

中美緊張局勢升級，市場風險驟升

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。相對債券，股票繼續提供較佳的價值；然而，超大型股和大型股與市場其他範疇之間的動力和估值分歧極為龐大，儘管美國大選存在不明朗因素，而且若干州份的新冠病毒確診個案回升。
歐洲		我們對歐洲股市持中性立場。區內經濟環境逐漸改善，但第二波疫情爆發的風險浮現，可能影響步履蹣跚的復甦進程。
日本		我們對日本股票保持中性。由於日本經濟依靠出口，當地股市應可受惠於環球增長前景改善和有利周期股的环境。
亞洲 (日本除外)		我們對亞洲股票保持中性。中美關係等地緣政治議題及新冠病毒疫情，是目前需要監察的主要指標。
中國及香港		我們看好中國股市。大部份主要經濟體均難以在 2022 年之前回復至疫前水平，但中國有望成為唯一在 2020 年經濟復原的國家。我們對香港股市持中性立場。美國與中國／香港的緊張關係升級，雙方互相採取制裁，加上暫停雙邊稅務協議及對所有港產貨品重新標示為「中國製造」，均利淡香港經濟。
環球債券		
政府債券		我們看好政府債券。從環球固定收益的角度來看，我們因其避險地位而偏好美國國庫債券。
信貸		我們看好信貸。刺激經濟措施繼續為投資級別信貸的需求帶來支持，但目前市場定價已反映當局加推刺激措施和疫苗面世的影響。

比重尺度			
	偏低比重	中性	偏高比重

美國股市

美股在 8 月持續表現領先，標準普爾 500 指數報升 7.01%，納斯達克指數亦升 11.05%。科技股繼續走高，帶動納斯達克指數顯著飆升。企業盈利業績正面，因為大部份企業的第二季盈利優於預期，而且每股盈利預測修訂回穩。2019 新冠病毒確診個案上升，但疫情擴散的速度減慢。隨著許多州份重啟商業活動，經濟數據顯示增長穩健，儘管步伐放緩。投資者憧憬需求狀況改善及疫情結束，帶動商業信心上升，就業率自 2 月以來首次錄得升幅，而原材料短缺和供應商調高價格，亦加速投入物價通脹。製造業和服務業採購經理指數初值均優於預期，分別錄得 53.6(對比預期 52.0)及 54.8(對比預期 51.0)。製造業持續復甦，儘管仍由本土市場主導。疫情發展趨勢使前景甚為不明朗，仍然是影響有關數據的主要隱憂。房屋市場依然穩健，新屋動工、二手房屋銷售和建屋商信心均勝預期。在 7 月份，非農就業人數增加 176 萬人，失業率則跌至 10.2%。然而，這與疫情前的勞工市場狀況仍存在龐大差距，美國在 2 月至 4 月期間合共失去 2,210 萬個職位，現已重拾其中的 42%。正如市場廣泛預期，剛過去的聯邦公開市場委員會會議並無作出政策轉變，而且重申聯儲局的政策立場頗為溫和。聯儲局主席鮑威爾在傑克遜城 (Jackson Hole) 年會發表演說時解釋，政策變動是聯儲局策略檢討的一部份，並公佈採取靈活的平均通脹目標。聯儲局已制訂新的對策及相對過往經濟復甦較溫和的取向，而聯邦公開市場委員會旨在盡可能降低失業率，至少直至有關數據反映通脹壓力。美匯指數跌至 2018 年 8 月以來的最低水平，較 3 月回落超過 10%。美國以外地區的全球增長及聯儲局立場更趨溫和，可能是美元走弱的主因。

多個州份在 7 月和 8 月爆發新一波新冠病毒疫情，使當地政府在重啟經濟時更趨審慎，令復甦動力減弱。勞工市場仍然受壓。雖然 11 月美國大選的陰霾可能使企業延遲作出新投資，但我們預期季度增長仍獲本土及外部需求回升支持。抗疫封鎖措施造成的異常變動使通脹較為反覆，現時預料通脹將逐步重返目標水平，而在能源基數效應帶動下，通脹可能在 2021 年中短暫略為超出目標。除了科技戰與華為事件、外資控股資本戰及全球供應鏈回流外，香港目前的情況有可能使美國對中資銀行採取制裁行動，被排除在美元體系之外。現時，中美兩國似乎會維持第一階段貿易協議，但對第二階段協議不存厚望。在極端情況下，兩國「冷戰」亦可能波及歐洲。雙方在南中國海或台灣海峽發生的意外衝突，可能把局勢推向無法逆轉的境地。美國總統選舉活動將會成為秋季的市場焦點，而現任總統特朗普的強硬言論可能令局勢更趨緊張，造成負面影響。民主黨的言論同樣強硬，倘若拜登勝出，這將會為雙邊關係帶來新的政策不明朗因素。現任總統特朗普面對艱辛的挑戰，但並非沒有勝選連任的可能。拜登勝出對投資市場的影響可能好淡紛呈，其中國防、健康護理及能源業將面對挑戰。然而，市場廣泛預料美元可能走弱，並預期基建法案將獲通過。總括來說，我們繼續看淡美國股票。相對債券，股票繼續提供較佳的價值；然而，超大型股和大型股與市場其他範疇之間的動力和估值分歧極為龐

大，儘管美國大選存在不明朗因素，而且若干州份的新冠病毒確診個案回升。在這種環境下，保持均衡投資非常重要。我們認為領導人大機會出現變動，因此投資者應物色優質價值股。

歐洲股市

歐洲股市在 8 月表現優秀（MSCI 歐洲指數上升 2.7%；MSCI 歐洲貨幣聯盟指數表現較佳，報升 3.4%；歐盟 Stoxx 50 指數亦於月底高收 3.2%），但由於缺乏大型科技公司，表現落後於美股。德國經濟數據仍然利好，帶動當地股市表現領先，德國 DAX 指數升 5.1%；鑑於新冠病毒感染個案回升，西班牙表現落後，西班牙 IBEX 指數升 1.3%。儘管受 10 月份的財政懸崖及英國脫歐僵局影響，英國股市錄得正回報，富時 100 指數升 1.8%。近日，部份歐洲國家的新冠病毒確診個案上升，令人憂慮出現第二波感染。然而，2020 年初爆發的公共健康危機已逐漸遠去，當時這場危機令歐洲各國政府措手不及。製造業的營商信心依然正面。值得注意的是，歐元區的動力分歧 — 德國和意大利製造業繼續復甦；法國及西班牙則略為收縮（逐漸靠穩）。德國製造商來自主要國際貿易夥伴的新訂單數目持續上升，尤其是中國。服務業仍面對抗疫相關限制造成的嚴重衝擊，表現繼續備受重挫。勞工市場在 7 月份有所改善。歐元區失業率上升 0.2%，在 7 月份達到 7.9%。隨著英國與歐盟展開新一輪談判，英國脫歐再度成為市場焦點。現時雙方就國家補助問題陷入膠著，達成協議的可能性似乎下降。貨幣政策方面，歐洲在上月繼續採取利率長期偏低的立場。英倫銀行官員對負利率政策持開放態度。財政刺激措施方面，德國就擴大總值 100 億歐元的新冠病毒援助措施達成共識，法國則就 9 月 3 日到期、總值 1,000 億歐元的刺激經濟計劃公佈詳情。

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，但仍低於歐洲央行的目標（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%）。雖然在 7 月及 8 月期間，多個國家出現新一波疫情，導致經濟活動的高頻指標放緩，但經濟活動在第三季初迅速復甦。由於避免大規模裁員的計劃仍然生效，因此失業率並無飆升至歷史高位，但仍然錄得升幅。展望未來數季，與新一波疫情爆發風險相關的不明朗因素可能使經濟活動無法重返疫情前的水平，但在超寬鬆貨幣政策及逆周期財政政策支持下，我們預期本土和外部需求將逐步回升。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。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。我們對歐洲股市持中性立場。區內經濟環境逐漸改善，但第二波疫情爆發的風險浮現，可能影響步履蹣跚的

復甦進程。第二季企業盈利業績優於市場早已看淡的預期，前瞻性指引的能見度極低，因此估值分歧仍然龐大。展望未來，投資者應保持慎選持倉，並專注物色具抗逆力的業務模式。

日本股市

日本股市在 8 月表現強勁，日經 225 指數上升 6.6%，日本 TOPIX 指數亦升 8.2%。在 8 月 28 日交易時段，投資者揣測安倍晉三可能辭任首相，導致股價微跌。他確認辭任後，市場大致維持不變。雖然日圓轉強，但以淨值計算，日圓兌大部份主要貨幣整體於月內稍微偏軟。投資者日益憂慮中美貿易摩擦所造成的影響，而市場亦大致由貿易消息主導。儘管貿易問題帶來負面影響，但家庭消費和資本開支為經濟增長提供支持。撇除政治因素，鑑於疫情大流行仍對日本經濟造成嚴重衝擊，導致 8 月份經濟活動進一步收縮（但收縮步伐放緩）。製造商和服務供應商的新訂單及產量水平下降。經營狀況仍面對挑戰，企業在 8 月大幅裁員。疫情相關發展仍非常不明朗，令未來商業活動的預期惡化。雖然企業利潤明顯受壓，但最近的季度業績期令市場喜出望外。受疫情影響，市場難以作出明確的盈利普遍預測，許多公司因市況甚為不明朗而不願意如往常般提供指引。

日本央行最新的經濟展望重申利率長期偏低的指引，基本上亦排除 2021 年政策正常化的可能性。雖然我們預料央行將會維持寬鬆的貨幣政策，但估計不會再度減息，因為官員對負利率代價表示憂慮。以財政開支和資產購買計劃配合收益率曲線控制的政策組合將會持續。如果第二波疫情爆發開始對經濟構成壓力，當局可能會加強前瞻性指引及特別信貸方案。經濟持續從第二季低位回升，即使新冠病毒疫情重燃，導致 8 月份的升幅放緩。儘管每日新增確診個案遠遠超越過往高位，但政府並無再次宣佈進入緊急狀態。雖然如此，新一波疫情重現的風險，以及第二季國內生產總值表現遜於預期，使復甦進程增添不明朗因素。因此，我們下調全年增長預測，由 -4.7% 至 -4.1% 降至 -5.1% 至 -4.5% 區間。基於負產量差距，預料通脹將於 2020 年餘下時間持續疲弱。我們對日本股票保持中性。由於日本經濟依靠出口，當地股市應可受惠於環球增長前景改善和有利周期股的環境。

亞洲（日本除外）股市

MSCI 亞洲（日本除外）指數維持正面動力，在 8 月份報升 3.6%，連續三個月錄得升幅。市場傳出感染率下降的正面消息，加上疫苗可望研製成功，而且亞洲經濟體重啟經濟使限制逐步放寬，均帶動投資者的憧憬和樂觀情緒升溫。此外，企業盈利優於預期，央行亦發表溫和展望，有助刺激消費信心和推動股市走高。各國表現好淡紛呈。澳洲 AS30 指數繼續受惠於商品價格回升趨勢，報升 3.1%。此外，出口主導的南韓綜合股價

指數上升 3.4%，印度 Sensex 指數亦升 2.7%，兩者均表現向好。馬來西亞股市是區內表現最差的市場，下跌 4.9%，源於部份企業在月底公佈盈利後，投資者有選擇地重新調整投資組合配置。至於其他表現遜色的市場，泰國證交所指數及台灣加權指數分別下跌 1.3% 和 0.6%。由於第二季盈利動力正面，盈利回升的憧憬繼續推動風險資產價格走高。在 80% 已公佈業績的企業中，有 50% 表現勝於預期，37% 則較預期遜色。業績優於預期的公司大部份來自北亞市場，主要是科技行業，而房地產、材料和必需消費品等傳統行業的業績持平或轉佳。東南亞市場第二季業績普遍使人失望。印尼方面，疫情持續蔓延，而政府放寬封鎖措施已稍微緩和市場壓力。財政部與印尼央行合作推出一項「共同分擔」計劃，印尼央行為甚高的赤字水平提供資金支持。在過去兩個月，即使通脹維持甚低水平（按年 1.5%），經常賬赤字收窄，而且產量差距龐大，但貨幣政策保持審慎，當局只減息 0.25%。政府在 8 月中公佈 2021 年財政預算案，將明年預期財政赤字佔國內生產總值的比例由 5.2% 輕微擴大至 5.5%。直至目前為止，財政撥款非常謹慎，有助抵銷收益不足的影響。雖然印度儲備銀行在 8 月初暫停放寬貨幣政策（回購利率一致維持在 4.0%），但當局對政府債券實施特別公開市場操作，確保金融市場有秩序運作。

亞洲國家有可能率先擺脫這次疫情危機。投資者應致力識別這些情況及新主題，包括一帶一路。印度方面，即使經濟狀況嚴峻，使印度儲備銀行維持溫和立場，但近期整體通脹水平遠高於目標區間，限制當局進一步放寬政策的空間。通脹放緩的情況面對挑戰，因此我們認為未來進一步放寬政策的空間甚微。年初至今，在手套生產行業的推動下，馬來西亞股市成為表現最佳的東協市場。雖然政府公佈的措施可能有助緩和經濟逆轉的影響，但預料本土消費不會在未來數月上升。至於泰國，上半年企業業績好淡不一，銀行和建築公司的業績使人失望，但運輸業的交通流量優於預期，而且營運開支減少。小額融資公司等非銀行金融企業的按年貸款增長強勁，抵銷利潤率下降的影響。政府成立工作小組，專責改善經濟狀況，包括解除限制、放寬國內旅遊、加推財政和貨幣刺激措施（包括將政策利率由 0.5% 下調 0.25%）、控制收益率曲線及容許銀行恢復派發中期紅利。我們對亞洲股票保持中性。中美關係等地緣政治議題及新冠病毒疫情，是目前需要監察的主要指標。

中國及香港股市

儘管中美兩國的政治雜音增加，但 MSCI 中國指數維持利好動力，報升 5.7%。宏觀經濟數據及企業盈利均勝於預期，特別是科技行業，刺激投資者的樂觀情緒升溫。宏觀經濟方面，8 月份製造業採購經理指數升至 53.1。出口在 7 月亦按年擴張 7.2%。數據顯示踏入第三季，經濟持續復甦，儘管環比增長步伐放緩。整體居民消費價格指數有望在今年餘下時間回復跌勢。預料通脹不會在 2021 年之前顯著升溫。政治方面，緊隨華為

後，TikTok 成為中美衝突的下一個焦點。此外，美國國務院正要求獲得資助的機構減少對中國企業的持股比例。利好消息方面，雙方重申落實第一階段貿易協議。MSCI 香港指數高收 7.9%，本港出口升 7.9%，按年則跌 3%；在環球經濟疲弱、中美貿易緊張局勢升溫及新冠病毒疫情影響下，進口下跌 3.4%。然而，輸往中國內地的出口維持強勁，按年增長 5.2%。另一方面，儘管失業率升至 6.1%，但隨著第三波疫情爆發，促使港府實施限制措施，消費者物價指數通脹回落 2.3%。

7 月底召開的中共中央政治局會議標誌廣泛貨幣寬鬆政策告終。我們預期年內當局不會再調低中期借貸便利利率或貸款市場報價利率。中國人民銀行（人行）重申不會對市場進行「大水漫灌」。事實上，人行很可能推出定向再貸款工具，以便可「精準引導新增融資流向實體經濟，尤其是小微企業」。此外，當局鼓勵銀行打破實際貸款利率的「隱性下限」和降低收費。隨著房地產一級市場強勁上升（升 15%），當局採取預防性措施，包括擴大共有產權住房計劃，收緊貸款限制（買家和發展商）。目前為止，有關措施未能有效遏抑房價漲勢。儘管人行在 8 月向市場注入 8,900 億元人民幣，但隨著銀行同業拆息上升，流動性仍然趨緊。人行憂慮資金會轉移至金融市場，繼而可能催生股市泡沫，因此不願放寬銀根。著重透過內部消費刺激增長應利好本土消費企業。我們看好中國股市。大部份主要經濟體均難以在 2022 年之前回復至疫前水平，但中國有望成為唯一在 2020 年經濟復原的國家。我們對香港股市持中性立場。美國與中國／香港的緊張關係升級，雙方互相採取制裁，加上暫停雙邊稅務協議及對所有港產貨品重新標示為「中國製造」，均利淡香港經濟。

環球債券

鑑於美國聯儲局實行新的貨幣政策框架，加上預期通脹可能輕微超出目標，美國債券收益率曲線上移，並趨於陡斜。在 8 月份，美國 2 年期債券收益率升近 0.03% 至 0.13%，美國 10 年期債券收益率由月初的 0.53% 升至月底的 0.71%。備受市場關注的 2 年期與 10 年期債券息差由 0.42% 擴闊至 0.57%。德國政府債券走勢與美國國庫債券相若，收益率曲線略為走斜，收益率上升：德國 10 年期債券收益率由 8 月初的 -0.53% 穩步升至月底的 -0.4%。月內，德國 2 年期債券收益率上升 0.06% 至 -0.66%。周邊國家繼續受惠於總值 7,500 億歐元的歐盟復甦基金，同時息差收窄：德國 10 年期政府債券與意大利 10 年期政府債券的息差在 8 月初接近 1.54%，其後在月中見底，錄得 1.38%，最終在月底收報 1.49%。摩根大通新興市場債券綜合指數+月內造好，上升 0.3%。綜觀歐洲信貸市場，歐洲 iTraxx 主要信貸指數息差月內由 7 月底的 0.61% 收窄約 0.06%。彭博巴克萊美國企業債券指數低收 1.4%，表現遜於歐洲企業債券指數。瑞士信貸歐洲高收益債券指數月內高收 1.3%，表現略優於報升 1.2% 的廣泛瑞士信貸高收益債券指數。

環顧美國市場，即使聯儲局維持寬鬆立場，但高頻和實質經濟數據仍然令人鼓舞。然而，不同資產類別以及大型與小型企業之間存在社會經濟鴻溝。雖然我們意識到一旦民主黨勝選，或會對企業增長構成阻力，但現階段亦不應完全排除特朗普連任總統的可能性。因此，我們整體上取態審慎，並維持足夠的流動資金緩衝。我們仍對美國國庫債券（估值過高）持防禦性立場：值得注視的多項因素包括增發美國國庫債券、經濟活動回升和赤字開支，而後兩者可能推高中長期通脹。我們看好企業信貸，但建議投資者對估值飽和的債券和貸款獲利套現。市場目前受財政和貨幣干預措施的消息影響，雖然部份國家政府正忙於恢復財政支持，但上述干預措施持續推低利率和息差。然而，債務水平趨升、疫情存在第二波爆發的風險，以及圍繞美國選舉年的地緣政治緊張局勢均對市場構成威脅。從投資者的角度來看，雖然進一步降低信貸質素以取得額外收益的誘惑仍然偏高，但這需要配合嚴選投資和專注流動性的策略，以作均衡配置。整體上，我們看好政府債券。從環球固定收益的角度來看，我們因其避險地位而偏好美國國庫債券。我們對歐洲核心國家政府債券維持審慎，對周邊國家債券則保持樂觀，但投資者應鎖定部份收益。目前，歐洲核心國家政府債券的收益率曲線似乎不大可能走斜，因為歐洲央行應會在通脹溫和的情況下限制加息。我們繼續看好亞洲硬貨幣債券（歐元多於美元）。我們看好信貸。刺激經濟措施繼續為投資級別信貸的需求帶來支持，但目前市場定價已反映當局加推刺激措施和疫苗面世的影響。我們建議投資者保持適當的流動資金緩衝，並適時對債券和貸款獲利套現。我們看好歐洲投資級別企業債券，並相信歐洲信貸的整體違約情況持續穩定。在歐洲央行支持下，歐元區投資級別企業的槓桿水平仍然低於美國同業，而且整體融資成本較低。整體來看，儘管我們對投資級別金融和後償債券持正面觀點，但仍然關注 9 月份大量發債的情況。總括而言，嚴選投資仍是關鍵。

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