

## 空前的全球經濟刺激措施，金融市場與現實脫鉤

投資市場	BCT 投資觀點	摘要	
股票			
美國		我們看淡美國股票。經濟數據（疲弱）與市場表現（正面）從未出現如此低相關性，而且市場價格反映經濟迅速復甦，我們認為這是過於樂觀。我們相信盈利預測將繼續下調，因此維持防禦性配置。	
歐洲		我們看淡歐洲股票。在前景不明朗及可能性眾多的環境下，經濟「突然停頓」這個前所未見的情況已影響需求和供應。因此，投資者宜審慎行事，	
日本		我們對日本股票持中性立場：企業估值仍低於長期平均，資產負債表的槓桿水平偏低，但目前經濟衰退和環球需求疲弱，將對企業盈利構成影響。	
亞洲 (日本除外)		我們對亞洲（日本除外）股票保持中性，因為市場仍極度反覆，而且目前尚未出現經濟持續向好的趨勢。地區方面，我們仍看好中國、南韓及台灣。	
中國及香港		我們對中國股票持中性立場。即使宏觀經濟數據利好中國股市，但基於中美緊張關係的前景難料，因此我們仍然取態審慎。香港方面，經濟活動受社交距離措施影響。儘管早前政府宣佈紓困措施，但政治問題引發社會抗議活動，我們因而保持審慎。	
環球債券			
政府債券		整體而言，我們稍為看好政府債券。美國國庫債券繼續受惠於避險資金流，其次是量寬措施。	
信貸		我們對信貸持正面觀點，央行的政策措施為信貸市場帶來支持，但審慎選擇對物色可渡過危機的發行人相當重要。	
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 5 月錄得 4.8% 的總回報。綜觀所有主要美國指數，以科技股為主的納斯達克指數表現最出色，上升 6.8%，與走高 6.8% 的 FANG+ 指數表現相符。追蹤小型股的羅素 2000 指數上升 6.4%，而覆蓋範圍較窄的道瓊斯 30 指數升 4.3%。增長股延續近期走勢，升 5.8%，表現優於升 2.8% 的價值股。第一季國內生產總值確認商品消費表現較服務消費強韌，並凸顯住宅（升）與非住宅投資的差距。於 4 月份，儘管失業率升至 14.7%，而且所有主要收入成份均告下跌，但由於來自政府的特殊轉移款項增加，個人收入按月上升 11%。5 月的職位報告出乎意料般強勁，從減少 2,068.7 萬個回升至增加 250.9 萬個，但與 4 月的減幅仍相距甚遠。在 5 月份，企業商業活動錄得歷來第二大收縮幅度，但已較 4 月的情況緩和，因各地開始逐步重啟經濟。鑑於製造商和服務供應商的需求仍非常疲弱，產出和新增訂單繼續大幅收縮。具體而言，5 月的國際客戶需求顯得尤其淡靜。企業強調憂慮經濟長時間低迷，因此對未來商業活動的信心仍然甚低。耐用品訂單繼 3 月錄得 16.6% 的經修訂跌幅後，於 4 月繼續回落，下跌 17.2%。5 月的資本開支意向指標微升，但仍處於負數區間。企業利潤在第一季下跌 13.9%（年率化），於需求疲軟和盈利低迷的環境下，公司似乎對資本開支項目卻步。聯邦公開市場委員會並無在 6 月會議上宣佈任何重大政策變動，但承諾在未來數月至少維持現時購買資產的步伐，每月買入 800 億美元美國國庫債券和 400 億美元按揭抵押證券。聯儲局主席鮑威爾維持溫和立場，表示聯邦公開市場委員會「沒有考慮過」加息。

新冠病毒危機導致美國經濟急劇下滑，企業活動受到嚴重衝擊，並引發大規模裁員。失業率飆升至雙位數水平（於 5 月錄得 13.3%）；消費和商業信心下挫；消費通脹開始反映封鎖措施的影響，整體消費物價指數回落至按年 0.3%（此前為 1.5%）。經濟復甦的時機和前景仍高度不明朗，但我們預期國內生產總值將按年收縮 4.5% 至 6.5%，通脹保持甚低水平，年內出現通縮的風險龐大。在封鎖措施下，民眾並無消費，因此個人收入與個人消費暫時脫鉤，事實上，早已處於上升趨勢的儲蓄率飆升至 33%。個人儲蓄急增至 4 萬億美元；消費下挫 1.9 萬億美元；政府提供的社會援助刺激可動用收入升至 2.1 萬億美元，這確實可為美國消費業的抗逆力提供強大支持。中美緊張關係是下半年面對的風險之一。在總統競選期間，美國民主黨人對中國的態度並不比共和黨人溫和。這個問題可能會產生更多雜音，但會否出現破壞貿易關係（或其他）的決策仍是未知之數。長遠來說，值得監察的主要風險包括環球機構轉弱、生產回流和去全球化。我們看淡美國股票。經濟數據（疲弱）與市場表現（正面）從未出現如此低相關性，而且市場價格反映經濟迅速復甦，我們認為這是過於樂觀。我們相信盈利預測將繼續下調，因此維持防禦性配置。

## 歐洲股市

歐洲股票指數錄得正回報，MSCI 歐洲指數上升 3.9%。MSCI 歐洲貨幣聯盟指數表現出色，上升 4.3%，而覆蓋範圍較窄的歐盟 STOXX 50 指數表現更佳，月底報升 4.7%（以當地貨幣淨回報計）。雖然已從 4 月水平略為改善，但最新採購經理指數初值顯示歐元區普遍商業活動進一步收縮。預期製造業和服務業採購經理指數將於 5 月改善，但仍處於嚴重收縮區間。企業產出和來自當地及海外客戶的新增訂單均大幅收縮，雖然下跌速度較 4 月緩和。預期服務業仍將受到最嚴重的衝擊，企業強調社交距離措施將會持續影響其業務。裁員的情況將會繼續加劇。德國實際個人消費的詳細數據識別出數項趨勢：商品消費保持強韌，尤其是食品，但所有其他商品消費在第一季受壓。綜觀服務業，近乎所有分類均錄得重大跌幅。德國政府宣佈旨在刺激需求的 1,300 億歐元財政措施。計及為應對新冠病毒疫情而採取相當於國內生產總值 4.8% 的現有振興經濟方案，德國的整體刺激措施已位處全球規模最大之列。歐洲央行在上一次會議進一步擴大貨幣寬鬆政策，將緊急抗疫購債計劃（PEPP）的規模由 7,500 億歐元增至 1.35 萬億歐元，有效期延長六個月至 2021 年 6 月。央行至少會在 2022 年底以前，將 PEPP 到期債券的所得款項再作投資。歐洲委員會提出一項重大的經濟復甦方案。新復甦方案名為「下一代歐盟」（Next Generation EU），將容許委員會利用其穩健的信貸評級，於金融市場借款 7,500 億歐元。委員會將向所有成員國提供援助，但主要集中於最受影響和抗逆需求最大的國家。這筆額外資金將透過歐盟計劃進行分配，並將在未來一段長時間於歐盟財政預算中償還 - 不會在 2028 年之前，亦不會在 2058 年之後。

歐洲經濟已步入嚴重收縮，第一季國內生產總值初值非常遜色，而考慮到部份國家於本季最後數周才啟動封鎖措施，有關數據更令人擔憂。我們預期歐元區經濟在 2020 年收縮 7.5% 至 10%。個別國家已開始放寬封鎖措施，大部份國家亦將陸續跟隨。隨著經濟活動重啟，在一定程度上有利經濟復甦，但我們預期不會出現 V 形反彈。鑑於能源價格和需求疲弱，通脹仍會低企，並面臨通縮趨勢的風險。歐元區消費物價調和指數通脹已從 3 月的按年 0.7% 放緩至 4 月的 0.4%。正如早前在正式公佈前的廣泛訊息顯示，歐元區終於落實顯著擴大量化寬鬆措施的規模，這將容許央行增加刺激措施的力度，至少到明年中。新的政策空間亦可讓歐洲央行覆蓋 2021 年歐洲政府債券的大部份發行淨額。有關再投資擬定期間的公佈最值得注意，因其顯示歐洲央行銳意維持刺激措施至緊急抗疫以後的階段，只要能有效推動經濟復甦。整體而言，我們看淡歐洲股票。在前景不明朗及可能性眾多的環境下，經濟「突然停頓」這個前所未見的情況已影響需求和供應。因此，投資者宜審慎行事，我們建議投資者維持投資流程的紀律、專注選股及確保合適的流動資金水平，在短期風險與中期機會方面取得平衡。

### 日本股市

日本股市在 5 月繼續強勢走高：日經 225 指數表現優於日本東証股價指數，兩者分別上升 8.3% 和 6.8%。日本經濟持續嚴峻，公司商業活動進一步下滑。商品需求急挫正拖累製造業，企業產出下跌的速度加快。同樣地，由於當地和環球需求仍然疲弱，新增訂單繼續收縮。企業付運時間依然很長。服務業採購經理指數的跌勢在 5 月略見緩和，但這是服務業產出錄得的第二大跌幅。在 4 月和 5 月份，日本央行繼續加大寬鬆措施的力度。為配合加大財政刺激力度，央行把購買交易所買賣基金的金額倍增後，取消每年購買 80 萬億日圓日本環球債券的軟目標（目前實際規模為 14 萬億日圓），以擴大量寬規模，並宣佈增持大量商業票據和企業債券。此外，日本央行披露新的資金撥備計劃，為中小企業提供融資。新計劃將為現有支持企業的資金規模增加 30 萬億日圓（2,800 億美元），令總規模達到 75 萬億日圓（7,000 億美元），有效期延長至 2021 年 3 月底。現有專項基金操作方面，日本央行擴大合資格抵押品範圍至涵蓋所有私人債務。日本政府將編製規模為 1.1 萬億美元的新刺激方案，其中包括 33 萬億日圓的直接開支。部份資金將來自第二輪額外預算，使刺激方案的總規模增至 234 萬億日圓，相當於國內生產總值的 40%。計劃將包括增加醫療開支、為無法支付租金的企業提供援助、為失去兼職工作的學生提供支持，以及為銷售急挫的公司提供更多補貼。首相安倍晉三表示政府將向深受疫情打擊的企業額外提供高達 140 萬億日圓的財政援助。

鑑於環球需求急跌，加上當地在 4 月實行防疫措施，預計日本經濟將於第二季面臨最嚴重衝擊，私人消費及商業投資可能連續第三季收縮。儘管如此，我們認為日本政府防控疫情的成效較佳，因此當地經濟表現有望優於其他先進經濟體。高頻數據顯示日本流動性跌勢較歐美各國輕微，與其他東亞經濟體相若。除第一輪補充預算的實際開支 48 萬億日圓（相當於國內生產總值的 8.7%）外，2020 財年的財政開支總額將增加至國內生產總值的 14.3%，而且不會推遲實施。第二輪補充預算並無市場消息預期般慷慨。我們對日本股票持中性立場：企業估值仍低於長期平均，資產負債表的槓桿水平偏低，但目前經濟衰退和環球需求疲弱，將對企業盈利構成影響。

### 亞洲（日本除外）股市

環球宏觀數據持續顯示經濟疲弱，但前景有所改善。隨著環球需求疲弱，導致產量和新增訂單（尤其是出口訂單）放緩，5 月份製造業活動顯著收縮。然而，對比 4 月的創紀錄跌幅，環球製造業採購經理指數持續回升，反映公司商業活動逐步改善。綜觀環球各地，勞工市場仍然承受沉重壓力，企業供應鏈嚴重中斷。MSCI 亞洲（日本除外）指數跌 1.2%。由於中國全國人大會議通過制定港區維護國家安全法，再次觸發香港社會動盪，港股出現大幅拋售（-7.8%）。新加坡（-3.2%）、印度（-2.6%）和台灣（-2.5%）亦表現落後，東協國家相對不受中美兩國緊張關係影響，因而表現出色；馬來西亞

(4.8%)、泰國(4.4%)和印尼(3.4%)在5月領漲。所有亞洲國家的企業盈利預測均被下調，其中菲律賓、馬來西亞和新加坡的下調幅度最大。南韓在5月份減息0.25%，有助提振投資情緒並支持股市上揚。雖然當地宏觀數據仍然遜色，但顯示經濟正在逐步復甦。通脹持續低迷，4月份物價按年升0.1%。泰國是5月份表現最強勁的亞洲股市之一，報升4.4%。儘管宏觀經濟環境利淡，但當地市場相對不受中美兩國緊張關係影響，因而受惠造好。宏觀經濟數據持續失色；內需非常乏力，加上新冠病毒疫情帶來外部衝擊，泰國經濟增長顯著收縮。印度股市表現遜色，主要受金融股拖累。印度儲備銀行進一步延長償債期限三個月，加上政府實施全國防疫封鎖措施，削弱借款人的財政狀況，投資者因而繼續憂慮印度貸款商的資產質素。

亞洲股票存在若干投資機會，但關鍵在於中美關係的事態發展（近日兩國的緊張關係可能削弱市場氣氛）。在過去數月，印度經濟持續急劇轉弱。從4月份（2020年第二季）的有限資訊可見，當地經濟狀況遠遜於根據3月經濟數據作出的預測。貨運交通和出口在4月下挫。我們已調低2020年國內生產總值按年增長預測區間，由此前的0%/1.5%降至-2.5%/-1.0%。近期印度政府宣佈推出財政和貨幣政策措施以刺激經濟。經濟顯著衰退將大幅削弱財政指標。印度儲備銀行連續第二次在臨時會議下調政策利率，宣佈減息0.4%至4.0%。此外，貨幣政策委員會決定只要有必要，當局定將延續寬鬆立場。是次減息幅度並未令我們感到意外，但時間較定期會議提早十天，或許出乎意料。印度宣佈加推措施以改善市場運作，暫免償還債務，緩解資本市場的融資困境，並為進出口提供支援。我們對亞洲（日本除外）股票保持中性。我們保持中性立場，因為市場仍極度反覆，而且目前尚未出現經濟持續向好的趨勢。地區方面，中國、南韓及台灣的行業配置具有優勢，加上當地的貨幣與財政刺激措施強勁，以及防疫措施相對優於其他地區，因此我們仍看好三地市場。近期，我們認為部份東協國家（泰國、印尼和菲律賓）估值便宜，因此具有投資價值，但由於憂慮疫情擴散，我們仍然看淡印度。

### 中國及香港股市

隨著香港政局進一步動盪，恒生指數報跌6.8%，成為亞洲區內表現最失色的市場。上證綜合指數月底輕微低收0.3%。隨著市場憂慮環球經濟增長放緩，加上美國延長華為禁令導致中美關係緊張，中國股市表現爭持，人民幣兌美元略為走弱亦令市場受壓。宏觀經濟數據展現若干復甦跡象；中國疫後持續回復經濟動力，製造業採購經理指數由3月的49.4躍升至4月的50.7。繼3月嚴重收縮6.6%後，出口在4月份按年升3.5%，但進口在4月收縮14.2%。政策方面，中國年度全國人民代表大會在5月召開，會上宣佈推出相當於國內生產總值8.4%的財政方案。中國人民銀行（人行）在6月1日推出兩項中小企信貸紓困計劃。人行將向地方銀行買入4,000億元人民幣中小企貸款，從而鼓勵銀行延長中小企貸款期。考慮到人行全面下調存款準備金率（降準）0.50%將為市

場釋放 1 萬億元人民幣，上述計劃的金額相對較小。人行聯同中國銀行保險監督管理委員會推出措施，允許年內到期的中小企貸款延長至 2021 年 3 月 31 日，條件是借款機構凍結裁員計劃。人行將就這項措施動用 400 億元人民幣，為地方銀行提供相當於延期貸款本金 1% 的補貼。美國總統特朗普宣佈，美國將會撤銷香港獨立關稅區的特殊地位。另一方面，中國 2020 年度全國人民代表大會通過制定港區維護國家安全法，再次觸發香港社會動盪。香港新冠病毒疫情大致受控，政府得以放寬部份防疫限制措施，包括由 6 月 1 日起逐步恢復機場轉機服務。零售銷售量持續收縮，反映疫情對旅遊業和消費相關活動的衝擊。當地勞工市場仍受壓，失業率升至 5.2%。具體而言，2019 年下半年社會動盪和新冠病毒疫情導致零售、住宿和飲食服務業的就業率按年急跌 16%。

即使人行最近推出紓困措施，年內稍後時間仍可能降準或減息。我們繼續預期公開市場操作利率和貸款市場報價利率將再下調 0.20%。此外，全面降準亦有望釋放銀行業的資金，供增發專項債券預算之用。在全國人大代表會議上，中央政府明確提出「綜合運用降準降息、再貸款等手段」。我們相信上述新設的信貸紓困計劃屬於當局擬推出的「直達實體經濟的創新貨幣政策工具」，並可與傳統寬鬆措施互為補足。隨著中國經濟先於全球其他市場擺脫放緩困境，中國股市表現反映「先入先出」的特點。經濟活動逐步回復正常。生產回升步伐相當迅速，需求則不然。我們預期當局將加推政策措施以支持經濟復甦。早前人民幣因中美緊張關係升溫而貶值。鑑於緊張局勢揮之不去，我們認為人民幣將在年內繼續承受貶值壓力。我們對中國及香港股票持中性立場。即使宏觀經濟數據利好中國股市，但基於中美緊張關係的前景難料，因此我們仍然取態審慎。香港方面，經濟活動受社交距離措施影響。儘管早前政府宣佈紓困措施，但政治問題引發社會抗議活動，我們因而保持審慎。

### 環球債券

美國宏觀數據欠佳，反映新冠病毒疫情衝擊當地經濟。就業人數持續減少，多家企業要求員工休假或裁員，消費開支亦進一步回落。製造業活動減弱，採購經理指數初值顯示製造業和服務業活動在 5 月均持續放緩。多國政府和央行推出規模和範疇遠超往常的措施以支持市場流動性（其次是償付能力），但美國聯儲局在 5 月並無大幅調整政策。美國十年期國庫債券收益率在 3 月顯著波動，4 月和 5 月的表現較淡靜，於 0.60% 至 0.80% 之間上落。月初，美國十年期債券收益率為 0.64%，月底收報 0.65%。同樣地，歐洲經濟收縮的幅度和速度均是戰後和平時代前所未有的，而且防控疫情擴散的措施已造成深遠影響。在這環境下，區內政府積極採取財政和貨幣對策。在過去一個月，歐洲央行按照買債計劃的條款，購買超過 1,250 億歐元政府和企業債券，市場預期央行會擴大抗疫購債計劃的規模。整體而言，月內市場焦點在於歐盟復甦計劃的進展，投資者亦樂見歐盟

我們相信各國央行將致力維持公共借貸成本於低水平，以支持政府的財政需要，這促使收益率在區間徘徊。美國國庫債券收益率約為 0.60%，與聯儲局的政策立場和宏觀經濟前景顯著惡化一致。美國國庫債券應可受惠於避險資金流（雖然與過去比較，受惠程度較低）及聯儲局買債，尤其是短至中期債券。隨著我們擺脫疫情大流行，去全球化和國債貨幣化等通貨復脹動力應可支持通脹風險溢價上升及市場對抗通脹的需求。在量寬計劃及外資流入的支持下，美國國庫債券需求依然強勁。雖然聯邦公開市場委員會在最近舉行的會議上維持政策利率不變，但美國國會投票通過加推財政措施，令財政刺激政策的總規模接近 3 萬億美元。長債等發債活動將帶來更多存續期投資機會，可望被市場吸收。信貸領域方面，在央行維持量寬計劃的支持下，投資級別債券息差收窄，市場亦吸收創紀錄的企業債券發行人。鑑於有關債券的息差收窄，而且不明朗因素升溫（社會、經濟和市場），嚴選持倉變得更加重要。然而，估值具吸引力，可望在未來一至兩年帶來可觀的回報前景。我們觀望法德兩國最近就成立復甦基金達成的共識，如何獲得其他歐盟成員國的認同。我們對周邊國家債券維持溫和樂觀的立場。歐洲投資級別債券應受惠於目前回復正常的環境及歐洲央行的大型流動性擔保方案。我們仍看好歐洲投資級別債券，特別是金融業後償債券。新冠病毒及石油走勢正在塑造新興市場的經濟環境，而我們整體上保持審慎。我們仍看好硬貨幣債券，對個別高收益債券感到樂觀，並相信一級市場內部份投資級別債券具吸引力。整體而言，我們稍為看好政府債券，並對信貸持正面觀點。美國國庫債券繼續受惠於避險資金流，其次是量寬措施。央行的政策措為信貸市場帶來支持，但審慎選擇對物色可渡過危機的發行人相當重要。

---

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