

# 焦点主题

## 市场乐观情绪逐渐升温



Ken Leech  
首席投资官  
西方资产管理

西方资产管理首席投资官 Ken Leech 在本文讨论了新型冠状病毒疫情对经济造成的庞大影响，以及各国为应对疫情而采取的前所未有的应对政策。医疗和经济方面的消息引发乐观情绪，令我们感到鼓舞。我们认为目前正处于通胀高度放缓的环境，通胀显著升温的情况只会在未来一段长时间后才会出现。虽然近期事件发展令人寄予希望，但我们相信未来的复苏之路仍然漫长。

*“生命中最令人振奋的事，莫过于遭逢枪击却安然无恙。”*

—英国前首相丘吉尔 (Winston Churchill)

### 本文重点

- 新型冠状病毒疫情对经济造成史无前例的巨大冲击，但各国推出的货币和财政应对政策规模同样是前所未见。
- 尽管预期全球国内生产总值增长将遭受经济大萧条以来最严重的打击，但全球经济正开始展现复苏动力，令市场感到乐观。
- 政策官员推出的刺激措施显著推动经济活动。美国固定收益市场方面，投资级别和高收益企业债券均受惠于刺激措施。
- 我们相信就收益率曲线走平作灵活机动的部署，并超配企业债券，有望提供正面的非对称风险/回报特质。
- 我们仍然认为复苏之路将是漫长而艰辛。

新型冠状病毒疫情全球大流行，令人类付出极高的医疗和经济代价。金融市场亦承受巨大压力，但目前已显著反弹。

疫情发展是市场前景的关键，当中仍存在很多未知之数。听取不同医疗专家的意见不一定能令人感到安心。他们的专业结论和预测大相径庭。理性的民众可对医疗状况持相反意见。环球确诊病例持续攀升，各国的新增确诊数目于重启经济后均出现反弹。另一方面，死亡率开始大幅下降，主要因为年青人的死亡率偏低且患者获得较佳治疗。医疗界经历六个月的抗疫战，于反复试错后，终于开始觅得应对疫情的方法。民众对医院和医疗基建不胜负荷的忧虑似

乎大幅减少，而这些忧虑正是政府最初下令关闭不同场所的理由。诚然，有效疫苗将是改变目前情况的关键，已经有越来越多理由令我们对此感到乐观。

疫情对经济已造成巨大破坏。美国方面，美联储主席鲍威尔扼要地概述了疫情带来的冲击：“我们的失业率由50年来最低位升至接近90年来最高位，过程只用了两个月。”综观环球，估计年度国内生产总值跌幅超过5%，是经济大萧条以来最逊色的表现。

事实上，疫情对经济造成的巨大冲击史无前例，而环球各国政策官员已推出规模庞大的货币和财政应对措施。经济活动已大幅上升，即使是从显著偏低的水平反弹。因此，虽然目前形势严峻，但全球经济正开始展现复苏动力，令市场日益感到乐观。市场的运作机制是反映前瞻性事件。医疗和经济方面的消息令人感到乐观，加上各国持续作出政策承诺，带动环球风险资产显著上升。美国固定收益市场方面，投资级别企业债券和高收益企业债券均为最大受益者。

美国经济政策的首要目标是维持企业基建不变，以助经济复苏，这促使美联储有史以来首次直接购买企业债券。正如我们在上一篇评论，即2020年第二季的市场评论中指出，我们的投资组合策略是以企业债券为投资基石，当中主要持有投资级别债券。

此外，我们在上一篇评论亦提到，每当美国经济衰退结束时，投资级别债券的收益率均会下跌。维持经济复苏的关键目标是降低高级别债券的借贷成本。另外，美联储计划

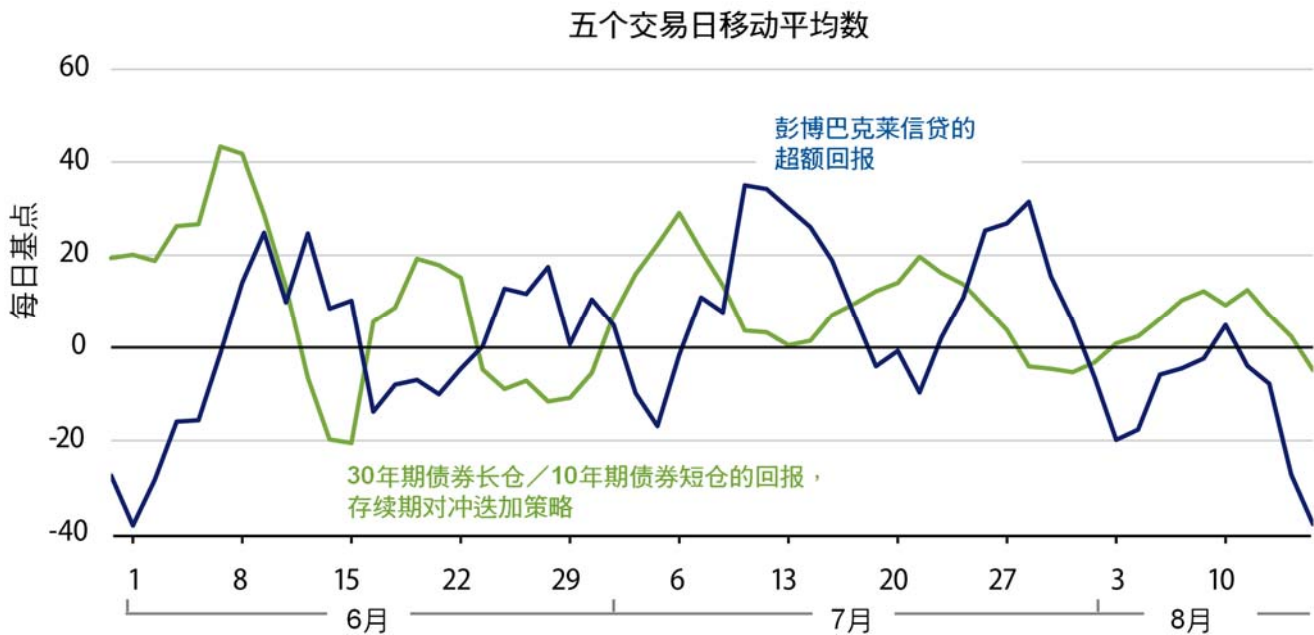
提供的保障包括为财政较困难的企业提供充裕流动性，以满足其借贷需要。美联储公开承诺将维持非常宽松的立场，直至经济展现“强劲”复苏为止，因而持续利好这个债券类别。

海外投资是美国企业信贷的另一个需求来源。随着环球政策利率更趋一致，外国投资者的对冲成本急降。环球固定收益投资者均迫切寻求收益。不过，发达国家的政策利率正处于零或负水平，而且未来数年应该加息无望。以过去标准来看，美国企业债券收益率可能甚低，但已远高于大部份国家。上述因素支持环球投资者购买美国企业债券。

我们不能排除各国有机会实施更多“封锁措施”，以应对持续的新型冠状病毒疫情爆发。环球债务负担沉重仍然是一项重大风险。投资者如何为部署环球经济复苏的投资组合作出平衡？在上月的网络广播中，我们强调的主题是就

收益率曲线走平作灵活机动的部署。我们认为这项部署是有效分散风险和对冲我们超配企业债券的工具。理论上，采取负相关性策略的重点在于我们必须认为其具有利好的非对称风险/回报特质。否则，投资者不禁会问：“何不直接减持配置，而要进行对冲？”我们深信这项交易具有上述非对称特点，并认为其与息差范畴的表现呈直接负相关性。虽然这种非对称性根据判断作出，但受到以下理据支持：尽管预期在“避险”环境下，收益曲线会趋于平坦，但政策官员首要关注的是如何防止金融状况迅速或急剧恶化，意味着央行很有可能增购长期资产作防御性部署。而更具说服力的基本论据是，我们认为目前仍处于通胀高度放缓的环境。在收益率曲线走斜的情况下，这种策略隐含把握预期利率上升而获利之目的。如果投资者如我们一样，认为通胀显著升温的威胁应在未来一段长时间后方会出现，则最适合采用这种策略。图 1 显示自上一篇评论以来，上述策略配合超配投资级别企业债券的表现。

图 1：投资级别债券与 30 年期/10 年期债券息差交易的五日表现



5/29/2020 至 8/14/2020 期间的交易概要

平均每日回报 (基点 / 日)	
信贷的超额回报	6.94
30 年期 / 10 年期债券长短仓迭加策略	1.16
交易之间的相关性	-0.214

资料来源：彭博巴克莱。截至 2020 年 8 月 14 日。

仅供依据中国银行业监督管理委员会就银行代客境外理财计划颁布的有关规定，投资于由指定银行发行代客境外理财产品的投资者参考之用。请参阅末页的重要信息。

不少投资者均回避投资较长期美国国库债券，是源于其忧虑尽管通胀可能暂时维持平稳，但未来将会大幅上升，这从收益率曲线的形状可见一斑。投资者承担美国10年期国库债券的存续期风险，只带来66个基点的收益率，但在存续期完全对冲的情况下，10年期与30年期国库债券之间的息差为75个基点。在收益率极低，而且政策利率可能“长期维持低企”的环境下，我们认为上述息差定价有助提供建立防御配置的机会。

许多投资者对通胀有较大怀疑，认为在经济实现复苏后，刺激政策仍会持续一段时间，最终导致通胀出现。虽然这种情况有可能发生，但似乎最快也只会未来一段时间后方会出现。我们认为市场存在太多假设：假设经济能

够持续复苏；假设复苏力度将会加强和范围扩大；假设通缩压力减少；假设刺激政策的力度维持；这样...通胀或会急剧上升。我们相信经济复苏仍未脱离险境，并认为政策官员全力专注于防止经济再度恶化属正确之举。利率和通胀可能在未来数年保持低企。若一切发展顺利，经济仍需一段长时间方可摆脱目前困境。

令我们满怀欣喜的是，我们在市场极度低迷时抱持乐观态度，最终能带来回报。然而，在这场对抗经济下行和价格压力的博弈中，胜利并非必然。展望未来，全球债务在疫情危机爆发前已是严重问题，现在再进一步大幅增加，将在未来数年窒碍经济增长。因此，我们仍然认为复苏之路将是漫长而艰辛。

## 重要信息

本档乃根据富兰克林邓普顿的专业投资经理西方资产管理的意见拟备。本文件为投资组合经理截至本文日期的判断，或会因市场或其他因素而随时改变，亦可能与其他投资经理、专业人士及公司整体的观点或有不同。

资料来源：富兰克林邓普顿及西方资产管理。本文件由美盛资产管理香港有限公司（「美盛」）仅提供给透过中华人民共和国（「中国」）的商业银行根据中国银行业监督管理委员会相关法规发行的理财产品（「QDII理财产品」）投资的中国投资者。投资者在投资本档内提及的任何项目前应细阅相关档，如有需要请透过相关中国的商业银行及/或其他专业顾问寻求专业咨询。请注意，美盛及其关联公司仅为QDII理财产品投资于境外基金的经理，并不获任何中国监管机构批准在中国从事业务或投资活动。

本档只作参考用途，并不构成要约或招揽中华人民共和国的公众认购或出售任何投资项目。本文所载信息不应被视作为投资、法律、税务或其他建议，亦不应作为作出投资或其他决定的依据。个别证券的提述并不构成亦不应视为购买、持有或出售有关证券的意见或任何建议，而任何有关个别证券（如有）的信息并不能构成足够依据去作出投资决定。本档并不构成富兰克林邓普顿、其关联公司及人士、其高级人员、职员或董事在中华人民共和国进行任何商业活动。

本档所载观点并不拟作为对未来情况推测、或对未来业绩的保证。本文内表达的所有观点反映富兰克林邓普顿在本档刊发当天的观点。该等观点可随时因应市场或其他状况而更改，不会另行通知。本文件所载资料乃根据相信可靠的资料来源拟备，但并不保证数据的准确及完整性。基金分配、持有及特性可随时更改。过往数据可能不时经数据提供者重新调整。富兰克林邓普顿、其关联公司及人士、高级人员或董事可能就本档所载的证券的认购或出售有利益关系。

**投资附带风险。过往表现并不预示未来业绩。**富兰克林邓普顿、其关联公司及人士、其高级人员、职员或董事对任何因使用本档或其内容而引致的任何损失概不负责。本文件的内容属保密数据及专有内容，仅供收件的客户使用，并且不得在未得到富兰克林邓普顿的书面同意下以任何方式复制、派发或发表。本档可能在某些地区限制派发。任何人士管有本文件应就有关限制详情征询意见，并遵守该等限制（如有）。

CN2008025