




「黑天鵝」新冠病毒在全球市場上蒙上了陰影

投資市場	BCT 投資觀點	摘要
股票		
美國		我們對美國股票維持審慎中性觀點，在低信貸息差及利率的支持下，美股估值合理。然而，盈利需要增長，股價方能進一步上升。令人鼓舞的是，低利率及生產成本的滯後影響將實際有助推動企業盈利。
歐洲		我們略為看好歐洲股市。預期製造業反彈、失業率低、貨幣政策寬鬆、財政刺激措施及中美達成首階段協議，將為歐洲股市帶來支持。
日本		我們對日本股票保持中性：日本企業基本因素保持穩健，溢利錄得增長，回購持續增加，同時槓桿比率仍然偏低。然而，若地緣政治風險再現，日本企業（大部分為出口商）將容易受到日圓升值影響。
亞洲 (日本除外)		我們稍為看好亞洲（日本除外）股市。貿易戰降溫、利率偏低、財政政策寬鬆，加上憧憬美元有限度升值，中期可為新興市場股市帶來支持。
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。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。我們對香港市場保持中性。疫情帶來的一大好處是抗議活動顯著減少，市面稍為回復平靜。
環球債券		
政府債券		我們對政府債券持中性立場，並看好企業信貸。新冠病毒疫情的不確定性令收益率的潛在反彈幅度受限，並導致現行價格出現調整，以反映環球宏觀前景轉趨不明朗。
信貸		

比重尺度			
	偏低比重	中性	偏高比重

美國股市

美國標準普爾 500 指數在 1 月 17 日創歷史新高，但月底低收，輕微下跌 0.04%。覆蓋範圍較窄的道瓊斯 30 指數表現遜於標準普爾 500 指數，月內下跌 0.99%，納斯達克指數則升 1.99%。在 1 月份，增長股延續近期走勢，升 2.20%，表現優於跌 2.82% 的價值股。美國第四季國內生產總值升 2.1%，政府開支（國防開支）、住宅固定資本投資和出口錄得增長，為經濟擴張帶來正面貢獻。但有關升幅被進口下跌 8.7%、非住宅固定資本投資下跌 1.5% 及私人庫存投資減少所抵銷。美國製造業增長放緩，IHS Markit 製造業採購經理指數在 1 月下跌至 51.9，而服務業活動蓬勃，IHS Markit 服務業採購經理指數上升至 53.4。新型冠狀病毒肺炎（新冠病毒）對 1 月份採購經理指數的影響非常有限，因為調查是於疫情爆發初期進行。內需持續放緩，投資開支受到的打擊比私人消費更嚴重。營商氣氛調查顯示服務業表現強韌及製造業仍然疲弱，但出現暫時觸底的跡象。儘管短期實現輕微升幅（核心及整體通脹率 2.3%），通脹仍然溫和；但核心個人消費開支（按年 1.6%）仍然接近但低於聯儲局的目標水平。聯儲局認為現時的政策立場合適並經過仔細調整，足以支持經濟溫和增長及保持勞工市場穩健。然而，由於我們預期經濟增長將令人失望，估計 2020 年會再減息一次。

預期美國實質國內生產總值增長逐步放緩至潛力水平（我們預期 2020 年按年增長 1.9%），各項增長動力的範圍收窄。儘管我們仍然預期美國消費全年將錄得「平均」表現，並將成為美國主要增長動力，但投資將會放緩，尤其是非住宅投資。與上期相比，由於住宅投資不再拖累增長，因此我們上調其表現預測。隨著經濟放緩趨勢持續，預期聯儲局將於上半年下調聯邦基金利率 0.25%。美元強勢為聯儲局提供放寬政策的空間。在低利率及信貸息差的支持下，美股估值顯得合理。鑑於聯儲局在 2019 年立場溫和，低利率及其他生產成本的滯後影響現時應可推動企業盈利。此外，標準普爾 500 指數中約 40% 的盈利依賴企業的國際業務，因此美元貶值將帶來正面影響。盈利增長將主要來自企業綜合計算國際業務的盈利，繼而帶動 2020 年的回報上揚。我們對美國股票維持審慎中性觀點，在低信貸息差及利率的支持下，美股估值合理。然而，盈利需要增長，股價方能進一步上升。令人鼓舞的是，低利率及生產成本的滯後影響將實際有助推動企業盈利。整體而言，我們看好價值股多於增長股及低風險股票。

歐洲股市

歐洲方面，股市普遍錄得負回報，MSCI 歐洲指數下跌 1.66%（以當地貨幣總回報計算）。MSCI 歐洲貨幣聯盟指數及歐盟 STOXX 50 指數表現較為遜色，月內分別報跌 1.79% 及 2.66%。丹麥及芬蘭股市等較具防禦力的指數皆錄得正回報。宏觀經濟數據方面，根據初步數據，歐元區第四季國內生產總值按季僅上升 0.1%，是自 2013 年首季歐元區經濟萎縮以來表現最遜色的一季。法國及意大利第四季經濟收縮，西班牙則加速增長。歐元

區第四季增長僅比去年上升 1.0%，較上升 1.2% 的第三季放緩。第四季銀行貸款調查確認消費業相對暢旺，家庭淨需求普遍強勁；但儘管貸款條件及標準大致保持不變，企業的整體貸款需求依然疲軟。根據初步數據，歐元區的通脹率由去年 12 月的 1.3% 上升至今年 1 月的 1.4%。核心通脹指標（不包括價格較波動的能源、食品、酒精及煙草）處於 1.1%，是自去年 10 月以來的最低水平。相反，整體通脹率由 1.3% 上升至 1.4%，是自去年 4 月以來的最高水平。歐元區失業率從 11 月的 7.5% 下跌至 12 月的 7.4%，是自 2008 年 5 月以來的最低水平。在歐盟最終通過英國脫歐協議後，英國於 1 月 31 日（周五）正式脫歐，但距離完全脫歐尚有大量工作需要處理。目前，雙方期望在今年年底前達成新的貿易協議。

歐洲經濟好淡紛呈：繼 2019 年表現欠佳後，德國和意大利的增長趨勢改善；法國的增長率保持接近潛力水平；而西班牙則出現放緩。整體而言，歐元區經濟在潛力水平靠穩，未來動力加快的跡象目前不多。事實上，採購經理指數仍然受到關注，貿易戰降溫並不足以消除對採購業造成的不利影響。採取寬鬆財政政策的跡象仍然只限於個別國家，區內各國暫時尚未就此進行協調。理論上，各國有可能進一步推行寬鬆財政政策，尤其當經濟惡化及反彈乏力時。由於增長回穩支持通脹逐步上行，預期歐洲央行不會在這環境下加推寬鬆措施。英國方面，繼去年經濟放緩後，預期國內生產總值增長將於 2020 年初稍為回升，但英國與歐盟日後的關係為未來經濟前景帶來不明朗因素。然而，與歐盟之間的未來貿易框架帶來的不確定性將繼續窒礙投資。總括來說，我們略為看好歐洲股市。預期製造業反彈、失業率低、貨幣政策寬鬆、財政刺激措施及中美達成首階段協議，將為歐洲股市帶來支持。此外，歐洲企業普遍的環境、社會及管治（ESG）狀況良好。鑑於 ESG 因素未來將對投資者定價日益重要，因此整體利好歐洲股市。市場錯位繼續帶來買入周期價值股的機會。

日本股市

東京股市五個月來首度下跌，日本東證股價指數指數跌 2.14%，日經指數則跌 1.91%。月初的地緣政治問題及其後中國爆發新冠病毒，令市場憂慮農曆新年假期期間的入境旅客量會受到負面影響，導致股票價格反覆不穩。此外，市場憂慮環球供應鏈中斷，令處於困境的汽車業進一步受壓。隨著疫情擴散至歐美地區，加劇市場對環球經濟放緩的擔憂，日本股市在 1 月 27 日急跌。汽車電子和建築機械業公司業績欠佳，令有關跌勢加劇。市場回落至去年 11 月錄得的水平。日本國會通過 2019 財年的追加預算，當中包括近期推出的龐大經濟計劃的一部份。此外，由於日本央行自 12 月起暫停繼續縮減購買日本政府債券，促使基礎貨幣加速擴張。繼增值稅上調導致消費疲軟後，消費開支終於開始呈現回升跡象。日本內閣辦公室初步估計，2019 年 12 月第四季的國內生產總值按年下降 6.3%，是自 2014 年增稅以來的最大跌幅。在疫情打擊下，日本入境旅客量首當

其衝；現時日本三分之一的海外旅客來自大中華地區，區內民眾在農曆新年假期一般有慶祝活動。汽車業銷情欠佳，供應鏈中斷或會加劇汽車業的問題。

日本經濟持續出現令人鼓舞的跡象，內需呈現溫和升勢。然而，日本內需的上升趨勢受阻於新冠病毒的爆發。外需仍然疲弱，12 月份出口連續第 13 個月錄得跌幅。預期獲通過的追加預算將在未來兩年推動國內生產總值增長 0.7%。根據我們的最新預測，2019 年、2020 年及 2021 年的實質國內生產總值按年增長分別為 1.2%、0.7% 及 0.8%。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 0.10%，但須符合兩個條件。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。我們對日本股票保持中性：日本企業基本因素保持穩健，溢利錄得增長，回購持續增加，同時槓桿比率仍然偏低。然而，若地緣政治風險再現，日本企業（大部分為出口商）將容易受到日圓升值影響。周期因素利好日本，但短期內疫情恐慌可能主導大市。當年爆發嚴重急性呼吸道綜合症（SARS）期間，日本是跟隨香港最後反彈的市場之一。因此，我們保持中性立場。

亞洲（日本除外）股市

美國和伊朗之間的緊張局勢在上半月升級，加上中國爆發新冠病毒，削弱投資氣氛，並使亞洲股市廣泛出現拋售。由於疫情的不確定性令環球貿易活動的樂觀前景蒙上陰影，MSCI 世界指數在 1 月下跌 1.08%，而 MSCI 新興市場指數及 MSCI 亞洲（日本除外）指數分別下跌 3.0% 及 4.5%。南韓、台灣及中國等經營大量半導體業務的地區出口流量暢旺，支持區內經濟情況改善。儘管區內通脹數據在 12 月份普遍上升，但水平仍然非常溫和。12 月份值得注視的數據再次來自印度和中國，兩地的食品籃子成份為通脹帶來顯著貢獻，按年升幅分別為 7.4% 及 4.5%。由於經濟增長及外部風險令人憂慮，馬來西亞央行在 1 月份出乎意料下調其參考政策利率 0.25% 至 2.75%。預期中國疫情擴散將對鄰近國家造成負面影響，尤其是入境旅客量龐大的國家，例如泰國及越南。鑑於預期疫情為企業盈利帶來負面影響，該地區的 2020 年至 2021 年盈利已分別較上月下調 2.6% 及 2.1%，情況並不令人意外。印度、台灣及印尼的 2020 年盈利預測輕微向上修訂，而泰國、韓國及新加坡則向下修訂 3% 至 9%。

資本市場受到疫情恐慌及其對環球增長的潛在拖累所困擾。現時斷定事件將帶來甚麼影響仍言之尚早，我們正密切注意疫情發展。由於仍然存在眾多變數，目前難以預測疫情如何、何時甚至能否受控，但全球各地積極採取嚴格措施，能稍為穩定市場對疫情受控的信心。與 2003 年相若，預期中國和其他亞洲市場將同時採取寬鬆的財政及貨幣措施，

以支持經濟增長。印度方面，國內經濟活動指標好淡紛呈：整體低迷的經濟環境出現初步回升的跡象，但通脹出乎意料地上升，印度儲備銀行可能需要進一步上調基本預測，短期內進一步推遲政策利率決定。我們稍為看好亞洲（日本除外）股市。貿易戰降溫、利率偏低、財政政策寬鬆，加上憧憬美元有限度升值，中期可為新興市場股市帶來支持。除非「高度不明朗因素」危及並打擊環球經濟（這並非我們的假設），否則價格過度下跌可為投資者締造入市機會。關鍵仍在於分散投資及審慎選股，我們看好基本因素穩健，但跟隨大市遭到拋售的優質股。

中國及香港股市

亞洲股市在 1 月份普遍下跌。恒生中國企業指數（H 股）跌 8.31%。鑑於市場憂慮中國疫情的影響，恒生指數跌 6.66%。此外，穆迪表示香港缺乏解決反政府抗議活動的可行計劃，因此把香港的長期信貸評級下調一級。大部份受關注的中國經濟數據在 12 月反彈（房地產及基建投資穩定）。一如預期，2019 年第四季的國內生產總值按年增長 6.0%。儘管數據回升，但武漢突然爆發新冠病毒，對中國經濟增長造成嚴重下行風險。12 月份整體通脹保持穩定，按年升 4.5%，食品價格變動輕微。政策組合再次證明只能帶來輕微支持：人民銀行在年初下調存款準備金率 0.50%，1 月維持貸款市場報價利率在 4.15% 水平不變。中國當局在 1 月底宣佈一系列措施，以應對疫症帶來的顯著拖累及穩定市場信心，包括提供充足流動資金，加大信貸支持（尤其是對受疫症影響的地區和行業），紓緩受困企業及個人的債務負擔，以及微調去槓桿政策。

疫情將導致中國國內生產總值增長下跌。假設疫情持續時間短暫，封城措施逐步解封，我們把首季國內生產總值增長預測由按年 5.8% 下調至 4.5%，2020 年國內生產總值增長則由按年 5.8% 下調至 5.6%。為刺激消費及鼓勵經濟活動，人行或會下調存款準備金率至少 0.50%，降低貸款市場報價利率，免除特定行業費用，甚至放寬樓市管控，以為市場體系注入流動資金。整體而言，我們審慎挑選對香港和中國的投資。我們對香港市場保持中性。疫情帶來的一大好處是抗議活動顯著減少，市面稍為回復平靜。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。若湖北省以外地區疫情再度加快擴散，香港和中國市場可能受挫，屆時我們將需要檢討對當地的投資，但現階段我們仍然傾向看好中國。

環球債券

上半月經濟樂觀氣氛升溫，刺激美國國庫券收益率上升；其後市場日益憂慮中國新冠病毒疫情擴散，投資者轉投債券投資。美國經濟看來可在未來一年取得穩健就業增長和保持通脹穩定，因此聯儲局在 1 月 29 日的會議上保持利率不變。儘管貿易不明朗因素已

經減退，亦有跡象顯示環球經濟增長回穩，但前景依然面對陰霾，包括中國疫情的影響。聯儲局嘗試透過上調超額儲備利率 0.05%，令回購市場正常化，但影響收益率曲線的主要因素在於市場近期關注疫情對環球經濟增長造成的拖累。短債收益率在 1 月下跌，美國兩年期債券收益率跌 0.26%，月底收報+1.32%。較長期債券方面，美國十年期債券收益率收報+1.51%。1 月平衡通脹率亦下跌，月初為+1.79%，月底報+1.64%。歐洲固定收益市場跟隨美國走勢，收益率在上半月攀升，下半月則回落。由於歐元區增長存在下行風險，歐洲央行保持政策利率不變，銀行隔夜存款利率保持在-0.50%的紀錄低位。該行亦宣佈將對其通脹目標及工具進行「策略性檢討」。德國十年期債券收益率在負利率區間進一步下跌，月底收報-0.44%。月內，德國兩年期債券收益率跌 0.06%至-0.67%。表現最出色的債券之一是意大利政府債券。薩爾維領導的北方聯盟未能在月初舉行的關鍵地區選舉中勝出，令政治風險減低，意大利政府債券因而受惠。

與市場預期一致，我們的基本預測是聯儲局將於 2020 年再度減息，以維持寬鬆的金融狀況，並保持美國經濟的增長勢頭。新冠病毒疫情的不確定性令收益率的潛在反彈幅度受限，並導致現行價格出現調整，以反映環球宏觀前景轉趨不明朗。投資者繼續追求收益，尤其意大利收益率曲線是少數收益率處於吸引的正利率市場。因此，我們繼續看好意大利 30 年期政府債券多於德國 30 年期政府債券。信貸方面，儘管相關資產類別的估值偏高，但繼續受到現行周期後段的環境及技術因素支持，特別是在歐洲（目標長期再融資操作、歐洲央行第二輪量化寬鬆措施）。我們看好歐元區投資級別債券多於美國投資級別債券，因為前者的槓桿水平較佳。其他地區方面，通脹溫和、利差吸引、新興市場央行立場溫和，加上相對收益率強勁，均為新興市場硬通貨債券帶來支持；不過我們建議對沖存續期及貨幣風險，而從風險回報水平來看，我們暫時偏好硬通貨債券多於本幣債券。儘管基本因素及技術因素在 2020 年可能仍為環球債券帶來支持，但目前估值顯得偏高，難以發掘投資價值，尤其是聯儲局進一步放寬政策及新興市場貨幣短期走強的空間有限。我們仍然頗為看好新興市場債券前景，但認為現時應當採取較審慎的立場，因為 2019 年的強勁表現已成過去。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