

疫情下全球各地復甦進程大不同

投資市場	BCT 投資觀點	摘要
股票		
美國		我們繼續看淡美國股票。鑑於美股的風險與回報水平欠佳，我們對這類股票維持略為審慎的立場。美國市場反映與基本因素相反的情況，因為投資者對業績期的預期趨淡，而且一些主要州份撤銷經濟重啟計劃。
歐洲		我們對歐洲股票持中性立場。鑑於歐洲引領經濟復甦，而且歐盟復甦基金的進展降低政治風險溢價，成為短期轉捩點，因此歐洲的承險意欲有所改善。
日本		我們對日本股票保持中性。日本經歷過去的周期起伏。作為全球最具周期性的市場之一，日本可憑著出口主導型經濟，受惠於周期股追趕大市的形勢，以及環球增長和需求前景改善。
亞洲 (日本除外)		我們對亞洲（日本除外）市場保持中性。在持續復甦的路途上，區內經濟前景仍然各異，主要差異在於疫情發展（印度等國家的疫情仍然嚴峻），以及所推行的寬鬆政策措施。
中國及香港		我們看好中國股市。我們相信中國股市具有值得注視的投資機會，並青睞新經濟業務模式，新冠病毒疫情擴散加速而非削弱其發展趨勢。即使在經濟復甦階段，部份企業因消費的周期性質帶動收益增長，因此亦持續蓬勃發展。 我們對香港股市持中性立場。港區維護國家安全法頒佈導致中國與美國、英國和加拿大的緊張關係升級，可能會為香港帶來負面影響，例如對香港施加制裁。
環球債券		
政府債券		整體上，我們看好政府債券。我們青睞美國，因為在通脹率高於收益率的情況下，美國市場仍能提供少量的收益和保障資本能力。 我們看好信貸。金融狀況放寬繼續為信貸帶來支持，但我們維持嚴選投資的策略（在行業和個別信貸上）。
信貸		

比重尺度			
	偏低比重	中性	偏高比重

美國股市

儘管美國新冠病毒病例回升，市場憂慮第二波疫情，以及中美緊張局勢升溫，但在大型科技企業和疫苗研發進展樂觀的支持下，當地股市在 7 月份表現出色（標準普爾 500 指數升 5.51%，納斯達克指數升 7.37%）。隨著美國企業的服務業活動跌幅放緩，加上製造業活動微升，當地私營範疇的商業活動在 7 月逐漸回穩。然而，在新冠病毒感染個案急升及當局推出新一輪防控措施的影響下，新增訂單數目進一步縮減。自疫情開始以來，政府的限制措施嚴重窒礙服務業，因此其遭受最大打擊。相反，隨著美國主要國際貿易夥伴陸續恢復需求，出口訂單在 7 月份趨穩。就業情況於 7 月份好轉，但全國疫情反覆導致前景不明朗，勞工市場仍然承受龐大壓力。另外，通脹壓力上升。市場對未來商業活動更感樂觀。聯邦公開市場委員會在 7 月份會議未有作出任何主要政策變動，但暗示即將可能於秋季公佈前瞻性指引變動。當局取態溫和，讓投資者更確定政策將會在一段長時間維持不變。聯儲局將待經濟復甦的進程更見清晰，才會微調其他貨幣政策工具（包括加強前瞻性指引，並以更明確的目標調整資產購買規模，以及可能推出短債收益率控制措施）。聯儲局主席鮑威爾亦主張加推財政行動支持，而財政方案是目前當局密切注視的一個關鍵變數。美國第二季實質國內生產總值收縮 32.9%（按年率化計），創下紀錄新高，但大致上屬市場意料之內，主要由於政府實施「居家令」導致服務消費及投資（固定投資和庫存）急跌。商品消費領域亦告收縮（按年率化計跌 11.3%），但相比服務領域（按年率化計跌 43.9%）跌幅輕微。美匯指數下跌 4.15%，因為避險資產的吸引力下降，加上市場預期美國以外地區經濟增長較強，以及歐盟就復甦基金達成共識，令投資者對歐洲前景感到樂觀。綜觀貨幣表現，美元估值依然過高。我們預料美元於整個夏季仍會反覆波動，並自第三季起逐步趨近公平價值。

美國新冠病毒病例回升，拖慢經濟重啟進程。我們預期經濟不會出現全速 V 形復甦，但將呈長 U 形走勢。我們須待至 2021 年，才可見美國國內生產總值增長達到 3%至 4%，以及通脹高於 1%。7 月份通脹數據對我們就 2020 年通脹按年升 1%的預測構成上行風險：整體消費物價指數按月上升 0.6%（市場普遍預測為 0.3%），按年由 0.6%升至 1.0%。核心消費物價指數按月上升 0.6%（市場普遍預測為 0.2%），按年由 1.2%升至 1.6%。就勞工市場而言，數據顯示 7 月份新增 176 萬個職位，整體就業人數增加 140 萬人，但仍較 2020 年 2 月的水平低 8%（該月就業人數增加 152 萬人）。私營範疇遭受最大打擊，以服務業尤甚。商品製造業的復甦步伐在近期放緩，而服務業則逐步重拾升軌，但升幅略低於 5 月和 6 月。綜觀服務業表現，消閒及款客服務業仍然最為遜色。此外，整體申領失業救濟人數帶來驚喜，但首次及持續申領人數緩慢向下，證明就業市場正逐步復甦，但升勢平緩。總統大選方面，民主黨總統候選人拜登在民意調查一直大幅領先現任總統特朗普，但臨近選舉優勢或會縮窄。疫情或已改變選民的著眼點，顯示總統候選人需要就新主題重新構思競選言論。中美局勢在 7 月份持續緊張，外交風波不斷，特

朗普更威脅對中國社交媒體應用程式抖音 (TikTok) 採取禁制行動。隨著美國大選臨近，預期兩國關係不會緩和。總括來說，我們繼續看淡美國股票。鑑於美股的風險與回報水平欠佳，我們對這類股票維持略為審慎的立場。美國市場反映與基本因素相反的情況，因為投資者對業績期的預期趨淡，而且一些主要州份撤銷經濟重啟計劃。現時信心指數好淡紛呈，資金流帶來支持，股價推動因素則處於亢奮水平：部份市場的領先表現持續擴大，例如納斯達克指數表現優於標準普爾 500 指數。美國五大超大型股，以及高增長大型股與其他市場範疇之間的動力和估值看來出現巨大分歧，甚至重現科網泡沫時期的水平。此外，全球增長與價值比率極端，難以判斷這個趨勢逆轉的時機，但我們認為這必定是值得關注的領域。

歐洲股市

大部份歐洲股市在月內低收，表現遜於美國股市。歐盟 STOXX 50 指數下跌 1.9%；歐盟 STOXX 600 指數跌 1.1%；德國 DAX 30 指數微升 0.02%，表現持平；法國 CAC 40 指數走低 3.1%；意大利富時 MIB 指數回落 1.5%；西班牙 IBEX 指數報跌 4.9%；英國富時 100 指數低收 4.4%。西班牙疫情再起，拖累當地股市表現落後。商業調查數據正在改善：7 月份採購經理指數初值確認技術反彈，因為隨著多國持續放寬控疫限制措施，並容許更多企業重開，商業活動自疫情開始以來首次出現擴張。內需自過去數月大幅下挫後回升，刺激產出和新增訂單在 7 月份均有所增加。在主要國際市場需求疲弱的持續影響下，出口數據回軟。製造業及服務業供應商的營商環境均顯著改善。在 7 月份，歐元區裁員潮持續，但市場對未來商業活動更感樂觀。央行繼續擔當最終貸款人的角色。自疫情初起，歐洲央行已透過目標長期再融資操作向金融體系注資逾 1 萬億歐元。歐洲央行在 7 月份會議確認其當前貨幣政策立場恰當。財政刺激措施方面，在歷來最長的歐洲理事會峰會步入尾聲時，歐盟領袖同意根據「下一代歐盟」計劃，結合「多年度財務框架」與特殊復甦基金，提出一項價值 1.824 萬億歐元的全面方案。按照這項協議，歐盟委員會將可在市場借入最高 7,500 億歐元的資金：3,900 億歐元將以資助形式分配，3,600 億歐元則以貸款形式發放。

歐元區國內生產總值按季下跌 1.1%，是 25 年以來最大跌幅。我們仍預期經濟活動將在第三及第四季復甦，因此歐元區 2020 年經濟增長將按年收縮 8%至 10%，其後於 2021 年回升 4.5%至 6.5%。待至 2022 年底，國內生產總值才有機會重返 2019 年的水平。高頻指標顯示經濟復甦逐漸步入正軌，但進度緩慢，而且過程將崎嶇不平。歐元區 7 月份通脹按年上升 0.4%，略高於市場預期，但遠低於歐洲央行的通脹目標。預料通脹將會在 2021 年恢復正常，但仍低於歐洲央行目標（我們預測 2020 年消費物價調和指數按年升 0.7%，並在 2021 年升 1.3%）。各國就復甦基金達成共識對歐洲意義深遠。歐盟將首次以逆周期方式動用財政預算。因此，財政政策成為面對危機時穩定經濟的工具。

我們認為復甦基金是推動歐盟邁向真正團結的一項長遠措施。該基金將增強歐盟的抗逆力，但無助於未來 12 個月穩定經濟活動。事實上，復甦基金在 2021 年首季才開始運作，直至 2022 年方可對經濟發揮作用。因此，歐盟成員國仍肩負推出周期性穩定政策的責任。我們對歐洲股票持中性立場。鑑於歐洲引領經濟復甦，而且歐盟復甦基金的進展降低政治風險溢價，成為短期轉捩點，因此歐洲的承險意欲有所改善。此外，區內市場的估值吸引、投資者配置偏低，以及市場轉投周期股和價值股應可帶來支持。然而，市場定價反映諸事皆順，以至過度樂觀。慎選持倉和專注於具抗逆力業務模式的理據仍較以往充份。

日本股市

日本股市月內反覆波動，月底進一步錄得負回報，日經 225 指數低收 2.6%。日本股市表現回落，部份源於日圓兌大致疲弱的美元短線升值。經濟活動在 7 月進一步收縮，但跌勢顯著減慢。日本經濟繼續深受非常低迷的環球貿易衝擊，因為企業與外國客戶的業務往來持續急劇萎縮。新增訂單延續跌勢，令產量受壓。由於企業持續節省成本，尤其是製造業，因此就業率續跌。隨著新冠病毒感染率不斷上升，令不明朗因素增加，東京都政府決定提高警戒級別。業績公佈期在月初展開，錄得業績優於預期的公司佔比至今高於表現遜預期的公司。日本央行在 7 月維持政策不變，並調低增長預測。在新聞發佈會上，行長黑田東彥認為目前的寬鬆水平合適，但強調日本央行將密切注視信貸成本的走勢。假如疫情的負面影響持續，信貸成本或會上漲。

受累於期內公佈的緊急防疫計劃，日本第二季國內生產總值受到重創，下跌 7.8%。繼政府放寬封鎖措施後，消費增長在 5 月更趨正面。若增長趨勢持續，而疫情在一段時間內受控，國內生產總值增長很可能在隨後數季和 2021 年回升。我們認為與其他已發展市場相比，日本對疫情防控較佳，因此受到的衝擊較輕微；預計全年國內生產總值將下降 4.1%至 4.7%。鑑於服務業的通縮壓力持續，通脹將維持疲軟。日本央行行長黑田東彥的最新言論確認我們的觀點，即央行很可能不但在短期內，甚至會在未來數年維持政策利率不變，與美國聯儲局和歐洲央行的前瞻性指引一致。與此同時，我們預測央行將繼續聚焦於收益率曲線的穩定性和斜率，以確保貨幣刺激措施的成效。我們對日本股票保持中性。日本經歷過去的周期起伏。作為全球最具周期性的市場之一，日本可憑著出口主導型經濟，受惠於周期股追趕大市的形勢，以及環球增長和需求前景改善。

亞洲（日本除外）股市

雖然亞洲市場表現好淡紛呈，但 MSCI 亞洲（日本除外）指數在 7 月延續升勢，高收 8.5%。台灣表現最佳，MSCI 台灣指數造好，報升 16.3%（受惠於資訊科技業配置）。南亞市場繼續表現落後，馬來西亞受需求保障帶動，高收 8.3%，是唯一表現出色的市

場。在多名主要官員辭職下，泰國經濟改革料將停滯不前，令當地成為表現最遜色的市場，報跌 4.6%。亞洲消費及工業產量展現持續回升的跡象。此外，人流趨勢數據亦反映各國陸續恢復經濟活動。經濟復甦之路可能崎嶇不平，但高頻經濟指標顯示經濟出現好轉的苗頭。相對全球各地，亞洲企業可望因而受惠。整體而言，寬鬆政策的擴張幅度已達新高水平：貨幣政策方面，由於通脹環境相當溫和，當局將參考利率下調至歷來最低水平；財政政策方面，當局在擴大財政計劃時輔以多個補充計劃，以確保不會完全忽略審慎處理財政的需要。多國央行採取較為非常規的政策措施，但都是經過深思熟慮才作出相關決定。量化寬鬆措施一直以貨幣政策的形式執行，很少透過準財政及財政政策的形式實施。印尼的情況屬例外，當地央行與財政部合作推出一項「共同分擔」計劃，允許印尼央行以低於市場利率的息率買入財政部發行的私募債務。由於經濟環境非常脆弱，加上全球各主要央行致力為環球金融狀況提供支持，預期現時的寬鬆政策將會持續一段較長時間。寬鬆貨幣政策尚未結束，我們預計財政政策將進一步作出微調。馬來西亞國家銀行年內第四度減息，下調隔夜政策利率 0.25% 至 1.75%，以鼓勵投資和消費。菲律賓央行則在 7 月維持政策利率於 2.25%，並保持靈活性，可在有需要時放寬政策，同時把小型銀行的存款準備金率調低 1%。

在持續復甦的路途上，區內經濟前景仍然各異，主要差異在於疫情發展（印度等國家的疫情仍然嚴峻），以及所推行的寬鬆政策。隨著區內自 5 月份開始（全面或局部）解除主要封鎖限制，當地經濟活動逐步恢復；6 月份的初值數據亦顯示亞洲經濟體已從第二季的低迷狀態復甦，出口前景轉佳。亞洲是首個受新冠病毒重挫的地區，但由於區內國家妥善管理疫情，並實施財政及貨幣政策支持，因此亦是首個走出疫情陰霾的地區。亞洲的基本因素強勁，在中國的帶動下強勢回升。我們對亞洲（日本除外）市場保持中性。我們相信亞洲股市具有值得注視的投資機會，並認為台灣市場表現理想，主要由於科技業表現出色，以及許多在中國內地經營業務的公司把其部份供應鏈遷回台灣所致。我們對印尼轉趨樂觀，因其估值具吸引力，而且全球利率回落。東協國家方面，我們看好新加坡、印尼和泰國，同時避免投資於菲律賓及馬來西亞。然而，由於 3 月觸底後升勢急速，整體上股市可能步入稍作喘息或整固的階段。此外，現時市場面對眾多風險，中美關係的發展走勢至為關鍵（近日的緊張局勢可能削弱市場信心）。

中國及香港股市

隨著中美兩國互關領事館，雙方緊張關係升溫，英國政府亦將禁止電訊公司採購華為的 5G 網絡設備，儘管如此，MSCI 中國指數月內再度表現強勁，報升 9.4%。企業盈利優於預期，加上市場憧憬中國加推貨幣寬鬆和擴張性財政刺激措施，以及資本市場改革加快，促使投資者追捧中國市場，帶動所有行業在 7 月錄得正回報。中國作為環球經濟增長動力，尤其值得關注。相對於其他大部份經濟體，中國率先重啟經濟，因而在第二季

出現強勁的 V 形復甦。整體國內生產總值增長率由負轉正，按年升 3.2%（對比第一季的按年跌 6.8%）。生產數據顯著改善，但服務業的消費需求仍然低迷。6 月採購經理指數再度領先預期，上升 0.5 點至 51.2，工業和服務業生產則分別按年增長 4.8% 和 2.3%。此外，出口按月升 1.6%，進口按月亦增長 10.7%。6 月份通脹按年升 2.5%。媒體幾乎每日均報導中美緊張關係升級的消息。美國最近宣佈要求中國在 7 月 21 日起計的 72 小時內關閉中國駐休斯頓總領事館，中國就此發表強烈譴責。根據最新資料，美國政府假定當地大選面對國家安全威脅，正討論限制或禁止使用中國社交媒體的措施，例如抖音（TikTok）或微信（WeChat）。中美兩國地緣政治緊張關係升溫，加上本地疫情復燃，MSCI 香港指數報跌，月內低收 0.74%。繼第一季按年收縮 20.3% 後，第二季本地生產總值按年收縮 9%。私人消費和固定資產投資分別按年跌 14.5% 和 20.6%，零售業總銷貨數量亦回落 25.4%。在這環境下，房地產業報跌 5.2%，以零售收租股跌幅最大，但由於銷售強韌，發展商造好。香港公佈多項收緊防疫措施，以遏止確診病例上升，包括娛樂場所停業、社交距離限制及禁止傍晚至黎明時份的堂食服務。港府延遲立法會選舉一年，引起美國政府強烈反對，總統特朗普下令終止香港特殊地位，同時澳洲、加拿大、德國和英國亦暫停執行與香港的引渡協議。

我們預期中國下半年的整體增長將繼續穩步上揚，並升至約 6%。鑑於戶外活動限制措施在 7 月初進一步放寬，家庭現金流量亦有所改善，中國的經濟增長動力將主要來自消費服務業。隨著中國率先重啟經濟的優勢減弱，工業生產增長的速度可能會放緩。政府的政策立場仍然寬鬆，但放寬幅度偏向減少。財政政策將肩負更大責任，以刺激經濟，而貨幣寬鬆政策的力度將縮減。中美關係方面，值得注意的是，儘管與第一階段貿易協議的協定比較，中國進口美國產品的表現仍然遜色，但我們仍相信中美貿易協議目前將維持不變。在中美政府缺乏推動實踐貿易協議的承諾下，中國減慢採購步伐或會令局勢更為動盪。我們的基本預測是中美關係將持續反覆波動。雖然政局及政策依然甚為不明朗，但預料美國的制裁措施及中國的反制行動仍具針對性。破壞全球金融體系穩定性的代價高昂，因此中美兩國將避免採取激烈行動。一如我們預期（兩國針鋒相對），在美國關閉中國駐休斯頓總領事館後，中國在 7 月 24 日採取反制行動，要求美國關閉成都的領事館。我們認為最嚴峻的挑戰之一仍然是科技冷戰。根據最新的禁令公告，中國可能採取類似的反制行動。整體而言，此舉將進一步限制數據流通，並增加企業保障數據的成本。部份歐洲國家決定跟隨美國，禁止華為參與 5G 業務，與中國建立敵對關係，英國政府最近宣佈的措施便是例證之一。我們看好中國股市。我們相信中國股市具有值得注視的投資機會，並青睞新經濟業務模式，新冠病毒疫情擴散加速而非削弱其發展趨勢。即使在經濟復甦階段，部份企業因消費的周期性質帶動收益增長，因此亦持續蓬勃發展。我們對香港股市持中性立場。港區維護國家安全法頒佈導致中國與美國、英國和加拿大的緊張關係升級，可能會為香港帶來負面影響，例如對香港施加制裁。

環球債券

美國方面，新冠病毒肆虐，導致國內生產總值錄得第二次世界大戰以來最大跌幅，但投資者的焦點較集中於經濟數據的反彈步伐，當中產出和新增訂單重拾升勢，帶動採購經理指數改善。隨著新增銷售上升，就業率跌勢減弱，儘管有進一步跡象顯示產能出現閒置。在 7 月份，美國債券收益率下跌，收益率曲線走平，美國 10 年期債券收益率由月初的 0.66% 跌至月底的 0.53%。德國政府債券走勢與美國國庫債券相若，收益率曲線略為趨平，收益率下跌：德國 10 年期債券收益率由 6 月初的 -0.46% 穩步跌至月底的 -0.53%。歐洲方面，大部份政府實施的防疫封鎖措施成功減慢疫情擴散，並降低死亡率，但經濟前景深受打擊。德國第二季經濟錄得至少半世紀以來最大跌幅，國內生產總值下跌 10.1%。法國國內生產總值下滑 13.8%（預期：-15.2%），建造業在第二季下跌約 24%，看來是最受重挫的行業。意大利國內生產總值收縮 12.4%（預期：-15.5%），同樣略優於預期。英國方面，政府亦已解除活動限制，並推出多項措施支持經濟，包括下調印花稅、削減食品和款客服務業的增值稅，以及透過休假資助計劃向企業提供支持。綜觀近期經濟數據，歐洲、美國和亞洲部份地區的新增訂單上升，帶動產出增長加快。就業率持續下跌，但步伐減慢，商業信心則躍升至近兩年來的高位。月內，英國債券收益率略為持平，中期債券收益率的變動較顯著。英國 10 年期債券收益率下跌 0.07%，由 0.17% 降至 0.10%。摩根大通新興市場債券綜合指數+月內錄得強勁正回報，高收 3.5%。

市場環境現時由以下情況主導：全球各地復甦進程不一，個別地區的疫情重燃。然而，各地央行和政府的行動，以至歐盟復甦基金的相關消息，持續推低利率和息差。各項政策配合可能令利率維持低企，促使投資者在其他領域尋求收益。在這環境下，保持審慎立場、聚焦於挑選信貸和積極管理存續期相當重要，因為通脹偏高或央行的行動步伐減慢，可能對收益率構成上行壓力。聯儲局表示可能透過持續購買美國國庫債券計劃，使較長期債券收益率日後維持低水平，因此我們認為現時美債收益率曲線有機會趨平。此外，我們相信歐洲央行的措施可能會令歐洲周邊國家債券的收益率曲線走平，但整體而言，這類債券具相對價值，其表現視乎未來債券供應，以及各國之間的利率和通脹差距而定。亞洲方面，我們預期亞洲債券將持續獲得強勁的技術因素支持，並依然看好實質利率處於吸引正水平，而且央行和政府具公信力的國家。由於區內儲備水平改善，商品價格平穩，加上亞洲多國央行持續積極監察其匯價走勢，因此亞洲貨幣年初至今的表現實際上優於其他地區。預料上述趨勢將會持續，並為亞洲貨幣帶來進一步支持。整體上，我們看好政府債券。我們青睞美國，因為在通脹率高於收益率的情況下，美國市場仍能提供少量的收益和保障資本能力。我們看好信貸。金融狀況放寬繼續為信貸帶來支持，但我們維持嚴選投資的策略（在行業和個別信貸上）。聯儲局資產購買計劃下的範疇仍具吸引力。但投資者必須注意特殊風險，尤其是在高收益債券領域，因為即使是一些風險事件亦可能抵銷今年升幅。另一關鍵因素是流動資金必須保持在合理水平。

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