個資產類別的所有指數均以當地貨幣計算。請注意，過往表現無法保證未來回報。

東方匯理認為，全球貿易放緩意味著增長結構明顯改變，但不至於令經濟全面衰退，加上各項寬鬆政策即將加強，美國與中國亦可望達成局部協議。

貨幣與財政政策結合將成為明年及未來的重要主題，或可帶動經濟週期進一步延長，同時加強內需以保持穩定。貿易爭議確實引投資者注意，然而美國即將在 2020 年舉行大選，考慮到貿易問題可能衝擊美國經濟，緊張局勢不太可能進一步顯著加劇。

在 2020 年，投資者或許不能單靠一種投資部署。短期而言，市場對於政策行動期望過高，必須有所調整。調整過程將引發債券波動，目前核心債券的收益率已開始觸底回升，部分價格昂貴的防禦型股票呈現跌勢。美元方面，美國的收益率優勢應有助防止美元在 2020 年面臨重大沽壓。貨幣管理方面，我們認為美元輕微貶值是最有可能的結果，這種情況或許足以令投資者對特定新興市場貨幣重拾信心，畢竟先前的看法過度悲觀。

整體環球經濟動力料將在 2020 年回升



資料來源：東方匯理研究分析結果、彭博。資料截至 2019 年 10 月 31 日。環球經濟動力指數乃根據 4 個區域（美國、歐元區、日本與新興市場）下列數據的專有指標：盈利修訂、10 年期利率、領先指標、消費者物價指數（CPI）年增長率、採購經理指數（PMI）調查結果、經濟驚奇指數及通脹驚奇指數。我們考慮指數水平及動力（變化），界定經濟週期的四個不同階段：**繁榮**：呈現上升趨勢且動力增強；**惡化**：呈現上升趨勢但動力減弱；**疲弱**：呈現下跌趨勢且動力減弱；**回暖**：呈現下跌趨勢但動力增強。

「股票方面，投資者或可在備受忽略的領域尋找機會。」

撇開短期趨勢，未來的政策或將更加積極，其中可能包括非傳統措施（若衰退風險上升），這樣信貸週期將會延長，最後導致信貸泡沫爆破，但這種情況不會在 2020 年發生。投資者將被迫湧向交投活躍或缺乏流動性的領域，過度寬鬆的政策掩蓋了這些領域的風險。由於基本面開始惡化，為了在債務氾濫的世界保障投資者的利益，此時（企業資產負債表或新興市場財政政策的）必須視可持續性為選擇投資項目時的主要考慮因素。

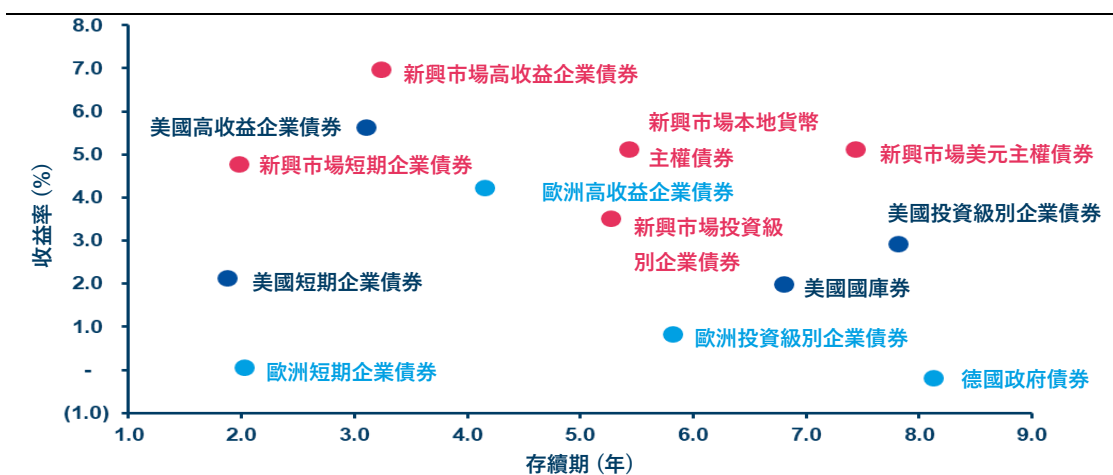
2020 年的投資策略而言，與其擔心環球經濟衰退，投資者應專注於調整投資組合風險，以應對去全球化的市場趨勢。投資者應為「信貸週期進入後段且延長」作好準備，因為 2008 年金融危機後的法規更加嚴謹，流動性風險隨之升高。接下來將逐一介紹東方匯理所預見的三大投資主題。

第一，「在備受忽略的領域尋找收益與機會」將成為 2020 年的股票投資策略。另類情況（偏正面或偏負面）成為主要市場情況的預期機會率有所調整，然而市場走勢並不明確，企業盈利增長疲弱，預期將促使投資者在股票收益及股息方面尋找具防守性的領域。一旦展望趨向穩定，債券收益率亦可觸底回升（PMI 可望在明年上半年回升，財政擴張措施則將在下半年加強），投資者可能轉投估值吸引的領域。經濟繁榮週期類股份（歐洲的優質股及美國的價值股）與小型股有機會在明年提供投資機會。

第二，固定收益市場未來的投資重點在於收益最大化、加強審視及具彈性的策略。在利率超低（未必是負數）以及各國央行再度推行量化寬鬆措施或其他措施的時期，「尋求收益」仍將是重要主題。然而，熱門領域與流動性風險依然存在，投資者必須深入研究信貸投資機會（已發展及新興市場亦然）。高收益債券仍將具吸引力，因為違約率展望保持理想，惟規劃適當的投資年期仍是重點，因為極為有限的市場流動性與基金的每日流動性之間可能存在極大落差。企業債券方面，類別與證券的審視亦有待加強，以避開缺乏可持續性但因投資者渴求收益而倖存的商業模式。在寬鬆的貨幣及財政環境中，新興市場債券吸引，我們較看好硬貨幣債券，但以本地貨幣計價的債券亦有可能在明年提供投資機會。

「在尋求收益的過程中，可持續性及質素應是選擇投資項目時的主要考慮因素。我們亦持續留意

慎選固定收益投資機會



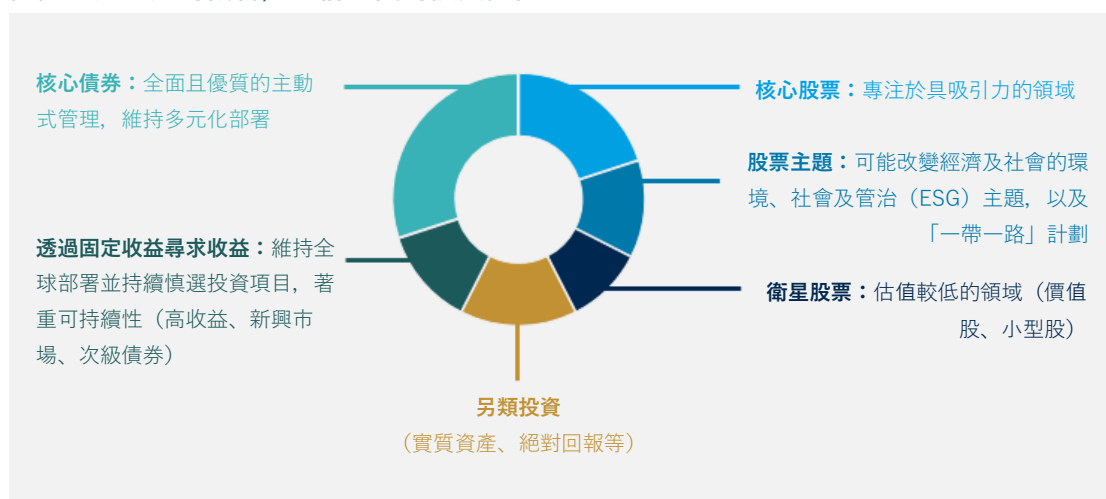
資料來源：東方匯理分析結果、彭博。美銀美林指數（投資級別）。資料截至 2019 年 10 月 31 日。

核心固定收益方面，多元化的靈活部署比較合適，因為各種消息可能導致市場再度波動，投資者或需順應不同情況來調整自身的預期。美國優質債券兼具流動性及收益率溢價，因而值得考慮。

第三，由於世界局勢更加分散，全球貿易亦已放緩，新興市場將有新的主題出現。未來投資者必須跳出傳統的「環球」新興市場框架，深入研究，以發掘吸引的機會及主題。主題方面，我們看好內需穩健、比較不受外圍問題影響的「自助型」國家。此外，「一帶一路」計劃等主題反映中國可能在地緣政治方面扮演的新角色，我們認為投資者應多加關注。

總體而言，投資者應建構能抵禦波動的投資組合。一些投資策略大受歡迎（即賣出波動性高的證券從而賺取溢價），為控制波幅，然而隨著市場預期轉變，波動性可能急升。在現階段，真正重要的並非平均的波幅水平，而是市場將由平靜期進入大幅波動時期。為了防範投資組合波動，投資者應考慮採取具流動性的另類策略（與傳統資產類別的相關性較低）以及波動性策略。

把握週期延長的機會，建構全面的投資配置



資料來源：東方匯理，截至 2019 年 11 月 11 日。僅供說明。

「新興市場方面，新的主題陸續出現，例如發展內需及「一帶一路」計劃，兩者反映出中國可能在地緣政治方面扮演的新角色」。

東方匯理 2020 年資產類別觀點

資產類別		觀點	理據
股票	美國	=	美國一直是本週期的焦點股市，該國的企業盈利增長率高於其他國家，為股市帶來支持。明年第一季的盈利表現可能不太理想，但隨後盈利可望向上修訂。若貿易戰並無升溫，企業盈利增加、資金流入、低利率環境等因素將支持股市。
	歐洲	=/+	在本週期，歐洲已因企業利潤表現落後、國際局勢的顯著影響以及政治風險而受到打擊，好消息是英國脫歐達成協議的機會增加，相關負面因素的影響逐漸減少。若全球製造業走出谷底，歐洲的受惠程度將高於其他區域。此外，市場資金轉投價值股的情況亦可能利好。
	日本	=	日本在本週期內表現波動，是截至 2019 年 8 月表現最差的國家之一。自 2016 年，該國的企業盈利增長表現一直不如全球其他國家，明年亦將如是。然而日本可能因市場資金轉投價值股而受惠。該國股市仍受到日圓的影響，而且對地緣政治風險相當敏感。
	新興市場	=	盈利向下修訂的趨勢已差不多完結。我們預期部分當地股票仍將穩健並具防禦性，或可為投資者帶來投資良機。我們也看好中國 A 股。
固定收益	美國國庫券	=/+	我們維持看好美國國庫券存續期，而非其他已發展市場，因為前者的絕對與相對價值較佳，聯儲局採取傳統措施時的實施空間較大。
	美國投資級別企業債券	=/+	整體而言，立場溫和的央行利好信貸市場，技術因素向好亦充分支持美國企業債券，然而歐洲投資級別債券的受惠程度較少，因為企業債券購買計劃（CSPP）與負利率環境皆為歐洲特有的情況。雖然如此，由於整體經濟持續不明朗，我們將持續審慎看待信貸風險，同時偏好優質套利項目並注重流動性評估。
	美國高收益企業債券	=	美國高收益債券的息差似乎不如其他信貸類別，我們偏好優質債券，而非評級較低的債券，因為後者的特殊風險較高、違約風險逐漸上升，流動性亦令人憂慮。類別選擇仍為關鍵，因為壓力似乎集中於若干類別。
	歐洲政府債券	-/=	歐洲政府債券方面，考慮到歐洲央行的行動、義大利剛籌組政治聯盟，以及投資者持續尋求收益，我們仍看好歐洲主要週邊國家（西班牙與義大利）。由於投資者持續尋求收益，收益率曲線料將趨平。
	歐洲投資級別企業債券	++	我們看好歐洲投資級別債券，尤其是 BBB 級債券與金融債券。技術因素仍然穩健，例如歐洲央行推出新的資產淨收購計劃，並調高 CSPP 再投資額，這類措施針對資產類別帶來穩定的資金，亦進一步推動投資者追求收益的趨勢。然而，次級市場的流動性狀況仍是需要監察的主要領域。
	歐洲高收益企業債券	+	技術因素利好，我們偏好流動性較高的優質 BB 級債券，因為整體經濟下行風險上升，這類債券的風險與回報特性頗具吸引力。我們持續聚焦於證券選擇、特殊風險及流動性。
	新興市場硬貨幣債券	+	在現時收益率偏低、全球各國為了支持經濟增長而放寬貨幣政策的環境中，相關資產類別可能成為理所當然的選擇。新興市場與已發展市場的 GDP 增長差距料將進一步擴大，新興市場可望受惠。
	新興市場本地貨幣債券	+	收益率及貨幣方面，我們認為該資產類別或可在明年發揮潛力。新興市場外匯持續波動，然而我們認為市場過度悲觀。只要貿易爭議邁向和解，全球製造業走出谷底，美元匯價就會貶值。
其他	商品		只要環球經濟衰退得以避免（我們認為能夠避免），商品的展望依然向好。黃金仍將被視為地緣政治風險的重要避險工具。
	貨幣		只有經濟上行（經濟增長隱憂逐漸減退），或是中美貿易爭議緩解（人民幣將走強），美元才會持續貶值。在這種情況下，美元稱王的時代才會正式告終。

圖例



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