

新冠病毒大流行下的拋售潮

投資市場	BCT 投資觀點	摘要
股票		
美國		我們看淡美國股票。策略性投資主題已經更改，因為有關主題取決於全球經濟初步復甦，但現階段經濟將會延遲復甦，導致周期性股票的表現遜於防禦性股票。
歐洲		我們看淡歐洲股票。疫情爆發將推遲預期周期性復甦，並促使我們採取較審慎的策略。未來企業盈利前景對識別潛在價值領域依然關鍵。
日本		我們對日本股票保持中性：日本企業債務較低，利潤亦日益增長。然而，隨著新冠肺炎疫情蔓延，以及一旦地緣政治風險浮現，日圓將會因具避險性質而升值。
亞洲 (日本除外)		我們對亞洲股票保持中性。部份亞洲股票的估值較已發展市場更具吸引力，加上預期企業盈利將會增長，均有望支持亞洲股票，但短期內可能持續波動。
中國及香港		我們略為看好中國股票（相對於新興市場）。MSCI 中國指數本年至今已下跌 3.9%，估值顯得具吸引力。然而，近期疫情爆發為金融市場帶來不明朗因素。 我們對香港股票保持中性，香港指數的 30% 成份股受到環球貿易影響，而且經濟增長因疫情發展而持續不穩。
環球債券		
政府債券		我們看好政府債券；雖然我們對部份持倉獲利套現，但仍然看好美國，因為避險需求很可能為美國國庫債債券帶來支持。 我們看好信貸債券。有關領域仍然不乏投資機會，但審慎挑選至關重要。
信貸		

比重尺度			
	偏低比重	中性	偏高比重

美國股市

標準普爾 500 指數在 2 月 19 日創下 3,386 點的歷史新高，但月底低收，下跌 8.23%。科技股整體表現較佳，納斯達克指數跌 6.38%，而廣受關注的 FANG+ 指數則微跌 0.54%。覆蓋範圍較窄的道瓊斯 30 指數月內則跌 10.07%。由於勞工市場穩健，加上消費開支的零售銷售趨勢向好（撇除基數效應），消費市道持續造好。繼工時及時薪增長率下跌後，勞工收入增長放緩，幅度與我們的預期相符。聯儲局主席鮑威爾表示新冠病毒（新冠病毒）疫情所帶來的「風險（迅速）演變」，顯示當局對寬鬆政策持開放態度，並迅速付諸實行，於 3 月 3 日減息 0.50%。鑑於金融市場持續受到嚴重衝擊，聯儲局於 3 月 15 日（周日）緊急減息 1%，並推出總值 7,000 億美元的大規模量化寬鬆措施。石油輸出國組織（油組）與夥伴國無法達成減產協議，油價隨即下跌約 20%。能源業至今表現疲軟，完全是因為新冠病毒造成需求衝擊，部份市場人士憧憬油組能繼續提供若干支持。鑑於現時期望落空，能源業面對供求失衡問題。

我們預期信心指標受挫，全球採購經理指數下跌最終會拖累盈利表現。美國經濟應較為強韌，因為其內需強勁，但全球應對疫情擴散的反應緩慢，將對美國造成影響。中期而言，預期美國經濟將延續其溫和擴張步伐，主要是受個人消費支持。只要貨幣及財政行動迅速落實，當地經濟增長潛力將不會受損。當疫情穩定，經濟將會反彈（較有可能在今年下半年），並收復部份失地：屆時供應衝擊將會消失，「潛在需求」將如預期般出現。聯儲局在上周及周末所採取的行動，旨在應對金融狀況緊張、實質利率急跌及通脹預期下挫至低於 1%。最後，注入流動資金最終有望緩和貨幣市場的融資壓力，以及顯著收窄跨貨幣的基點差價。每股盈利增長預測仍然過高，可能因疫情影響而下調。我們看淡美國股票。策略性投資主題已經更改，因為有關主題取決於全球經濟初步復甦，但現階段經濟將會延遲復甦，導致周期性股票的表現遜於防禦性股票。

歐洲股市

所有主要股票市場均錄得負回報，MSCI 歐洲指數低收 8.25%。MSCI 歐洲貨幣聯盟指數及歐盟 STOXX 50 指數月內分別報跌 8% 及 8.46%。部份市場跌幅有限，例如具防禦性的丹麥股市指數下跌 4.31%，北歐及芬蘭股市指數均跌 6.39%。其他歐洲市場的表現更遜色，德國 DAX 指數跌 8.41%，法國 CAC40 指數則跌 8.55%。由於貿易戰和英國脫歐的事態發展向好，情況較預期為佳，因此歐元區綜合採購經理指數 2 月份上升至 51.6。德國的 1 月份製造業數據亦反映情況有所改善。服務業仍處於擴張區間。然而，鑑於新冠病毒的消息削弱需求，下半月的經濟數據動力惡化。歐元區 12 月份通脹輕微回升，但我們預期整體通脹不會顯著上升，而是逐步趨向 1.5%。然而，2019 年經濟增

長疲軟，將令當地通脹壓力緩和。英國國家指數的表現最遜色，富時 100 指數跌 8.99%，因該指數包含商品及基本材料股。由於英國經濟的基本動力持續呈現放緩跡象，2019 年最後三個月的國內生產總值增長持平。然而，在政治陰霾減退後，製造業從長時間的跌勢中回升。

歐元區方面，受到工資溫和增長及整體勞工市場造好的支持，內需似乎成為未來主要增長動力，整體消費穩健。然而，在新冠病毒疫情爆發及環球貿易疲軟下，經濟數據動力惡化。德國及歐元區 2 月份採購經理指數初值反映疫情爆發的影響，採購經理指數的出口訂單分類成份急跌，付運時間延長。隨著各國嘗試遏止疫情擴散，導致生產出現中斷，上述影響可能在 3 月份進一步加劇。儘管再度減息的空間有限，但歐洲央行指出由於宏觀經濟及金融市場前景面對風險，因此跟隨其他主要央行對加推寬鬆措施持開放態度。央行表示將採取「適當的定向措施」，意味其將加大力度支持流動性及金融狀況；預期歐洲央行將集中擴大量寬措施及重啟長期再融資操作。央行仍可選擇繼續減息，但貨幣刺激措施的傳導成效似乎不及其他措施。總括來說，我們看淡歐洲股票。疫情爆發將推遲預期周期性復甦，並促使我們採取較審慎的策略。未來企業盈利前景對識別潛在價值領域依然關鍵。

日本股市

疫情發展令日本股市連續第二個月下跌。日本東證股價指數及日經指數分別下跌 10.28% 及 8.89%，回落至去年 9 月錄得的水平。中國人民銀行向銀行系統注入龐大流動資金，以緩減疫情對金融市場的影響，刺激日本股市在月初高開，並上試其走高潛力。此外，中國決定取消對部份美國產品實施的反制關稅，使投資者感到鼓舞。然而，市場隨後出現大規模拋售，止跌回升的走勢迅即逆轉。超過 40% 企業公佈的第四季業績欠佳，較初步預測低 10% 以上。經濟方面，由於上調銷售稅及颱風的影響，第四季年率化國內生產總值收縮 6.3%。外需仍然疲弱，導致出口下跌。蘋果公司發出警告，指其首季銷售將因疫情擴散而低於估計，拖累日本股市陷入困境。隨著疫情蔓延至中東及歐洲，加上一艘停泊在日本的遊輪受新冠病毒嚴重影響，導致數名乘客死亡，促使投資者在月底加快沽售。繼道瓊斯工業平均指數錄得最大跌幅後，日本股市在最後一個交易日急挫。

由於新冠病毒的風險與日俱增，經濟前景顯得更加脆弱，我們已把 2020 年及 2021 年的國內生產總值增長預測分別下調至 0.3% 及 0.7%。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 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。日本央行表示將透過適當的市場操作及購買資產（5,000 億日圓）措施，提供充裕的流動資金，以確保金融市場穩定，與其他國家央行的聲明一致。因此，我們預期將有更多流動資金注入金融體系，並維持早前的預測，認為日本央行將於未來 12 個月減息。我們對日本股票保持中性：日本企業債務較低，利潤亦日益增長。然而，隨著新冠病毒疫情蔓延，以及一旦地緣政治風險浮現，日圓將會因具避險性質而升值。鑑於大部份日本企業屬於出口商，因此可能易受日圓升值所衝擊。

亞洲（日本除外）股市

新冠病毒疫情恐慌令全球不明朗因素加劇，導致 MSCI 世界指數及 MSCI 新興市場指數分別下跌 8% 及 8.6%。此外，MSCI 亞洲（日本除外）指數表現較佳，下跌 2.91%，中國股市上升利好其表現。環球貿易數據顯示貿易增長在 2019 年第四季持續下滑。由於疫情令供應鏈中斷，亞洲製造業活動萎縮，而材料及主要組件短缺，使亞洲廠房暫時停產，其中包括汽車製造商、手提電話、建築材料及建造業。在環球經濟增長令人關注及通縮恐慌下，全球央行的政策前景轉趨溫和。綜觀亞洲，新加坡、香港、中國、南韓、泰國和馬來西亞宣佈一系列措施，包括貨幣寬鬆及財政擴張政策，以刺激當地經濟。鑑於預期企業盈利將受到負面影響，區內盈利預測進一步下調，以菲律賓、新加坡、台灣和中國的調整幅度最大。大部份亞洲貨幣兌美元貶值。表現最遜色的亞洲新興市場貨幣包括印尼盾（-4.9%）、馬來西亞林吉特（-2.9%）及新加坡元（-2.2%），而人民幣（-1.2%）及印度盧比（-1.1%）的波幅較低。

財政機關可能透過大規模擴大財政開支，致力恢復生產及消費趨勢，從而支持經濟前景。然而，部份國家的操縱空間有限，未必能推出有效的逆周期政策工具。中國經濟受到的衝擊波及亞洲國家，影響主要涉及出口和旅遊業。我們對款客服務、航空及非必需消費品等中國出口及旅遊相關行業非常審慎。因此，我們繼續監察受中國遊客需求支持的企業，例如在泰國、韓國和菲律賓等國家上市的企業。鑑於疫情擴散的情況未明，而且全球各地企業的應對方式屬前所未見，我們認為不明朗因素異常高企。在面對重重陰霾的情況下，我們認為必須降低所承擔的風險。我們對亞洲股票保持中性。部份亞洲股票的估值較已發展市場更具吸引力，加上預期企業盈利將會增長，均有望支持亞洲股票，但短期內可能持續波動。我們聚焦於本土消費相關企業，他們相對不受新冠病毒疫情影響，以及有望受惠於強勁內需或價值鏈持續遷移（例如印尼和越南），我們密切關注受中國旅遊業和貿易直接影響的股票。

中國及香港股市

經歷 2 月份市場波動後，中國股市仍然強韌，上升 1.0%。MSCI 香港指數下跌 1.4%。中國方面，當地股市在 2 月初遭拋售，但當局推出新的貨幣和財政政策措施，以控制新冠病毒疫情的影響及穩定經濟，帶動市場迅速回升，尤其在貨幣政策方面，中國人民銀行在下半月把逆回購利率／中期借貸便利利率／貸款市場報價利率分別調低 0.10%。地方政府亦進一步放寬房地產政策；中央政府加大對企業（尤其是中小企）的信貸支持力度。財政刺激政策方面，政府實施定向減稅降費措施，並放寬失業救濟金的領取資格。中國的 1 月份通脹按年躍升至 5.4%。受到農曆新年效應及疫情的早期影響（主要是食品價格）支持，1 月份消費物價指數回升。核心通脹保持在按年 1.5% 的偏低水平。就貿易數據而言，出口錄得 7.9% 增長。香港方面，本港第四季本地生產總值增長 0.4%，高於市場預期，但由於受到一系列負面衝擊，包括中美貿易緊張局勢、社會動盪及新冠肺炎疫情的影響，經濟極為疲弱。香港政府公佈果斷進取的財政預算案，以助本地經濟抵禦上述衝擊。根據 2 月發表的預算案，政府將推出約 1,200 億港元的短期一次性紓困措施，相當於本地生產總值近 4.1%。1 月份整體消費物價指數按年升 1.4%，主要由於政府在 1 月開始發放公屋租金及電費津貼。

中國方面，隨著生產線的中斷，採購經理指數可能會低於 50。自從與美國展開貿易戰，加上新冠病毒疫情令生產縮減，中國經濟開始放緩。中國需要在債務水平持續上升與經濟放緩之間取得平衡，這可能觸發中央政府加推刺激經濟措施。我們認為中國及香港股市面對疫情演變成全球大流行的風險因素；這宗出乎意料的事件可能只維持短時間，但卻對環球市場氣氛以至經濟造成影響。我們決定重新設定投資組合的風險水平，主要原因是疫情演變成全球大流行，已成為供求問題的核心。除此之外，我們正注視各國央行公佈的經濟數據和採取的措施，偏好財政寬鬆措施多於貨幣寬鬆措施，這或許有助市場回穩。我們略為看好中國股票（相對於新興市場）。MSCI 中國指數本年至今已下跌 3.9%，估值顯得具吸引力。然而，近期疫情爆發為金融市場帶來不明朗因素。我們對香港股票保持中性，香港指數的 30% 成份股受到環球貿易影響，而且經濟增長因疫情發展而持續不穩。

環球債券

隨著股市反覆波動，波幅指數觸及 40 的水平，投資者轉投美元及美國國庫券等避險資產。核心政府債券表現強勁，十年期美國國庫券收益率月底跌至紀錄低位。信貸表現微升，巴克萊環球綜合總回報指數升 0.67%。投資者開始消化新冠病毒可能擴散至已發展

國家，造成較大影響的消息，導致固定收益市場非常反覆，投資者轉投避險資產，推使美國債券收益率觸及歷史低位。美國債券收益率下跌，兩年期美債收益率由+1.32%跌至+0.92%，十年期美債收益率則由月初的+1.51%跌至月底的+1.15%。聯儲局在 2 月宣佈減息 0.50%，是自 2008 年環球金融危機以來首次在例會以外減息。市場波動性及流動性問題可能是觸發聯儲局緊急減息的因素。聯儲局於 3 月 15 日（周日）表示，由於新冠病毒對短期經濟增長造成影響，加上長期經濟前景面臨風險，因此減息 1%至接近零水平，並推出量化寬鬆計劃，以應對嚴重緊張的金融狀況。德國十年期債券收益率在負利率區間進一步下跌，由 2 月初的-0.44%跌至月底的-0.61%。月內，德國兩年期債券收益率跌 0.10%至-0.78%。整體而言，摩根大通歐洲貨幣聯盟政府債券指數表現持平，三至五年期指數及五至七年期指數均跌 0.03%。另一方面，摩根大通新興市場債券綜合指數+月內表現轉遜，下跌 0.82%。

鑑於宏觀環境日益不明朗，以及投資者繼續尋求避險，我們預計核心政府債券收益率將維持甚低水平，上行壓力有限。負收益債券的價值重返 14 萬億美元，繼續推動投資者轉向信貸、證券化資產和周邊國家債券的「收益綠洲」。目前，密切注視宏觀經濟形勢的發展至為關鍵。儘管宏觀流動性充裕，為企業融資提供支持，但經濟環境惡化或會影響槓桿水平最高的市場領域。我們看好政府債券；雖然我們對部份持倉獲利套現，但仍然看好美國國庫債券，因為避險需求很可能為美國國庫債券帶來支持。雖然英倫銀行立場轉趨溫和，在 3 月把利率由 0.75%緊急下調至 0.25%，從而在疫情陰霾中刺激經濟，但財政刺激措施可能推高日本及英國債券息率。我們看好信貸債券。有關領域仍然不乏投資機會，但審慎挑選至關重要。歐洲投資級別債券表現強韌，仍是我們的確信概念，因為有關資產類別應可受惠於歐洲央行的政策計劃，尤其是金融業後償債券。在新冠病毒風險爆發前，經濟數據和企業盈利穩健，促使美國信貸息差跌至接近歷史低位。目前，當地經濟增長仍然存在尾端風險，可能令信貸基本因素受壓。

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)行業計劃的強積金計劃說明書。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