

2020年6月30日



Kristina Hooper
景順首席環球市場策略師

2020年上半年的情況至少可以說是出乎意料的。隨著2019新冠病毒疫情迅速蔓延，全球進入封鎖狀態，使經濟活動停滯並導致需求空前減少，所以，我們的全年展望在瞬間變得不合時宜。

因此，我們編製年中展望。

不可否認地，在全球疫情尚未結束之時而展望未來六個月的前景，頗具挑戰性。然而，波動時期需要專注於我們從過往市場及景氣循環中汲取的經驗教訓。根據以往經驗，我們得知熊市通常是經濟衰退的先兆，並以劇烈的波動、失衡的投資者配置及悲觀情緒收場。在此期間可以見到，應對措施紛紛出爐，金融環境放寬，股市回升，一個新的景氣循環從過往衰退的低谷中誕生。另外，市場的經濟敏感部分開始反彈，並隨著復甦趨穩而最終領先。問題在於現在的情況是否會遵循這一典型模式？

復甦將會是甚麼形狀？我們的全球基本情況。

目前，市場人士對復甦的型態爭論不休。為了協助構思總體展望，我們構建一個簡化模型，結合各國GDP結構與各國遭受的不同衝擊。然後，我們假設在各種情景下的封鎖情況及對GDP成長趨勢的衝擊。最後得出經濟復甦型態的一系列可能結果。

我們的預測方案是在初始階段，全球經濟復甦將是緩慢而又參差不齊的；我們可以將其型態看作是「平方根」型或「對勾」型。我們假設封鎖將逐漸鬆綁，消費者行為將逐漸恢復正常。我們的基本情況亦假設疫苗的研發不會很快成功，而且政府將祭出額外的財政支撐。

這一情景自然取決於各種因素：感染率、財政政策、貨幣政策、公共衛生政策（包括封鎖的嚴謹程度）及療法和疫苗的研發進展。消費者及企業行為亦會造成影響。例如，在感染人數增加時，部分國家或州可能選擇不重新實施封鎖，所以消費者及 / 或企業可能自我隔離。

美國展望

美國已出現復甦「苗頭」，在下半年，經濟復甦苗頭很可能持續發展壯大，儘管速度會較為緩慢。然而，我們需要認識到，部分經濟環節仍然非常脆弱，包括服務業及公共部門。我們亦擔心最近感染率上升的問題，這可能阻礙美國經濟復甦。

考慮到下半年美國經濟面臨的上述及其他挑戰，我們認為政府持續推出財政刺激措施最為關鍵，尤其是對受到疫情打擊的家庭及企業以及州和地方政府發放補貼。一如以往，糟糕的政策組合會扼殺剛剛起步的週期，這是一大風險。然而，我們預期國會及川普政府將推出必要財政政策，幫助企業、家庭及市政府渡過難關。我們亦預期聯準會將信守承諾於未來數年推出支撐政策。所以，我們的焦點轉向財政及經濟重啟政策。

龐大經濟環節的重啟充滿風險，幾個州的新冠病毒病感染人數不斷上升。經濟活動再次停擺將帶來額外的市場波動，但重要的是，我們預期不會出現如年初一樣嚴格的停擺措施。我們現在對病毒的了解已遠遠超過2020年3月份（口罩及擴大社交距離的好處以及戶外聚集風險降低），經濟復甦苗頭應能持續成長。

顯然地，新週期已經啟動，這次美國歷史上最嚴重的衰退很可能會是持續時間最短的。不過，我們預期復甦不會是V型，因為考慮到此次危機的性質，復甦將斷斷續續。金融市場目前反映經濟成長走勢趨穩，跡象包括略為上升的債券殖利率、略為貶值的「避險」

貨幣、更穩定的商品價格、更窄的信貸利差及股票領先表現。我們預期這些趨勢將延續到下半年，但我們承認此情況存在風險，可能包括中美摩擦升級及疫情可能出現第二波感染。短期內市場可能表現波動，令大型股及長期增長股表現領先。然而，我們的基本情況是全年內復甦將會持續，在復甦趨穩後，預計早週期性價值股將會領先大盤。

歐元區展望

在我們看來，由於在很多大型歐元區經濟體中，尤其是法國、義大利及西班牙，旅遊業在GDP及就業方面舉足輕重，歐元區經濟復甦初期型態的可見性較低，我們預期夏季結束後經濟復甦的型態會更趨明朗。目前，我們預期歐元區核心地區（德國及北歐）要比南歐及法國更快復甦。前者的經濟活動更多地集中於製造業及專業/商業服務業，而後者的GDP佔比更加偏重旅遊業。這些因素顯示，歐元區的國家股票指數及債券表現將繼續多元化。

在好的方面，數個歐洲國家已經頒布法律，至少會在危機期間為工人及家庭提供部分收入補貼，甚至保障就業。例如，義大利禁止公司在2020年裁員。這些措施應有助於支持經濟穩定復甦。

慶幸的是，正在醞釀中的歐元區共同財政政策（儘管財政聯盟尚未成立），可能有助於解決區域內的競爭力及經濟成長問題。制度及設計上的雙重缺陷在競爭力及經濟成長的範疇加劇了歐洲經濟的脆弱性，尤其是歐元區。一如以往多次討論過，沒有財政聯盟的貨幣聯盟極容易出現問題。我們樂觀地認為，達成共同財政政策可能對提高商業信心及支持歐元區經濟大有幫助。

金融市場方面，近期的反彈讓評價即使在歐元區也變得昂貴，儘管其評價還沒有像美國那樣高昂。在我們看來，由於政府債券殖利率處於較低水準，從股票風險溢價來看，歐元區股票可能更具吸引力。

固定收益方面，部分主權債券提供相對較高的殖利率，例如義大利，但實際上是對歐洲央行的支持的押注。整體而言，從投資者須承擔的風險水平來看，固定收益的絕對價值不大。信貸更是引人注目。儘管3月中旬的高峰過後，絕對殖利率已下降，而利差亦大幅收斂，但是相較於過去20年的其他市場表現受到壓抑期間，隱含違約率仍高。投資級別及高收益債市亦是如此。總而言之，鑑於我們正在進入嚴重經濟衰退，我們認為投資級別債券的潛在經風險調整後報酬情況比高收益債券更具吸引力。高收益債券方面，考慮到部分投資級別債券評級已從降至高收益債券類別，最優質的高收益類別可能較為吸引。

英國展望

英國下半年的經濟表現似乎很可能比歐元區稍微疲弱。英國沒有嚴格地執行及遵守封鎖措施（美國亦是如此），而且公共衛生系統比歐洲國家更加疲弱，導致死亡率較高，額外死亡人數亦較多，而其經濟衰退嚴重程度卻如同採取更加嚴格的封鎖措施的國家。

另一憂慮是英國脫歐在即。英國政府已經取消延長脫歐過渡期，堅持在年底達成貿易協議或「硬脫歐」（或許是相信無協議脫歐不會比封鎖更加痛苦）。雖然我們同意這一看法，並且看到談判釋放有利信號，但預期談判將就不同產業達成多項「迷你協議」而非一項全面協議，這意味著貿易摩擦擴大及生產力成長走弱。

重重挑戰可能阻礙商業活動恢復，以及經濟再度衰退的風險高於其他主要經濟體。隨著封鎖逐步解除，我們預期經濟活動將反彈，但經濟活動受到第二輪疫情爆發的威脅及英國脫歐所引發支出壓力的雙重限制。除非英國脫歐形勢更加清晰，以及疫情及脫歐過後政策得以確定，我們預期相關不確定因素會一直壓抑家庭對耐用消費品的重大支出、企業新增重大資本支出及大規模新增外國直接投資計劃，阻礙其迅速恢復。然而，我們亦認識到英國消費者的韌性。雖然面臨不利因素，但我們相信下半年的確可能存在消費者支出優於預期的上行風險。

我們的預測方案是，封鎖導致的低迷經濟成長，加上英國脫歐，將在短期內導致利率低、貨幣疲弱及風險資產承受一定的壓力。但隨著時間的推移，我們相信便宜的評價及政策支持應會提振英鎊及英國的風險資產。

日本展望

日本的第二季GDP成長目前預期將大幅下滑。由於去年10月份上調消費稅阻礙消費，日本的經濟在新冠病毒疫情之前已經疲弱。然而，就第二季而言，我們預期日本的消費下滑幅度將比美國及歐洲溫和得多。日本從未實施嚴格的封鎖措施，並且隨著政府在5月25日解除全國所有地區的緊急狀態，消費活動似乎已觸底反彈。我們預期，「新生活方式」下的經濟復甦很可能在未來數月持續下去。透過第二輪追加預算實施的大規模財政刺激很可能支持經濟成長。

在我們看來，未來幾季，日本經濟最重要的風險是出口下滑。由於全球經濟為長期的負產出缺口做好準備，日本的資本貨物出口可能惡化。主要經濟體的第二波新冠病毒疫情可能亦會損害出口。服務業的破產案例增加亦是一個擔憂。

市場方面，由於日本央行的殖利率曲線控制政策提供穩定的環境，儘管爆發疫情，日本的債券市場在近期數月維持穩定。此外，日本央行在3月份決定將其股票交易所交易基金的購買量增加一倍，此舉支撐股價。倘若聯準會在今年年底採取殖利率曲線控制政策，美國與日本之間穩定的利率差將可能會鼓勵資金從日本流向美國，這應產生日圓兌美元貶值的壓力。然而，在非常短期內，市場對美元的過度需求下降應會伴隨著全球資本市場的正常化，可能會創造成日圓升值的壓力。

中國展望

我們對中國的展望維持正面。中國經濟已在多方面大致恢復至正常水準，不過消費和私人投資仍然疲弱。然而，由於疫情相關的不確定因素消退，消費者和企業更有信心消費和支出，因此我們仍預期市況將隨之改善。與日本一樣，我們擔憂出現下行風險，由於新冠病毒疫情的擴散嚴重削弱全球需求，今年下半年製造業採購經理人指數將不會持續其上半年V型反彈的走勢。

相較於其他國家，中國推出的財政刺激及貨幣寬鬆政策一直較為保守。我們相信全國人大會議將會推出額外的措施，這似乎有待驗證。我們認為中國政府保留部分「彈藥」以防總體環境惡化是有必要的。我們仍然預期下半年貨幣政策將放寬；然而，這可能將包括有針對性地小幅度削減不同的利率。

金融市場方面，中國作為重新開放的首個大型經濟體，其股市今年迄今表現相對出色合乎情理。如中國人民銀行在今年下半年再向市場注入數輪資金，應會利於中國境內A股市場。由於A股市場主要受流動性推動，預期市場將因目前的貨幣寬鬆環境獲得良好支撐，故我們仍看好中國A股在今年下半年的表現。市場參與者應關注中美之間的地緣政治緊張局勢。然而關於這一點，我們仍然預期第一階段的貿易協議不會受影響，且兩國不會再度加徵關稅。固定收益方面，中國和其他亞太國家有望開始恢復正常成長，料將惠及企業和金融業。我們維持對中國及亞太信貸的正面看法。

新興市場展望

許多新興市場經濟體因疫情的直接影響及封鎖的經濟代價而面臨嚴峻挑戰，相比於已發展市場經濟體，新興市場經濟體所能提供的財政支持及公共衛生體系支撐有限。資金流繼3月份一度以最大幅度及最快速度撤出之後已然重返新興市場，有賴聯準會大舉放鬆政策所致。長期低利率 / 負利率環境下持續寬鬆的貨幣及財政政策預期顯示，市場持續尋求收益及希望投資於帶動全球復甦的國家，而我們預計這終將提高商品價格及貿易比率，以及入境投資資金流入。

儘管如此，各國經濟結構及應對政策的主要不同之處將使新興市場國家在從封鎖中恢復生機、長期經濟表現及財務報酬上出現巨大差異。因此，我們預期這將增加國家及資產類別選擇的重要性。我們通過比較印度及巴西來說明這一點，這兩個大陸式的新興市場經濟體位處世界兩邊，其經濟結構及資源稟賦存在巨大差異。

印度的感染人數持續劇增，而封鎖措施已造成嚴重的經濟損失，雪上加霜的是印度缺乏財政空間以緩衝封鎖的打擊。因此，印度正在重啟經濟，即使其傳染病曲線似乎正在走俏，而非被拉平。好消息是，政府將實行重要的供給側改革（其曾在2019年大選前撤銷該改革），重點是重新分配及提振需求的措施。對勞工市場的改革應會促進投資及推動成長，尤其是倘若政府接下來展開金融業改革，包括資本重組及累積壞賬重組。倘若印度政府確實完成一系列改革，如同印度歷史上每一次重大改革時期一樣，外國直接投資及資本支出或會給出有力的回應。然而，風險在於改革進展可能緩慢及不充分，在此情況下印度的復甦可能不如人意。

巴西方面，疫情開始失控，但聯邦政府仍不願實施限制措施，即使州政府已採取更加切合實際的方式。為應對疫情，政府已暫時停止其自行實施的財政限制，而央行則進一步削減處於歷史低位的利率。所有措施應有助於穩定經濟，但巴西、拉丁美洲以及新興市場整體的商業活動恢復及經濟成長持續復甦，料將完全取決於是否成功控制疫情及全球經濟是否實現可持續復甦，因這樣才有助提升商品出口價格及數量。

大多數亞洲新興市場已然成功控制住疫情及開始復甦。如南韓等國家建立了強大的聯絡追蹤基礎設施，並做好更充分的準備以應對病毒的任何捲土重來。與日本及中國一樣，該等國家面臨的最大威脅是其產品的全球需求疲弱。我們認為，亞洲新興市場股票及債券的前景較其他新興市場更具吸引力。

結論

總而言之，在額外的財政及貨幣政策支持下，我們認為經濟復甦苗頭有望在2020年下半年繼續發展壯大，但速度緩慢及不均勻。毋庸置疑，我們的觀點可能會因各種目前大量的不確定因素影響到總體環境而迅速轉變。上調展望最大的可能性是新冠病毒疫情受控並出現顯著利好的轉向，令消費者行為恢復至正常。下調展望的風險包括感染人數急劇上升，導致消費者行為長期改變、再度封鎖及過早減少政策支持。

在當前的環境下，鑑於政府已經提供大規模的貨幣政策支持，我們預期風險資產將有出色表現。我們贊成每個人的投資組合對股票配置實行廣泛的多元化。固定收益方面，超額配置企業投資級別債券及小幅超額配置企業高收益債券或利於投資表現。另外，我們支持適當對另類資產類別（包括房地產、商品及現金）部署投資。鑑於當前的環境，我們認為多項資產的波幅將加劇。我們相信，相比過去十年任何時候，現在進行充分的多元化投資將極其重要。

歡迎加入景順好友



LINE 景順投信

景順投信 獨立經營管理
景順證券投資信託股份有限公司
11047台北市松智路1號22樓
客服專線:0800-045-066
網址:www.invesco.com.tw

本文獲得環球資產配置研究主管Paul Jackson、環球市場策略師Brian Levitt、多管理策略師Luca Tobagi、環球市場策略師Arnab Das、環球市場策略師David Chao、環球市場策略師Tomo Kinoshita、投資策略師Talley Leger及投資策略分析師Ashley Oerth的支持與貢獻。

投資附帶風險，投資標的及投資地區可能之風險如市場（政治、經濟、社會變動、匯率、利率、股價、指數或其他標的資產之價格波動）風險、流動性風險、信用風險、產業景氣循環變動、證券相關商品交易、法令、貨幣、流動性不足等風險。且基金交易係以長期投資為目的，不宜期待於短期內獲取高收益，投資人宜明辨風險，謹慎投資。詳情請參閱基金公開說明書或投資人須知。本文提及之經濟走勢預測不必然代表基金之績效，基金投資風險請詳閱基金公開說明書。
Inv20-0229