

# 年中投資展望 加速趨勢發展腳步

2020 年 6 月



**HSBC**  
Global Asset  
Management

# 內容

---

|              |    |
|--------------|----|
| 全球投資長的話      | 2  |
| 新冠病毒與社會責任投資  | 3  |
| 總體經濟展望       | 5  |
| 多元資產展望       | 10 |
| 全球股市展望       | 14 |
| 全球固定收益展望     | 10 |
| 全球流動性展望      | 20 |
| Contributors | 17 |

---



# 全球投資長的話

Joanna Munro

全球投資長，滙豐環球投資管理

歡迎來到我們的 2020 年中投資展望 — 過去這六個月在排名上很確定是我們職場上最令人驚奇的期間，確實，很難將我們才剛經歷的巨變以文字表達出來，全球疫情大流行，經濟崩潰速度比大蕭條時快，某些市場從未見的高度波動 — 除此之外，我們很多人被迫只能待在家裡

雖然處於破產與失業情況走高情況中，還是有許多事情值得期待，包括政府與政策決策者都快速回應，金融市場正常運作且具韌性，2008 年危機的經驗有運用上，我們認為最重要的是，雖然新冠病毒顛覆了全世界，同時也證明加速趨勢發展腳步

而加速趨勢發展腳步正是這篇報告的主題，加速發展的趨勢包括風險與報酬間的交換值 (trade-off) 走升，科技的運用，聚焦永續發展 (第五頁有永續投資主管的訪談)，亞洲韌性，低通膨與勞動力彈性

這些長期發展將影響所有資產類別，且與市場一同反應這樣的危機，要點是要有選擇性與確切性，了解企業，產業，地區間風險與報酬間的差異，在接下來的報告中，我們個別投資主管將針對新冠病毒對主要資產類別的影響提出看法，並說明 2020 年接下來與之後的市場展望





# 新冠病毒與社會責任投資

與 Melissa McDonald 對談

社會責任投資主管

## 疫情大流行是否推延了永續發展的議程？

目前為止沒有跡象顯示有此情況，例如歐盟正在推動新綠色政綱，政府正在討論利用這次機會加速轉型過渡到低碳經濟——增加對再生能源的投資，增建綠建築的基礎建設，採取不同燃料來源，轉型到電動車等

這是合理的，這次全球疫情大流行造成的經濟與社會影響的程度，將影響未來我們如何生活，以及如何做生意，對我們的客戶也是如此，疫情只會進一步提高評估永續投資考量因素的重要性，將之作為任何投資討論的一部分。

我希望看到政府根據某些永續發展標準，為企業提供下一階段的支持。同樣地，投資人可以對公司和政府說，人力資本、勞動力、和基礎建設的恢復能力都是資本配置的關鍵。

在大流行期間，我們特別關注了社會議題，而非著眼於議程。例如，社會經濟地位較低的人受到更大的影響。滙豐集團正在與業界同行合作，鼓勵公司更認真地考量社會議題。

## 是否能提供投資人如何應對的例子？

我們是紐約市主計長辦公室、紐約多明尼影響投資，和跨信仰企業責任中心領導的聯盟，其草擬的一封公開信的簽署人。它要求美國公司採取一切可能的步驟來留任員工、提供病假並優先考量健康和 safety。此公開信還鼓勵老闆在財務上保持謹慎，並持續向供應商付款。這些是在關鍵時刻保護我們社會的正確做法。從投資的角度來看，它們也是合理的。

## 監控承諾不需要更好的披露嗎？

絕對需要的——陽光是最好的消毒劑。滙豐集團是氣候相關財務揭露工作小組(TCFD)的早期支持者和採行者之一，該工作組正努力使此類報告成為強制性報告。我個

人希望這適用於上市公司和私人公司，因為整個社會也會有權了解所有機構對於氣候的影響。

我們也是勞動力揭露計畫的一部分，此項計畫具同等重要性。我並不是指每一項員工資訊都應該公開，但將某些想法拿出來討論，整體而言是明智的，特別是在多樣性、薪酬等方面。

投資人具有推動變革的合法性與力量。舉例來說，我們是氣候行動 100+ 小組的創始成員，目前代表著 35 兆美金的資產，並正在推行氣候相關財務揭露工作小組(TCFD)揭露。不符合要求的公司將受到股東決議的約束。最終，已披露的公司其資金成本應該更低，因為投資人能夠更了解風險和機會。



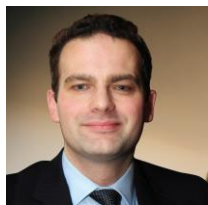
## 疫情大流行如何影響公司治理？

如上所述，在這場危機中，工作的社會面向已顯現。我認為，這使得健全的公司治理(以彈性為核心)顯得更為重要。舉例來說，有些人認為董事會不應該僅有股東。在某些國家/地區，工人已有一席之地，但也許應該也將這樣的想法，擴展到包含其他利害關係人在內。

加上有鑑於對於系統的衝擊，我相信將有更多承諾與決心，朝著更可持續的未來前進。可持續發展界一直在考慮可能導致系統中斷的風險(例如大流行)，且現在主流的投資人已開始仔細研究這些風險。公司當然

必須對他們的投資人做出回應，但也必須對他們的客戶以及其他利害關係人做出回應。與危機初期相比，我對公司將採取的行動更加樂觀和具信心。

治理壓力也將來自大眾。很少有人在討論這在新興經濟體可能會如何發揮作用。例如，較貧窮國家的人民在骯髒、擁擠的城市中承受煎熬，其中有些甚至終其一生如此。經濟活動的下降將汙染降至前所未有的水平。要回到那樣的水平是很困難的，至少要完全回到那樣的水準很困難。



# 總體經濟展望

與 Joe Little 對談

全球首席投資策略師

我們正處於歷史上嚴重的衰退中 — 我們是如何到步田地？

疫情全球大流行及各國採取「大封鎖」措施，締造歷史性時刻。原本對於環球供應鏈的地區性打擊，演變成全球需求急劇崩潰，信心，消費支出，企業部門皆積極緊縮支出，面對疫情大流行所採取的防疫措施，加深了衰退的幅度，根據國際貨幣基金會 (IMF) 所述，這次疫情造成全球面臨大蕭條以來最大的經濟危機。

回應這樣的危機，各國央行及政府迅速採取大膽的行動，各國採取不同措施支持經濟，例如降息、購買金融資產、流動性挹注、為目標銀行與企業提供資金、直接財政刺激、貸款及保證、及監管措施等，我們也看到許多國家在貨幣與財政政策上合作，代表 2010 年以後傳統解決方式的大幅轉變。

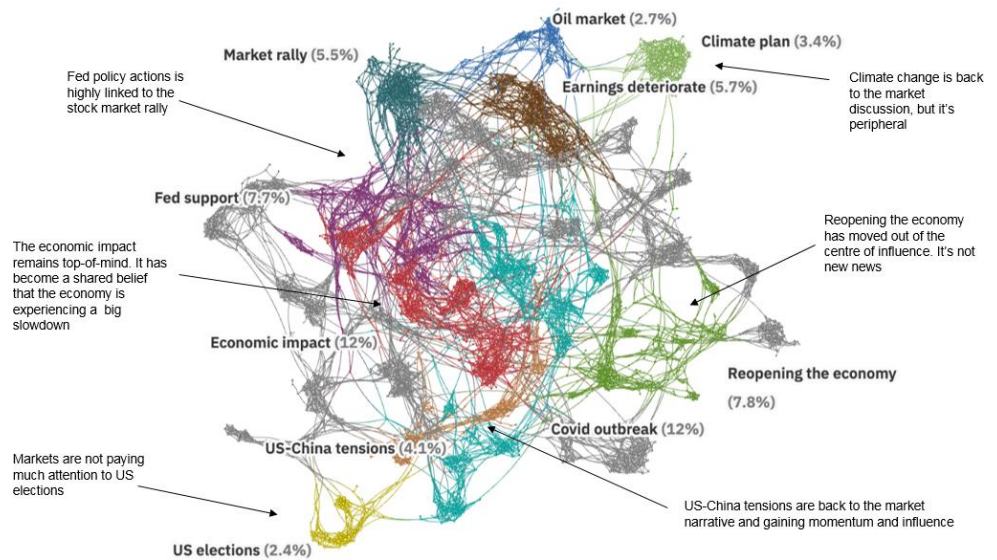
目前，我們追蹤即時產出的全球 Nowcast 模型，顯示全球經濟成長目前約在負雙位數年增率，中國與亞洲工業國家表現相對較佳，全球經濟驟然停止 — 就是突然遭遇斷電一樣

這連帶也使得金融市場的風險規避情緒大幅上揚，全球股票在僅僅一個月多就跌掉 3 分之 1 — 成為史最快成形的空頭市場，信用利差擴大數百個基本點，像美元與美國公債等避風港資產呈現上揚，而許多金融市場的流動性都出現枯竭

接下來的經濟與市場衝擊太多無法一一列舉，油價跌到負值，公司崩解，數以百萬計的勞工被迫休假，脆弱的新興市場因貿易，旅遊業，匯款，資金外流等衝擊而遭受打擊，信用市場情況突然緊縮，置整個經濟體系於損毀的風險，迫使各國央行採取行動。

金融市場於 3 月中開始穩定下來，其後止跌回升，而不同資產類別及地區的反彈幅度亦不一，例如美國與亞洲表現較佳，新興市場則表現落後。然而，環球經濟遭受非常沉重的打擊。2020 年上半年的情況實在非比尋常。

圖 1: 金融媒體討論的主要主題視覺代表 — 市場陳述仍聚焦下檔風險



資料來源：滙豐環球投資管理，Quid，截至 2020 年 5 月。

市場與衰退經濟間是  
否存在很大的脫結？

史上最快成形的空頭市場之後被最快的漲勢取代，例如那斯達克指數 (Nasdaq) 已重回今年一月份的水準，這樣快速的反轉，讓很多評論專家紛紛想將這樣的市場行動貼上不理性的標籤，但這樣的看法有誤

第一，請記得投資市場是領先指標 — 通常是領先一大段 — 而經濟數據是落後指標，例如，失業率常在股市觸底後仍持續上升，在疫情大流行初期股市下跌了 3 分之 1，投資人恐慌程度已經反應最差的狀況

第二，比預期更大膽的政策支持，實質經濟的展望已因而改善，動物本能 (animal spirits) 也有所提升，2008 年時，聯準會在雷曼倒閉後 2 個月才開始降息，並開始第一輪的量化寬鬆，這一次，聯準會在 2 個星期內即採取動作，而且政策創新持續進行，更前瞻性的指引與”殖利率曲線控管”可能會是下一步，即使聯準會目前仍不願像歐洲央行採取負利率的措施

大膽的政策可達到二個目的: 改善經濟展望與轉移投資人對未來結果分佈的看法，換言之，當極端風險減弱，部份市場的回復反應”災難溢價”的價格過高的事實

第三，當全球經濟數據仍差，部份中國與工業化的亞洲開始邁向復甦之路的速度較許多人預期快，亞洲在這次危機當中扮演領先指標角色，最新的統計數字 (城市等級資料，碳消費，貨物運送，房地產銷售等等) 顯示明顯回工作崗位的動態

最後，股市並不同經濟，從三月中以來，反彈是由科技股與醫療保健股領軍——投資人預期會是贏家的產業，受到疫情影響最大的產業，像是飯店與旅遊業，所佔的指數權重不大，即使美國股市表現看起來領先世界其他股市，從產業標準化基礎來自，其間的差異並不大

總之，我們並沒有看到股票與總體經濟有脫節的情況

下階段會有怎樣的情境？

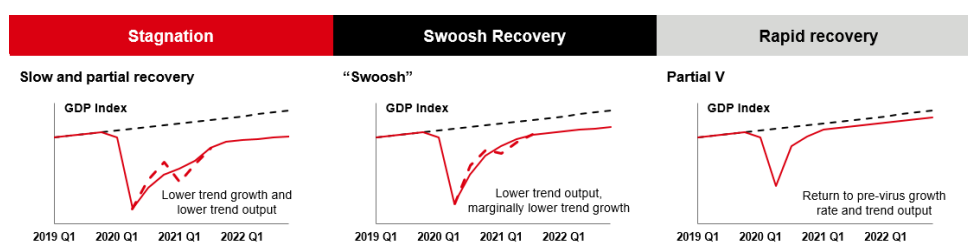
對投資人而言，最大的問題是總體經濟系統多快能重新開始，很明顯的，病毒需要能被管控，代表我們需要看到病例成長明顯趨緩，而且大規模推行檢測與追蹤

經濟情況能像轉動開關一樣恢復動能嗎？當你在思考這問題時，原則上經濟體系能從這類型的自己強迫關門中快速復甦，這次危機的本質與 2008 年時不一樣

話雖如此，預期其間會有挫折是合理的，而重新開始也要花些時間，繼續我們的隱喻，輸電網路受損且高壓電塔倒下，可能會有持久的損傷，學術界長久以來研究認為嚴重的循環性衰退對經濟有長期的影響

圖 2 顯示三個我們認為最可能的情境，如果政策措施能防止第二輪影響，那 V 型反轉復甦是可能的，令人振奮的是，部份亞洲國家似乎在這樣的趨勢上，但這個危機散佈到各處愈久，愈難達到這樣的完美復甦，後病毒經濟可能面臨所謂的” Anna Karenina 原則”——有很多失敗的方式，但只有一種方式可以成功

圖 2: 總體經濟的可能現實



資料來源：滙豐環球投資管理，截至 2020 年 5 月。



我們的基本情境是經濟會出現「NIKE √」型 (swoosh) 的緩慢復甦，這個情境假設各國逐步加強病毒檢測及追蹤、疫情進一步爆發只局限於個別地區及疫苗於 2021 年中面世，而若干限制措施將會持續至 2021 年中。按此推算，這意味經濟已於本季開始復甦。而及至明年底時，新的環球經濟增長軌道將會較以往的水平低，但走勢大致相若。

至於下檔風險方面，不同的經濟體處理危機的能力各有不同（例如在政策靈活程度方面）。第二波感染的風險亦迫在眉睫。另外，外界憂慮經濟蒙受長期損害，例如對貿易流量或勞動市場的打擊。

可否進一步說明這些情境的機率？風險平衡 (balance of risks) 為何？

不確定隨時都存在，但現在對未來的展望最難預測，因為有太多因素滲入其中，除了病毒本身之外，政治與各國央行的創新性政策，代表總體經濟體系將有很多可能結果，投資人必需從機會的角度去思考，並定期更新他們的情境

目前，我們認為全球經濟會呈現「NIKE √」型 (swoosh) 的緩慢復甦情境的機率大約是 60%，這樣的預測較市場共識與 IMF 的預估都較為悲觀，更深層的探討，我們將看到循環性贏家，像是中國與工業化亞洲嶄露頭角，而相對輸家則是亞洲以外的新興市場，較小的石油輸出國，邊境國家經濟體，以及歐元區

上述論點最大的風險是政策錯誤，全球危機模式的反應已是我們可求的最佳情況，而在流動性措施之後，償債挑戰仍在，我們也想知道最後是否會出現“激勵疲勞”的情況，話雖如此，在通膨成為一個風險時，還有許多政策空間可利用，投資人似乎較以往更準備好讓政府打破財政禁忌

當然，危機支持方案代表負債佔 GDP 比率將大幅增加，財政保守無可避免的將變得更普遍，政府不可能維持激進，代表可能會有出現太早縮減政策支持，事實上，這樣的決定將在經濟完全回復到正常狀態下鎖定現況

因此，我們的基本情境是個「NIKE √」型 (swoosh) 的緩慢復甦情境，風險平衡更傾向一個延長的不景氣，而不是 V 型反彈

這對投資策略的意義為何？

危機當中市場的變動僅是使得風險與報酬間已陡峭的互償關係更加突出，目前的價格顯示中長期核心政府公債報酬低於通膨，而風險性資產則反應較高報酬，圖 3 顯示使用我們的風險溢價架構，包含超過 300 不同資產類別模型

Figure 1 is a scatter plot showing the relationship between Expected Return (Y-axis, 0-15%) and Expected Volatility (X-axis, 0-30%) for various asset classes. The assets are plotted as colored dots, and a grey shaded region represents the efficient frontier. The legend on the right indicates Sharpe Ratios for different volatility levels: 0.1, 0.2, 0.3, and 0.4.

| Asset Class | Expected Volatility (%) | Expected Return (%) | Sharpe Ratio |
|-------------|-------------------------|---------------------|--------------|
| 全球資產擔保債券    | ~2                      | ~1                  | ~0.1         |
| 美國2年公債      | ~3                      | ~0.5                | ~0.1         |
| 全球債券        | ~4                      | ~0.5                | ~0.1         |
| 日本公債        | ~5                      | ~0.5                | ~0.1         |
| 德國公債        | ~6                      | ~0.5                | ~0.1         |
| 英國公債        | ~7                      | ~0.5                | ~0.1         |
| 美國10年公債     | ~8                      | ~0.5                | ~0.1         |
| 全球投資等級債     | ~9                      | ~1.5                | ~0.1         |
| 亞洲投資等級債     | ~10                     | ~2.5                | ~0.1         |
| 全球高收益債      | ~11                     | ~3.5                | ~0.1         |
| 亞洲高收益債      | ~12                     | ~5.5                | ~0.1         |
| 亞洲當地債券      | ~13                     | ~4.5                | ~0.1         |
| 新興市場美元主權債   | ~14                     | ~3.5                | ~0.1         |
| 新興市場當地貨幣債券  | ~15                     | ~6.5                | ~0.1         |
| 成熟市場股票      | ~16                     | ~5.5                | ~0.1         |
| 英國股票        | ~17                     | ~6.5                | ~0.1         |
| 日本股票        | ~18                     | ~6.5                | ~0.1         |
| 全球房地產股票     | ~19                     | ~5.5                | ~0.1         |
| 歐元區股票       | ~20                     | ~6.5                | ~0.1         |
| 亞洲股票日本除外    | ~21                     | ~7.5                | ~0.1         |
| 新興市場股票      | ~22                     | ~8.5                | ~0.1         |
| 中國A股        | ~28                     | ~8.5                | ~0.1         |
| 中國H股        | ~29                     | ~7.5                | ~0.1         |
| 私募基金        | ~30                     | ~9.5                | ~0.1         |

較低的政府公債殖利率代表更低的未來報酬，更糟的是，他們的分散風險特性必將變差，因為總經政策從降息與量化寬鬆轉向更具目標性的措施，德國和日本債券指引未來之路，金融危機時的殖利率較去年這個時候來的高

最後，疫情加速經濟與社會趨勢很可能在危機前就已開始，很多趨勢對投資決策將有強烈的含意，我們看到 4 個方面的改變正在蓄積能量，尤其具相關性

首先，從貿易與實體連結來看，新冠病毒正在使得 1990 年代以來的高度全球化倒退，這樣的警告之前有誤，確實，全球化不應走回頭路，但至少，投資人必需調適到一個新的區域化，以及更政治化的規則

第二，經濟民粹變得更根深柢固，不管你的看法為何，目前來看社會——經濟模式短時間內似乎不太可能有交會，亞洲模式將有別於歐洲模式，或美國模式。

第三，從使用科技渡過本次危機階段來看，人類的確出現大躍進，在總體經濟方面，可能終結已困惑經濟學家超過十年的生產力成長乏力的情況，這對報酬率來看無疑是正面的

最後，如果疫情前的對經濟效率的執著被聚焦系統韌性所取代，環境與社會議題在議程上將被提升，提倡綠色新政，以及更強調社會公平的概括方式成長的時機可能已經到來



# 多元資產展望

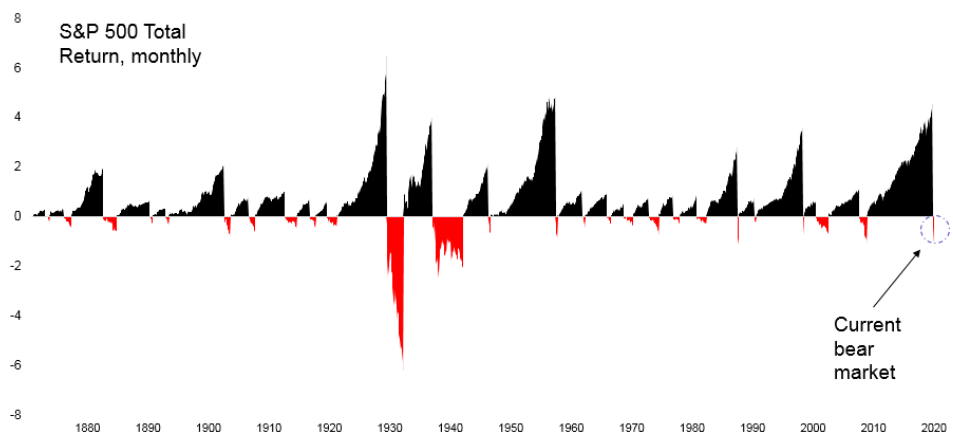
與 Jean-Charles Bertrand 對談

環球多元資產投資總監

市場拋售是怎麼回事？

今年市場的表現有兩個極端的階段，第一個階段是3月的市場拋售。儘管拋售的速度出乎意料，與1987年事件趨動的空頭市場相較，資產類別的相對報酬符合市場暴跌的典型情況。原油價格領先下跌，隨後則是新興市場股票，再來是成熟市場股票（美國除外），及美國股票，高收益債與新興市場強勢貨幣債表現優於股票，而投資等級債僅微幅下跌，美國投資等級債則持平，避風港資產，像是美國公債，黃金，日圓，瑞士法郎則出現正報酬。

圖 4: 史上最快的熊市



資料來源：滙豐環球投資管理，GFD，截至2020年5月。

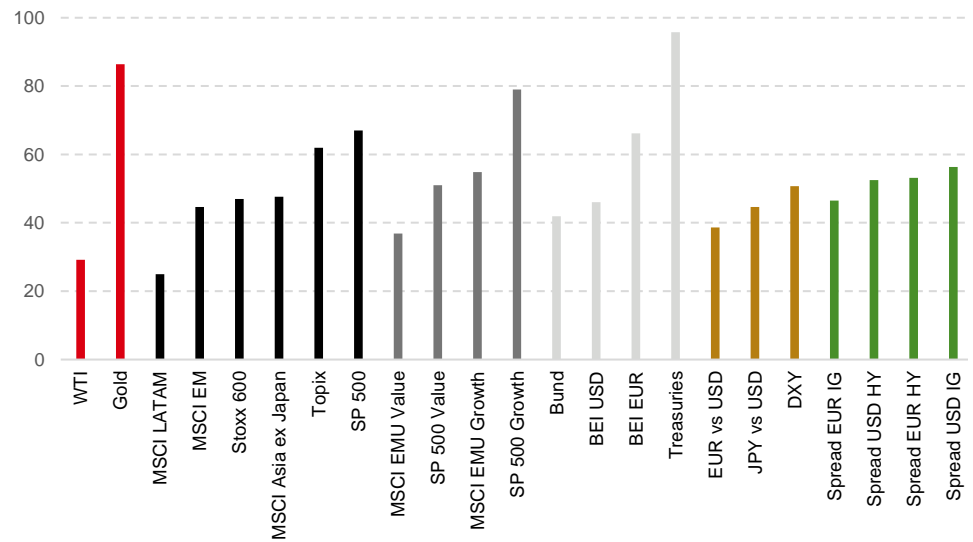
之後的大漲是怎麼回事？

然而，市場其後的反彈情況相對不尋常。開始時，偏向防禦性（即被視為較安全的資產表現不俗），政府債券持續接近年初至今的高位，利率則持續偏低及保持穩定。黃金亦有不錯表現。這情況與過往的復甦相反（過往隨着投資者重拾風險胃納，避險資產通常承受壓力）。

即使在風險較高的資產之中，防禦性較高的資產亦表現領先，例如美國股票的表現較其他股票市場佳。同樣的，在新興市場中，防禦性較高的亞股表現優於拉丁美洲股市，更深入探討這趨勢，成長股打敗價值股，這情況相當少見，通常，價值導向的景氣循環股在市場反彈時表現較佳

整體來看，風險性資產很快的回復幾乎一半的跌幅

圖 5: 各資產類別回復至 2020 年高點百分比



資料來源：Bloomberg，Datastream，滙豐環球投資管理，截至 2020 年 5 月 26 日。

## 防禦性大漲會持續嗎？

市場在歷經這麼強勁而快速的反彈後，質疑市場大漲是否能持續是個合理的問題，大規模的貨幣與財政行動已降低尾端風險，這對風險性資產是正面的，市場似乎正在應證這終將是一個事件趨動的空頭市場，而不會變成景氣循環的情況，這個假設是全球經濟能相對較快復甦，因為潛在的疲弱並非結構性的，使得損失能很快的就回復

無論如何，循環性風險仍在，執行政策行動與刺激措施相對簡單，重啟經濟的實際過程風險較大，社交距離降低了新冠病毒的擴散，但是，我們離群體免疫仍有相當遠，感染率在重啟經濟後可能再度增加，檢測與接觸追蹤有助於控制疫情，但並非每個國家都準備好了

中國正重回正軌，當地經濟偏重製造業，重啟過程會較以服務業主導的經濟體容易。此外，值得注意的是旅遊及娛樂等其他行業的數據仍然疲弱。中國民眾雖然已復工，但社交生活或消費仍未回復昔日的水平

因此，市場對於經濟可迅速回復正常的預期可能過於樂觀。假如環球經濟增長上升速度較慢，浮現較廣泛週期性問題的風險便會增加。跨經濟體的第二輪效果的風險依然普遍，例如，企業債務違約與歐元區及一些新興市場經濟體的脆弱性。市場目前認為出現這類風險的可能性偏低。

## 如何為投資組合準備 面對未知數？

對長期投資人而言，風險性資產仍具不對稱的上檔空間，不過，對於投資期限較短（12 個月或以下）的投資人來說，或許應趁機在 3 月以來的牛市過後降低一些風險。短線的弱勢情況或會於今年較後時間提供具吸引力的重新入市契機。

我們建立偏好風險/規避風險投資組合的方式，透過有效的防禦與積極配置，在不同情境下能有不錯表現，我們增持公司債以微幅增加風險部位，也偏好黃金，我們對股票持相對中立的看法，例如，我們目前增持美股，把它當成長一個防禦性的市場，另外，減持整體新興市場股票，但我們較看好相對較防禦性的市場，例如亞洲股市，以及較具景氣循環性的巴西股市

雖然從評價角度來看，我們認為新興市股票提供較具吸引力的長期投資標的，其中的差異性很大，我們根據不同的因素進行評估，技術性指標像是趨勢與動能，加上總體經濟情況，對整體新興市場股票來看較沒有助益

整體而言，我們偏好獲央行支持的資產。我們對投資級別債券持偏高比重，因為利差具吸引力，加上聯準會及歐洲央行的支撐措施限縮了下滑風險，我們目前對高收益債持中立觀點，主要是支撐措施有限，例如，在美國僅墜落天使部份獲利支撐。

就歐元區而言，我們認為對債務持續性有些合理的擔憂，我們對義大利持策略上審慎的看法，不過，近期法國-德國對新冠病毒復原基金 (Covid Recovery Fund) 的提案，我們認為是正面驚喜，將有助於在短中期間穩定與有能壓縮病毒擴散

我們對政府債券的配置已經減少，以評價角度而言，我們認為政府債券不太具吸引力；隨着利率接近零，政府債券的避險特性變得越來越有限，價格將局限於區間震盪。我們偏好有較高利差與實質利率的債券市場，像是澳洲與紐西蘭

我們相信當高風險市場走勢逆轉時，另類資產能夠較有效地為投資組合提供防禦力，尤其是大宗商品交易顧問 (CTAs) / 順勢交易策略。此外，我們認為必須透過其他防禦性資產多元化分散風險，當中包括黃金及美元、瑞士法郎和日圓等貨幣

雖然日圓的利差因為全球利率趨近於零為負值，利差負值已見減少，且相關性較低，同樣的，黃金目前看起來有點貴，但如果實質利率長時間維持相對較低水平，我們相信黃金價格應有支撐

至於新興市場債券，我們看法較為謹慎，我們看到許多強勢貨幣新興市場債的高收益部份的脆弱面，雖然從評價面來看，新興市場貨幣已變得較具吸引力，由於新興市場國家普遍央行積極降息，利差對貨幣的支持因而減弱

## 長期機會何在？

評價面來看，投資組合能受惠於一些資產類別相對於歷史水準呈現大幅折扣，雖然 3 月以來出現回漲，成熟市場的例子包括加拿大，澳洲股票，新興市場方面，波蘭與巴西較為明顯

同樣的，挪威克朗與墨西哥披索目前評價處於歷史低點，此外，雖然短期內將因為油價崩跌而可能承受壓力，美國的平衡通膨率長期持有來看具吸引力



此外，從產業角度來看，有一些非常便宜的市場，但我們不認為現在是追逐這些機會的時機，由於疫情大流行而造成的不良後果，而致使消費行為改變，大多數都面臨基本面問題而模糊了長期展望



# 全球股市展望

與馬浩德對談

環球股票投資總監及亞太區投資總監

今年至今全球股市發生什麼事？

2020 年開年的狀況其實不錯，全球經濟成長從 2019 年第二季已見微幅上揚，美中之間的貿易紛爭的緊張已見緩和，且慢慢達成協議，在利率維持低水準下，獲利趨勢較向正面，種種情況都指向好的開始的一年。

然而，隨著新冠肺炎疫情於 1 月底開始爆發，市場出現多次大舉拋售的情況，至 3 月中時，成熟股票市場及新興股票市場按美元計大跌三分之一。同期，原油價格突然急挫對市場更是雪上加霜。

自此以後，股市因各國政府及央行推出多項財政及貨幣控制措施而反彈，但復甦情況並不平均。美國科技股表現領先，境內中國股票亦收復大部分跌幅。與此同時，若干新興市場（印度、印尼、菲律賓、巴西及哥倫比亞）則仍深受貨幣貶值、本地情況及憂慮疫情仍未受到控制等因素影響

股市目前是否反應基本面？

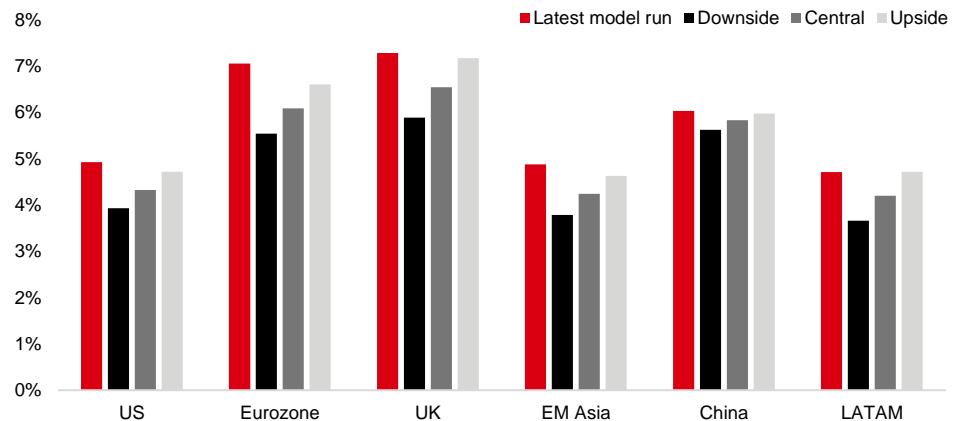
在全球經濟成長展望從未曾有悲觀看法中，投資中原本應有對股市的矛盾看法，在過去這幾個星期逐漸出現，如往常一樣，因而引發許多評論，如之前所提，簡而言之，市場是前瞻性的，投資人可能低估挹注到全球金融體系的流動性總量

幾乎全球每一個主要央行，都將過去全球金融危機學到的”儘量大，儘量早”的教訓應用上，有助於支撐信心，加上史上最低的利率水準，投資人都孤注一擲在持續性的政策支持與疫苗治療終將會控制疫情下，股票市場表現不俗

大漲之後，目前股票的評價是否仍反應基本面展望？在今年最低點時，分析師都將 2020 年獲利大減的因素考慮進來 — 許多情況是預估打對折 — 並在未來 4 年以疲弱之勢回復到疫情前的水準，我們認為這二種情境都太過悲觀

根據經濟成長與企業獲利的關性，並運用我們自有的 GDP 預估，我們預測成熟市場與拉丁美洲國家企業獲利將下滑 3 分之 1，同時，新興亞洲股票預期企業獲利將縮水 5 分之 1，而中國企業獲利將別具韌性，僅下滑 6%

圖 6: 相較 3/31 不同情境下之風險溢價



資料來源：滙豐環球投資管理，截至 2020 年 3 月 31 日。

儘管盈利及股息大受打擊，我們的股票評價模型顯示，投資者可以就股票相對於避險資產取得的額外報酬（亦稱為股票風險溢價）仍然具吸引力。即使在我們的下滑情境中，歐元區，英國與中國的股票風險溢價都相對高，其中，歐洲與英國（請見上圖）是因為風險溢價是從起始點的高點降下來的，而中國因為相對良好的 GDP 成長假設的結果，雖然存在許多可能影響預測的未知數，我們相信即使盈利及股息受到短期打擊，但長遠而言，股票目前的價格不俗。

## 不同經濟重啟情境下 股市會如何表現？

我們認為目前市場情緒受到 3 主要力量趨動：全球不同部份的疫情進展，已經開始顯現的經濟衝擊（對獲利的影響），最後是政策支持措施

沒有可見的疫苗加上世界某些部份感染一再出現，病毒未來的途徑難以預知，控制疫情措施中對經濟成長，企業獲利與家庭所得有負面影響，大規模的刺激措施在全球施行，政府與央行都採取“不計任何代價”的立場

就重啟經濟的情境來看，成為第一個進入與結束封城的國家，中國提供了一些有用的指標，整體經濟的供給面在 3 及 4 月份相對快速復原，其中工廠重新開工，勞工回到工作崗位，不過，在失業率較高情況下，需求面仍低於疫情發生前水準，即使如此，股市仍上演令人誠服的反彈

來自中國的經驗是否能應用到全球仍在未定之天，可能出現不同且不平均的復甦，需求可能較具韌性，但供給可能花較長的時間回復正常，許多新興市場經濟體有他們自己非病毒相關的問題，很明顯的，像有可用疫苗的主要發展，可能引發股市大漲

在這次危機中，我們相信地區與國家差異已非常明顯，也說明選擇性的重要，雖然已開發國家在感染與死亡率上首當其衝，新興市場則遭受到雙重打擊，不符標準的醫療體系情況危急，同時全球經濟與金融衝擊對經濟活動，貨幣，籌資造成傷害

你看到不同地區與產業的機會, 風險, 可能改變何在?

我們投資股票的首選地區依然是亞洲，但會更注重中國、南韓、台灣及香港等較成熟的市場。除了評價具吸引力外，這些市場對大宗商品及石油的曝險程度較低，並已證明能夠較妥善應對新冠肺炎疫情觸發的危機，這個因素相當重要，因為最顯著的風險仍是欠缺有效的治療或疫苗。

人們的行為、供需動態、消費模式及環境因素均在疫情下出現許多轉變。雖然我們懷疑這些轉變的影響之持續性，其他已成形的主題受到疫情影響而快速發展，可能在未來數年影響股票機會。

舉例而言，多家推行電子商務的企業已證明具備穩健的業務模式，並有機會從未來不斷轉變的消費行為中受惠。雖然這些股票的評價現在看起來有點高，這個產業“贏者全拿”的動態可能至少能提供這些市場領導者一些正當的理由。

同樣的，預期公共與私人實體採取行動以加強醫療基礎建設，增加醫療能量，建立合適的緩衝空間是合理的——這對相關產業的公司是正面的，例如在中國，由於疾病預防的意識增加，加上接種流感疫苗的比例相對較低（低於 5%，相對於已開發國家的 30-50%），我們預期接種疫苗的需求將會增加，

最後，在這次危機期間，我們看到的防禦型與價值型股票之間分歧情況更為嚴重，其中防禦型股票變得較以往更貴，而價值型股票交易在歷史低點，雖然我們無法預測其間的差距何時會縮小，值得注意的是，減持價值型股票，增持市場中最貴的部份，目前來看風險是相當的大



# 全球固定收益展望

與 Xavier Baraton 對談

環球固定收益投資、私募債權及另類投資總監

經濟危機下出現那些主題？

如同大多數衝擊及重大事件一樣，我們視新冠肺炎疫情為事前存在模式加速因素，多於破壞因素。疫情強化了固定收益投資原先正在發展的主要趨勢：

- ◆ 低通膨率連結勞動力脆弱，情況因失業率大增而加劇。
- ◆ 長期去槓桿化的反擊，大多數國家負債佔 GDP 比率增加 15-20%，可能會出現滾雪球效應，也就是政府努力掙扎創造足夠的財政盈餘以抑制這個比率 — 與已發生許久的日本例子類似
- ◆ 明顯的央行支持，或沒有支持，造成國家間的差異，這在新興市場尤其明顯，其中有些央行有彈藥與意願採取傳統工具箱以外的措施，其他則沒有動作
- ◆ 社會責任投資的速度加快，尤其是在社會面向，因為疫情對所得較低族群所造成不成比例的影響，也可能加強去全球化，導致製造業產能與碳足跡在這過程中移回本國。

然而，疫情亦對信用構成衝擊，導致若干趨勢逆轉。其中一個明顯例子是隨着發生一連串違約及降級事件，信用緊縮，而資產負債表亦有所修復。雖然我們預期對環境的考量仍相當重要，在評估就業機會與氣候影響間的利弊時，某些地區的商業要務的評估將可能轉移。

無論如何，我們相信因為疫情而使得社會出現長期改變，像是大量運用科技與遠端工業，將使得化石燃料時代提早結束，我們並不預期對石油的需求回復到過去一樣的水準，加速過渡轉型到再生能源，並考驗石油的投資

另一個主要趨動力是重新回來的成熟市場利率”長期低水準”的主題，利率呈現區間震盪將導致微幅報酬，我們預期成熟市場央行將更積極進行殖利率控管，以降低公共債務對 GDP 超過 100% 的比率，許多年來控制政府財政的努力就在這幾個月當中被摧毀

在這樣的環境下，我們預期非常定向偏於平坦的曲線，曲線的短端是固定的，讓預期大致圍繞在偏低，個位數，到負報酬

那些地區看到機會與脆弱？

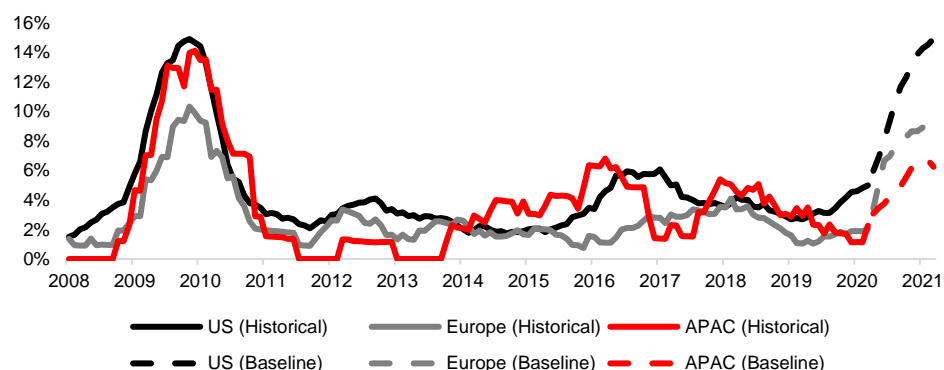
在歐元區周邊國家有許多戰略性的機會，我們預期歐洲央行持續支持歐洲國家，而且確信對歐元區崩解的擔憂被誇大，儘管如此，由於義大利面臨脆弱的公財政與降評風險，我們預期波動情況將會持續，西班牙，葡萄牙，北愛爾蘭與希臘則在較可預期之路上，而且財政狀況較之前好

企業債券方面，我們預期成熟市場之間會出現若干分歧，分歧點在部分企業屬於央行支持政策範圍內，但另一部分企業卻得不到政策支持。這些在政策支持範圍內的債券，在政策明顯支持下，事實上已變成貨幣政策工具，這樣營造了強烈的誘因，使企業維持投資級別評級，藉以受惠較低票息及較便宜資金。



得不到政策支持的企業將會面臨考驗。由於投資人目前尋求品質較高債券，在危機消除前，高收益債市場將最為分歧，資金困難會放大市場對品質較差信評為 B 或更低的債券的憂慮，增添行業特定問題（例如零售、消閒、交通運輸及能源行業）。

圖 7: 過去 12 個月高收益違約率 (歷史與基線預估)



資料來源：Moody's，滙豐環球投資管理，截至 2020 年 3 月 31 日。

地區方面，我們認為亞洲相對上具有價值，殖利率已見上升。這個偏好亦基於亞洲有效應對疫情，加上貨幣及財政政策回應迅速果斷。亞洲市場擁有較大空間消化公共財政赤字，社會紀律亦有助應付當前的環境，並更加廣泛利用科技。

然而，鑑於各行各業及不同企業的情況不一，審慎甄選信用依然是關鍵所在。此外也需要考慮到國家層面，邊境市場國家受到目前大宗商品與全球貿易混亂影響較大，因此風險較高，公司債的違約率可能增加，而主權債則可能發生

疫情對拉丁美洲造成的問題特別明顯，這情況已反應在利差上，截至 5 月中為止，公衛危機在部份拉丁美洲仍未達到高峰，對總體經濟的影響也不確定，使得我們對這地維持中立的立場

高收益債券方面，我們偏好美國多於歐洲。我們預期歐洲經濟復甦將會面臨較大挑戰，皆因歐洲爆發新冠肺炎疫情的規模較廣泛，與美國相比，歐洲推行公共財政政策支持經濟復甦遇到的限制亦較多。

對槓桿貸款 (leveraged loans) 而言，疫情來時正處於過度樂觀與循環結束的特性，資產抵押債券 (ABS) 是受到負面影響最大的資產類別之一，僅回復 4 分之 1 的跌幅，風險較高與較欠缺流動性溢價增加該資產類別的吸引力，即使可能會受到進一步降評的影響

截至 5 月中，超過一半的 BBB 的擔保貸款憑證 (CLOs) 落入可能降評的信用觀察名單，反應對槓桿貸款與商業不動產貸款抵押證券 (CMBS) 巨大的衝擊，內含來自飯店，零售商等商業不動產債違約，這並不意謂投資等級或高品質高收益結構債券將會違約，因此，這是個可以考慮的區塊，但可能較慢才會反彈

展望未來，其中一項重要的長遠考慮因素將會是債務負擔，因為企業及政府開始積壓更多債務，而這樣對長遠復甦並非好事。在最佳情境下出現快速反彈，我們將看

會影響你未來看法的  
主要考量為何？

到利差進一步快速壓縮，加上獲利驚喜與低違約率，如果全球貿易快速反彈將對新興市場有利，但並不會明顯影響我們的投資偏好。

在經濟復甦腳步非常緩慢脆弱情境下，債務負擔將會導致企業不再投資，及政府藉加稅來降低赤字的情況。將導致長期停滯性通膨，擴大現有挑戰，例如人口結構，最後使得各國央行與政府通力合作，展延這些永遠不會償還的債務 (依造日本的模式)，在這個情況下，債務趨向國有化，殖利率將會越跌越低，這樣對信用市場而言，並不算非常負面的情境。



# 全球流動性展望

與 Jonathan Curry 對談

全球流動性總監，美國地區總監

貨幣市場發生了什麼事？

市場流動性在三月初出現顯著下降，情況惡化到次級市場流動性面臨極端挑戰。在美元市場，一些投資人從優質貨幣市場基金(用於信貸投資)轉向美國公債基金使這樣的情況加劇

這樣的環境導致三個月倫敦銀行同業拆借利率(Libor)與隔夜利率交換之間的價差急遽擴大。在美元市場，利差從2月底的10個基本點擴大至3月底的138個基本點，主要是由於流動性而非信貸問題，而相較之下，2008年則擴大至200個基本點。儘管利差已收窄，但壓力依然存在，美元利差目前約為30個基本點

主要央行採取的不同行動，對貨幣市場的行為產生了影響。聯準會已實施旨在透過貨幣市場流動性基金，支持美元和美元貨幣市場基金的計畫。相較之下，歐洲央行的「因應疫情大流行緊急採購計畫」(Pandemic Emergency Purchase Programme, PEPP)和英國央行因應疫情的企業融資機制，並未使歐元和英鎊流動性有顯著改善

以上情況是由於歐洲和英國的計畫並不向貨幣市場提供任何直接支持，因為銀行債務不符合條件。銀行債務佔全球貨幣市場發行量的絕大部分。的確，幸運的是，迄今為止英鎊和較小範圍的歐元貨幣市場尚未被嚴格測試

## 您如何對應這種動盪？

我們的應對措施是透過增加隔夜和一周內到期的資產數量，來建立貨幣市場基金的短期流動性。此策略可以應對任何贖回活動增加的潛在可能性，並同時降低基金的加權平均天期。自三月下旬以來，初級短期信用的信用利差已顯著收窄，信用評級的調降是另一個顯著風險，我們謹慎地降低資金對潛在信用利差擴大的敏感性

除了對流動性的擔憂外，信用風險對貨幣市場的投資人來說也非常重要，因為投資人權益在於本金保護。因此，我們的另一個重點，是最小化信用評級降至低於最低評級要求水準的風險，這可能迫使我們成為流動性不佳市場的賣方。我們透過有效的性用分析，以及為每個批准的發行人設置嚴謹的期限限制來管理這個問題

由於大流行對銀行和主權債信用品質的影響，使得信用評級調整風險增加。我們認為這些產業的信用利差並未完全反映這一點，而低於預期的復甦速度影響信用品質的可能性亦未被反映。我們對於公司發行人評估也採取更謹慎的方式，使得評估公司越來越有挑戰性。許多公司缺乏可靠的數據或指南，再加上政府對某些產業的支持仍不明確，使得這種較為謹慎的做法顯得合理。

隨著央行與政府竭盡全力防止經濟下滑，我們在可見的未來面臨著超低利率(更多情況下為負利率)的擔憂。但是我們預期成熟市場貨幣(不含歐元)的官方政策利率不會出現虧損，此是基於各國央行的聲明。然而，值得關注的是英國央行行長及其首席經濟學家已明確表示，不能排除英國會出現負利率。

我們須謹慎地為負利率做好準備，無論是官方利率或市場利率。舉例來說，在三月時，有一段時期的美國公債曲線彎曲到九個月的部分為負的。如果這樣的情況持續，儘管官方利率維持正數，公債貨幣市場基金收益率仍可能會移至負數區間。我們不能忽略市場風險，甚至不能忽略聯準會或英國央行將官方利率降至負數的機率。

同樣地，這次的危機也顯示了我們的個人集中度上限政策是管理流動性風險的有效工具。證明了個別客戶的5%目標最高限額有其價值。我們還注意到，此次危機與金融危機和歐債危機時期具有相似的客戶行為——即特定類型的客戶更容易贖回。因此，我們再度強調客戶類型集中度限制的重要性。實際上，可以擴大此控制範圍，以獲取至少一種其他類型的客戶。

在將這種大流行的資金影響與過往危機同時進行評估時，我們可以更清楚的看見國家風險，特別是銀行業的國家風險，此為一個在資金保護措施方面值得有更多關注的問題。當金融危機發生時，其通常不僅限於單一影響，而是影響整個國家的銀行部門。

# Contributors



**Joanna Munro,**

Global Chief  
Investment Officer

Joanna Munro is HSBC Global Asset Management's Global Chief Investment Officer · based in London. Her most recent role was as Global Head of Stewardship and Fiduciary Governance (since 2014) and Chair of the UK asset management business (since 2016). Joanna's previous roles included Regional CEO for Asia and CEO for HSBC Multimanager. She joined HSBC in 2005 as Global Chief Investment Officer for HSBC Investments · including Multimanager · Liquidity · Asset Allocation and Solutions. Joanna started working in the industry in 1986. She has a BA (Hons) in Mathematics and Engineering from Queens' College in Cambridge · an MSc in Economics from the London School of Economics and an MBA from Stanford University as well as an MA in Creative Writing from Goldsmiths London. She is also an ASIP (Associate of the Society of Investment Professionals) · a member of the Investment Association Board and a founding member of the Diversity Project.



**Joe Little,**

Global Chief  
Strategist

Joseph is Global Chief Strategist · responsible for leading our work on macroeconomic research · and for developing the house investment strategy view. He was previously Chief Strategist for Strategic Asset Allocation and a Portfolio Manager on HSBC's absolute return Global Macro capability · working on Tactical Asset Allocation. Prior to joining HSBC in 2007 · he worked as a Global Economist for JP Morgan Cazenove. Joseph holds an MSc in Economics from Warwick University and is a CFA charter holder.



**Melissa McDonald,**

Global Head of  
Responsible  
Investment

Melissa McDonald is Global Head of Responsible Investment in London and has been working in the financial industry since 1989. Prior to joining HSBC in 2010 · Melissa worked at AXA Investment Managers as Global Head of Responsible Investment · and prior to that as Head of Business Development Asia Pacific. Prior to AXA IM · Melissa worked with ABN AMRO · Salomon Brothers and Fleming Investment Management. Melissa is a Director on the Board of HSBC Global Asset Management (UK) Ltd and a member of the Investment Oversight Committee of the HSBC Global Asset Management Ltd Board. She is also a member of HSBC's Climate Business Council. She previously held Directorships on the HSBC ETF Plc and the UK Sustainable Investment and Finance Association (UKSIF) Boards.

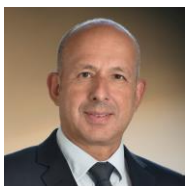


**Jean-Charles Bertrand,**

Global CIO Multi-  
Asset

Jean-Charles Bertrand (Paris) is Global CIO Multi Asset and Head of Multi Asset of HSBC Global Asset Management (France). Before · Jean-Charles was Global CIO · Quantitative Strategies and Head of Quantitative Fixed Income & Absolute Return. He has been working in the industry since 1993 · when he joined HSBC. He graduated from the Ecole Supérieure des Sciences Economiques et Commerciales (France) and holds a post graduate degree in Applied Probability from the Paris VI University (France). Jean-Charles is a lecturer at HEC · a premier business school in France and at Université Paris-Dauphine. Jean-Charles is an Affiliate Professor at HEC Paris.

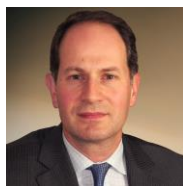




**Bill Maldonado,**

Global CIO  
Equities,  
CIO Asia-Pacific

Bill Maldonado is HSBC Global Asset Management's CIO for Equities globally and the CIO for Asia-Pacific. Based in Hong Kong · Bill oversees the investment strategies in the region and works closely with the local CIOs and investment teams to align our strategies · process and best practices for equity portfolio management globally. Bill has worked in the asset management industry since joining HSBC in 1993 as an European derivative-based portfolio manager and later on headed up a number of investment functions · such as non-traditional investments (including passive indexation mandates · fund-of-funds · structured products and hedge funds) and the Alternative Investments team. He became Global CIO · Equities and CIO for the UK in 2010 and relocated to Hong Kong in July 2011 to take up his current position. He holds a Bachelor's degree in Physics from Sussex & Uppsala Universities · a D.Phil. in Laser Physics from Oxford University and an MBA from the Cranfield School of Management.



**Xavier Baraton,**

Global CIO Fixed  
Income, Private  
Debt and  
Alternatives

Xavier Baraton is Global Chief Investment Officer of Fixed Income · Private Debt and Alternatives. He joined HSBC in September 2002 to head the Paris-based Credit Research team and became Global Head of Credit Research in January 2004. From 2006 · Xavier managed euro credit strategies before being appointed as Head of European Fixed Income in 2008 and as Global CIO · Fixed Income in 2010. In this role · Xavier moved to our New York office in 2011 and became regional CIO North America. Having returned to Europe · he has taken on additional responsibilities as CIO for Alternatives and Real Assets. Prior to joining HSBC · Xavier spent six years at Credit Agricole CIB · including five years as Head of Credit Research. Xavier began his career in 1994 in the CCF Group. Xavier graduated from the "Ecole Centrale Paris" as an engineer with a degree in Economics and Finance in 1993 and holds a postgraduate degree in Money · Finance and Banking from the Université Paris I – Panthéon Sorbonne University (France) in 1994.



**Jonathan Curry,**

Global CIO  
Liquidity,  
CIO Americas

Jonathan Curry is Global Chief Investment Officer of Liquidity at HSBC Global Asset Management · and Chief Investment Officer · Americas. Jonathan joined HSBC in August 2010 and has over 20 years' experience in fixed income asset management. Prior to joining HSBC · he served as Head of European Cash Management at Barclays Global Investors · before which he held a variety of fixed income and money market roles at Citigroup Global Asset Management from 1994 onward. Jonathan began his financial career in 1989 at Citicorp · performing a number of roles including a junior role in the bank's first proprietary trading desk outside the USA. Jonathan is a CFA charter holder · and has been a Board Director of the Institutional Money Market Fund Association since 2006 · which he chaired from 2012 to 2015. He has been a member of the Bank of England's Money Market Liaison Group and the European Banking Federation's STEP and STEP+ committees.

滙豐中華投信係滙豐環球投資管理境外基金總代理人，以上觀點來自滙豐環球投資管理。

滙豐中華證券投資信託股份有限公司

滙豐中華投信 獨立經營管理

台北市敦化南路 2 段 99 號 24 樓 02-6633-5808

[www.assetmanagement.hsbc.com.tw](http://www.assetmanagement.hsbc.com.tw)

本資料僅供參考，請勿將其視為投資任何有價證券或其他金融產品之建議或要約，滙豐中華投信已盡力尋求可靠之資料來源以提供正確之意見與消息，但無法保證該等資料之正確及完整性，投資人如欲進行投資，應自行判斷投資標的、投資風險，承擔投資損益結果，滙豐中華投信及其董事、受僱人不因此而承擔任何損害賠償責任。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或投資人須知。內容涉及新興市場部分，因其波動性與風險程度可能較高，且其政治與經濟情勢穩定度可能低於已開發國家，也可能使資產價值受不同程度之影響。匯率走勢亦可能影響所投資之海外資產價值變動。**由於高收益債券之信用評等未達投資等級或未經信用評等，且對利率變動的敏感度甚高，可能會因利率上升、市場流動性下降，或債券發行機構違約不支付本金、利息或破產而蒙受虧損。不適合無法承擔相關風險之投資人。**文中個股、類股、產業或歷史數據，僅為參考舉例，不代表個股、類股或產業推薦，且不為未來投資獲利之保證，亦不為基金未來之持倉，HSBC 不負擔任何預測或目標無法達成之責任。