

疫情陰霾下，長線退休投資可有曙光？

投資市場	BCT 投資觀點	摘要
<b>股票</b>		
美國		我們對美國股票維持審慎中性觀點，美國股市目前接近公平價值。股市升幅極端，主要受到市盈率擴張推動。
歐洲		我們略為看好歐洲股市。歐洲市場勢將受惠於正面的策略性因素（市場配置低和資金流入增加，加上中美兩國落實首階段貿易協議，以及歐洲央行的政策立場）。
日本		我們對日本股票保持中性。日本股票回升，但其估值仍具吸引力。日本股市屬周期性質，有望受惠於周期性反彈，而中美首階段貿易協議亦將刺激貿易，利好投資氣氛。
亞洲 (日本除外)		我們稍為看好亞洲（日本除外）股市。踏入 2020 年，隨著中美兩國簽署首階段協議，並展開第二階段的談判工作，貿易緊張局勢已經降溫，預期亞洲（日本除外）股市保持暢旺。
中國及香港		我們看好中國股票，並繼續偏好代表本土經濟行業的 A 股市場。這市場應最能受惠於刺激性經濟政策。 我們略為看淡香港股票，因本土社會問題尚未得到解決。雖然個別港股估值吸引，但除非社會回復平靜，否則欠缺催化因素促使價格上升。
<b>環球債券</b>		
政府債券		我們對政府債券持中性立場，並看好企業信貸。我們繼續建議維持正面信貸配置，因為持續追求收益的趨勢和技術因素（尤其是歐洲）令這類資產在周期後段的環境下仍受追捧。
信貸		

比重尺度			
	偏低比重	中性	偏高比重

## 美國股市

內需持續放緩，投資開支受到的打擊比私人消費更嚴重。營商氣氛調查結果在過去數月惡化，但近期呈暫時觸底的跡象。至於就業市場的最新情況，職位數據偏軟，但仍高於把現有失業率保持在 3.5% 所需的水平。繼工時及時薪增長率下跌後，勞工收入增長的放緩速度與我們的預期相符。職位增長亦已放緩，但仍反映勞工市場整體表現良好。通脹保持低企（整體通脹率：2.1%，核心通脹率：2.3%）；核心個人消費開支（按年 1.6%）仍然接近但低於聯儲局的目標水平。聯儲局表示，當局認為現時的政策立場合適並經精準計算，足以支持經濟溫和增長及保持勞工市場穩健，除非需要「重新對經濟前景進行重大評估」，否則毋須進一步減息。然而，由於我們預期經濟增長將輕微減弱，估計 2020 年上半年會再減息一次。美國標準普爾 500 指數在年底前創歷史新高，於 12 月 27 日收報 3,240 點。儘管月底輕微回落，但指數在 12 月錄得 3% 總回報，第四季累積升幅達 9.07%。

我們預期美國 2020 年的經濟增長輕微減速，國內生產總值為 1.7%（2019 年預期為 2.3%）。我們繼續預期整體通脹將於短期上升（2020 年：2.3%），2021 年則輕微回落至 2.1%。美國消費市場符合我們預測的情境：儘管勞工市場在工時、職位數目和工資方面的整體水平保持穩健，但動力正在放緩，意味著勞工收入增長逐漸減慢（按年仍擴張 3.7%，符合過去十年的平均值）。貿易方面，中美首階段貿易協議文本已敲定。在我們的風險圖譜，貿易戰升級的可能性已經下降。然而，首階段協議只是短期解困，不太可能為長時間的爭議劃上句號：關鍵問題尚未解決，還需進一步談判。儘管中美首階段貿易協議的不明朗因素已經消散，但在美國總統特朗普決定擊殺伊朗指揮官蘇萊馬尼後，美伊緊張局勢觸發地緣政治風險。迄今，預期緊張局勢不會進一步升級，而金融市場的承險意欲只受到短期影響。假若緊張局勢並無升級，我們預期波幅擴大的幅度仍將受控，不過我們並無更改油價目標（未來 12 個月：61 美元）。我們對美國股票維持審慎中性觀點，美國股市目前接近公平價值。股市升幅極端，主要受到市盈率擴張推動。企業利潤仍處於本周期的最終階段，而美國企業的負債水平偏高，往往對利潤造成壓力。若要美國股票估值再度變得吸引，先決條件是盈利加速上升或宏觀經濟數據顯著改善。

## 歐洲股市

第三季國內生產總值增長（按季升 0.2%）略高於預期，使按年增長率升至 1.2%，我們或須因而輕微上調 2019 年的經濟增長預測（目前為 1.1%）；第二季的固定資本形成總額表現非常強勁，投資額在第三季回落，而家庭消費改善幅度高於預期。歐元區 12 月採購經理指數初值表現好淡不一，反映製造業持續疲軟，而服務業表現穩健／出現擴張。

通脹保持低企，遠低於目標水平。歐洲央行的新領導班子宣佈展開策略性檢討，有關程序需時漫長，應會於一年內完成。英國脫歐的最新情況：保守黨在 12 月選舉中大勝，為 2020 年 1 月底英國有序脫歐展開序幕。然而，市場對英國與歐盟能否在 2020 年底

（過渡期預定結束時間，而英國無意延期）或之前簽署自由貿易協議仍然存疑。綜觀歐洲，各國股市在 12 月均告上升，MSCI 歐洲指數升 1.67%（以當地貨幣總回報計），整季累升 4.49%。

在環球貿易前景轉趨樂觀支持下，預期整體歐元區可於潛在水平附近回穩，現時反映日後動力加快的跡象不多，但製造業可能觸底。我們預測 2020 年及 2021 年的經濟增長分別為 1.1% 及 1.3%。家庭消費應為歐元區的主要經濟增長動力，在穩定增長的過程中擔當重要角色，投資額則會回落；但刺激新投資（例如「綠色」投資）的財政誘因或會令我們的預測存在上行風險。勞工市場整體良好，失業率保持低企，而且工資增長溫和。預期在 2020 年，歐元區的物價將保持正面動力，但仍遠低於歐洲央行的目標通脹水平。預期通脹將於 2020 年及 2021 年分別保持在 1.3% 及 1.4%。儘管勞工市場維持相對強勁，但各國的工資增長出現分歧。採取寬鬆財政政策的跡象仍然只限於個別國家，區內各國尚未就此進行協調。理論上有可能進一步推行寬鬆財政政策，尤其當經濟惡化及力求回升反彈時。總括來說，我們略為看好歐洲股市。歐洲市場勢將受惠於正面的策略性因素（市場配置低和資金流入增加，加上中美兩國落實首階段貿易協議，以及歐洲央行的政策立場）。考慮到目前所處的周期階段，其估值令人看好。

### 日本股市

日本政府公佈規模第三大的經濟方案：金額達 26 萬億日圓，其中三分之一將用作直接刺激經濟。預期日本國會將於 1 月底批准 2019 財年的追加預算，並將展開 4.4 萬億日圓的項目。日本央行於 12 月暫停縮減購買日本政府債券的規模。消費信心的跌幅一度超過 2014 年，最終有所反彈。每周零售銷售跟隨消費信心改善，錄得三個月以來的首次按年升幅。消費開支（不包括公用事業費用但包括服務）的按年跌幅繼續收窄。當局宣佈推出大規模經濟刺激措施，有助提升改善幅度。企業方面，儘管出口量仍然低於一年前的水平，但終於停止惡化。工業生產嚴重萎縮，主要源於汽車銷售停滯拖累汽車和鋼材業，而電子業的復甦未能完全抵銷有關跌幅。然而，12 月的短觀調查結果顯示，儘管銷售和利潤持續疲軟，但企業依然有意擴大資本投資。企業加快更換舊設備和工具，以提升生產力及應對勞工短缺。結構投資方面，為迎接 2020 年東京奧運會，服務業加強翻新酒店和商店。日本股市表現造好，日本 Topix 指數季內上升 8.4%，日經指數上升 8.9%。

繼第四季國內生產總值按季萎縮後，預期結合寬鬆的財政及貨幣政策將促使當地經濟在 2020 年重新加速。在刺激經濟措施（為兩年的國內生產總值增加 0.7%）及新公佈的宏觀經濟數據支持下，我們向上調整經濟增長和通脹預測。預期 2020 年及 2021 年的國內生產總值增長分別為 0.9% 及 0.8%，2020 年及 2021 年的通脹率（按年消費物價指數）則分別為 0.8% 及 0.6%。在 12 月份會議上，日本央行一如廣泛預期保持政策不變。前

瞻性指引與上次會議保持不變：若地緣政治風險再度增加及日圓顯著走強，日本央行仍可考慮在 2020 年加推寬鬆措施。預期未來 12 個月將減息一次，幅度為 0.1%，但須符合以下兩個條件。首先，下調短期利率目標必須配合日本央行重組有關經常賬存款的三層利率架構，以緩和對金融機構的不利影響。其次，日本央行顯然致力避免長債收益率下跌，以維持收益率曲線的斜率。整體而言，我們對日本股票保持中性。日本股票回升，但其估值仍具吸引力。日本股市屬周期性質，有望受惠於周期性反彈，而中美首階段貿易協議亦將刺激貿易，利好投資氣氛。企業正致力減債和增加回購。然而，日本股市仍然較受日圓動態影響，對中美貿易爭議的微妙發展亦表現敏感。因此，我們偏向對日股保持中性立場。

### 亞洲（日本除外）股市

經過多個季度表現相當負面後，亞洲終於在台灣和韓國的推動下得以改善宏觀經濟動力。南韓在十二月首 20 日出口（對外領先指標之一）出現靠穩跡象（即使處於偏弱水平）。基數效應略為緩和 11 月的負數值。區內通脹數據仍然非常溫和。值得注意的是，11 月份數據再次反映印度和中國的食品籃子成份價格（以及印度的燃料價格）高於預期，兩者按年升幅分別為 5.5% 及 4.5%。新興市場央行維持寬鬆的政策利率，但步伐較早前緩慢。在通脹水平接近目標區間上方的支持下，印度儲備銀行在 12 月出乎意料保持利率不變（5.15%）。印尼宣佈把財赤目標調整至佔國內生產總值的 3% 以上。中美貿易協議的前景好轉，令市場對環球需求和企業盈利回升的展望樂觀，尤其是科技業。亞洲（日本除外）股市的盈利預測在 12 月上調，其中印尼、馬來西亞、南韓、新加坡和台灣均向上調整盈利預測。亞洲股市是承險投資情緒下的最大受惠者。MSCI 亞洲（日本除外）指數上升（6.7%），表現遠優於 MSCI 世界指數（3.0%）。鑑於聯儲局立場溫和及貿易摩擦緩和，美元貶值，促使大部份亞洲（日本除外）貨幣兌美元上升。

新興市場的 2020 年經濟增長前景樂觀。我們預期亞洲繼續受惠於貿易談判的進展。對外方面，中美簽署首階段協議應能令市況略為靠穩。繼 9 月實施新一輪關稅導致新興市場出口進一步下跌後，最近發佈的 11 月和 12 月數據反映輕微回穩跡象（儘管提供 12 月份數據的國家不多）。一般而言，亞洲經濟體的政策取向仍然偏向寬鬆。展望未來，流動性狀況將繼續有利經濟增長。有零散跡象顯示亞洲新興市場的財政立場更趨寬鬆。

印尼在 12 月通過進取的 2020 年預算法。南韓、菲律賓和印度亦宣佈擴大開支計劃。我們繼續看好呈現若干觸底回升跡象的韓國。韓國穩佔優勢，能受惠於環球經濟周期的短期溫和復甦，而當地股市已經反映不少負面消息。我們稍為看好亞洲（日本除外）股市。踏入 2020 年，隨著中美兩國簽署首階段協議，並展開第二階段的談判工作，貿易緊張局勢已經降溫，預期亞洲（日本除外）股市保持暢旺。按相對價值計算，亞洲股票具吸引力。我們看好本土消費主題。

### 中國及香港股市

大部份受關注的經濟數據反彈（房地產業數據除外），符合市場此前預期數據回穩的觀點。然而，經濟狀況仍然頗為低迷。出口持續減少，進口輕微增加，因此對美國的貿易順差持續收窄。食品成份價格帶動整體通脹繼續升溫，但核心通脹和工業生產者出廠價格指數仍然疲弱（核心居民消費價格通脹按年穩升 1.4%）。於 2020 年 1 月 1 日，中國人民銀行（人行）降準 0.50%，由 10.5% 下調至 10.0%。是次降準覆蓋全面，有望為金融體系注入流動性。

中美首階段貿易協議文本已敲定。中央經濟工作會議定出未來一年的目標（尚未正式公佈）：穩定增長，政策組合不變，提高增長質素。隨著香港社會持續動盪，嚴重打擊消費和旅遊相關領域，經濟活動進一步放緩。零售銷售自 6 月以來失去動力，在 10 月按年收縮 26.2%，是 1982 年以來最急劇的跌幅。中國股市在 2019 年底顯著高收，12 月報升 8.3%，全年錄得 23.5% 的可觀升幅。中美兩國達成首階段貿易協議成為股市強勁高收的主要因素。香港股市亦受惠於貿易協議的消息，在 12 月上升 4.0%。

我們確認 2020 年中國國內生產總值增長預測低於 6%（2020 年和 2021 年：按年 5.8%）。中國的政策組合將維持其刺激經濟立場，但遠不及近年實行的大規模刺激經濟措施。當局將推行擴張性財政政策及寬鬆貨幣刺激措施，藉以為 2020 年經濟帶來正面影響。一如市場預期，人行延續寬鬆政策立場，並採取一切認為是必要的政策措施。最新整體通脹數據（12 月按年升 4.5%，與 11 月持平）應不會窒礙人行維持寬鬆立場。我們看好中國股票，並繼續偏好代表本土經濟行業的 A 股市場。這市場應最能受惠於刺激性經濟政策。此外，MSCI 按原定計劃逐步增加 A 股納入因子，可望繼續為資金流帶來支持。香港方面，抗議行動歷時六個月後，緊張氣氛仍然高漲，而且仍未出現結束跡象。雖然個別港股估值吸引，但除非社會回復平靜，否則欠缺催化因素促使價格上升。我們略為看淡香港股票，因本土社會問題尚未得到解決。

### 環球債券

在 12 月份，中美兩國就貿易協議達成共識，加上經濟數據略為回穩／改善，令固定收

益市場普遍受壓。然而，債券收益率的絕對水平亦影響整體回報，歐洲及其負收益債券的表現遠遜於美國，後者的債券收益率和票息較高，可為價格提供抗跌保障。聯儲局仍然透過注入流動資金支持短債，因此短債收益率實際上在 12 月和第四季下跌，美國兩年期債券收益率在 12 月跌 0.04% 至 1.57%，季內亦錄得 0.05% 的跌幅。長債方面，美國十年期債券收益率在 12 月初為 +1.78%，月底收報 +1.92%（第四季累升 0.25%），而 30

年期債券收益率則在 12 月上升 0.18%，第四季升 0.28%，年底收報 2.39%。備受市場關注的兩年期與十年期美債息差由第三季末的 0.05% 大幅擴闊至年底時的 0.35%。季內平衡通脹率的走勢穩步上揚，在 10 月初為 1.52%，季末以接近高位收市報 1.79%。歐洲固定收益市場大致跟隨美國國庫券走勢，但削減長存續期部署令遜色表現略為加劇。歐元和美元高收益債券息差在 12 月的收窄幅度創下紀錄，佔 2019 年整體息差收窄幅度的四分之一（按年收窄 2%，12 月約佔 0.50%）。

預期始於 2018 年中的環球經濟放緩趨勢將延續至 2020 年，反映大部份國家的增長低於潛力。因此，通脹勢將維持受控，並低於央行目標。除了製造業持續疲弱之外，通脹低迷亦是寬鬆貨幣政策的必要條件。在此環境下，名義利率將繼續走低，平衡通脹率亦將在低於標準的區間徘徊，因此實質收益率不會大幅偏離歷史低位。市場定價反映在未來 12 個月，聯儲局將會減息 0.20%，歐洲央行則會保持利率不變。目前，美國十年期名義債券收益率似乎未有出現錯位，符合市場對增長和通脹的預期。中期而言，美國國庫債券收益率可望在 1.70% 至 2.00% 的區間徘徊。我們繼續建議維持正面信貸配置，因為持續追求收益的趨勢和技術因素（尤其是歐洲）令這類資產在周期後段的環境下仍受追捧。目前估值偏高，特別是高收益領域，因此審慎挑選是關鍵所在。我們繼續對歐洲周邊國家息差維持正面觀點，以作為提高收益的策略。我們對政府債券持中性立場，並看好企業信貸。

投資涉及風險，過往之表現不能作為將來表現之指引，成份基金價格可升可跌。投資者如需詳細資料包括風險因素，請參閱 BCT 積金之選及 BCT(強積金)行業計劃總說明書。

提供本文件所載資料，目的只是作為參考用途，不構成任何招攬和銷售投資產品。有意投資者應注意該等投資涉及市場風險，故應視作長線投資。

- 「BCT 銀聯集團」
- 銀聯金融有限公司（計劃保薦人）
  - 銀聯信託有限公司（受託人及行政管理人）

由銀聯金融有限公司刊發

本「市場前瞻」內容由東方匯理資產管理香港有限公司提供