

# GLOBAL OUTLOOK 2020

市場、投資和規劃 2020 年下半年度

市場推廣產品

## 後COVID-19的政策搭配： 是否為體制變更？



**聚焦**

雄心勃勃的經濟政策

**宏觀展望**

逐步恢復

# 摘要

---

## 4 摘要

邁向制度上的更替？

---

## 7 聚焦

- 7 COVID-19之後的債務可持續性議題
- 10 政策配合, 管治和協調
- 12 歐元區的政策配合
- 14 大流行病過後可能遇到的情況

---

## 17 宏觀經濟展望

- 17 世界經濟危機
- 20 美國及其關鍵選舉
- 24 中國與亞太地區
- 27 歐元區
- 28 拉丁美洲
- 30 中東

---

## 33 對資產配置的影響

- 33 債券市場
- 34 股票市場
- 35 外匯市場
- 36 房地產業
- 37 私募股權, 保險

---

## 39 各項走勢表

---

## 40 我們的專家

---

## 41 全球覆蓋

---

## 42 附錄

# 摘要

---



VINCENT MANUEL

投資總監  
東方滙理財富管理

## 邁向制度上的更替？

*[那些不記得過去的人註定要重蹈覆轍]* 喬治·桑塔亞娜

2020年也許會以其在本世紀發生劃時代事件而名垂青史，這不僅是因為目前流行病對經濟所造成的毀滅性作用使十年增長陷於停頓，還因為新的經濟制度正在播種。

的確，各國政府和中央銀行對COVID-19危機的空前反應措施相當於背棄我們過去幾十年所認識的政策搭配。在此未知領域，相似的比較比比皆是，而我們可以發現與1930年代 (the New Deal)、戰後時期 (Providence State的延伸)、以及1970年代等有相似之處。然而，某些變化因素已經早在過去幾年中萌芽。

歐元區實行嚴謹主義已經導致歐洲執委會 (European Commission) 更傾向於接受財政擴張，只要它與結構性改革相結合，就面臨民粹主義的風險和社會緊張局勢。國際貨幣基金組織 (IMF) 截至2013年承認低估了緊縮措施的經濟蕭條性效應。最近，法國總統Emmanuel Macron在2017年的經濟策略也表明打破前兩任總統的先例，經濟政策更側重於促進增長為目標的改革，而非傳統的削減預算政策。

美國的政策搭配也在演變，在這方面我們可以深入討論貨幣和財政干預主義的加速，而非真正的轉變。Trump政府從未盲目擁護財政緊縮，而美國聯儲局 (Federal Reserve) 是從2008年首次量化寬鬆政策時開始改變制度，標誌著已進入債務貨幣化。

再者，不平等已升級及公認為重大關係的話題，遠致到Davos和Stockholm，這也反映在經濟學諾貝爾獎得主由新古典主義學派獨領佔幾十年以及其得獎數量。卡爾·馬克思在《共產主義宣言》中寫到：「思想的歷史還證明了什麼，除了證明知識生產隨著物質生產的改變而成比例地改變其特性之外？」。

鑑於氣候變遷和社會不平等加劇，「快樂全球化」的主題遭受越來越多批評，該主題促成了這一趨勢，而遏制全球變暖的迫切性已經啟發關於需要貨幣「綠化寬鬆」或財政「綠化新政」的深思。

然而，從COVID-19危機所產生的衝擊規模、其所必然包含的應對程度、以及對我們債務走勢的深遠影響來看，COVID-19危機很可能是一現在更為人所接受、更明確定義、更渴望的一加速改變制度的催化作用。這裡再次與上世紀最嚴重的經濟衰退相比，促使各國政府在規模上以及某些情況下在創新方面採取前所未有的行動。這新穎似是而非的說法，至少在財政上面，使我們進入了一種更接近下半個20世紀的經濟政策制度和思想流派。

## 協調性干預主義

這一轉變在赤字上升和隨後高漲的債務中尤其明顯，這是政府干預力度加大的結果，導致政府偏離財政政策的黃金法則更遠，並且在局面極之不利時反映出強烈的實用主義到達如同新意識形態共識的程度。這必然引發債務的可持續性問題。政府在封城結束之後，金融平衡 (financial equation) 再次引起政策搭配在協調上的問題，而中央銀行的功能越來越將該債務貨幣化，並且保持利率足夠低到使其可以持續。簡單的說，隱含的已經變得明確的了，歐洲中央銀行干預的範圍逐步擴大——遠以德國央行為藍本的共同貨幣機構的最初設想——無疑在某程度上讓德國憲法法院感到困擾。重申再講「不惜一切代價」歸結起來就是承認：不理會決策與目標之間的比例原則。

## 央行獨立性令人質疑

除歐洲央行這實例之外，當介於財政和貨幣政策之間的界限取消時，是中央銀行的獨立性問題。我們可能不會再回到1960年代的中央銀行制度，央行的權力已經變得太大以至於不能認為在政治上可受控制。但一種新的關係正在形成中，這種關係源出於2008年的第首次量化寬鬆政策。財政政策與貨幣政策之間新聯盟的特徵是更堅固的互相依賴及緊密合作，並反復發出交叉指令以便執行更大行動。最終，中央銀行家正如履薄冰與政府保持適當距離、按規則指導獨立政策來保持信譽、以及保持對公共債務的信心，這顯示赤字貨幣化將長久進行。

## 共同承受負擔

財政效益的細目問題也會被提出來。政府試著對抗因自己決定採取封城措施而造成的衝擊所導致的赤字急劇增加之後，由於這對經濟增長以及政治和社會成本造成影響，有可能不會像十年前那樣對支出進行相同的調整。主要經濟體的應對措施可能部分包含增加稅收。效益的細目不僅涉及稅收問題，還有基於共享和增值的問題。在沒有回到1970年代的社會管制 (social regulation) 和薪酬價格調整 (wage/price indexation) 的情況下，更加均衡地分享生產力利潤從而實現更自給自足的增長、更強勁的消費 / 創造更佳投資組合條件，而負利率在過去十年來一直未能恢復。這可能導致通貨膨脹率接近以往二十年的速度，特別是如果新興市場國家生活水平收斂及減輕了工資壓力的話。

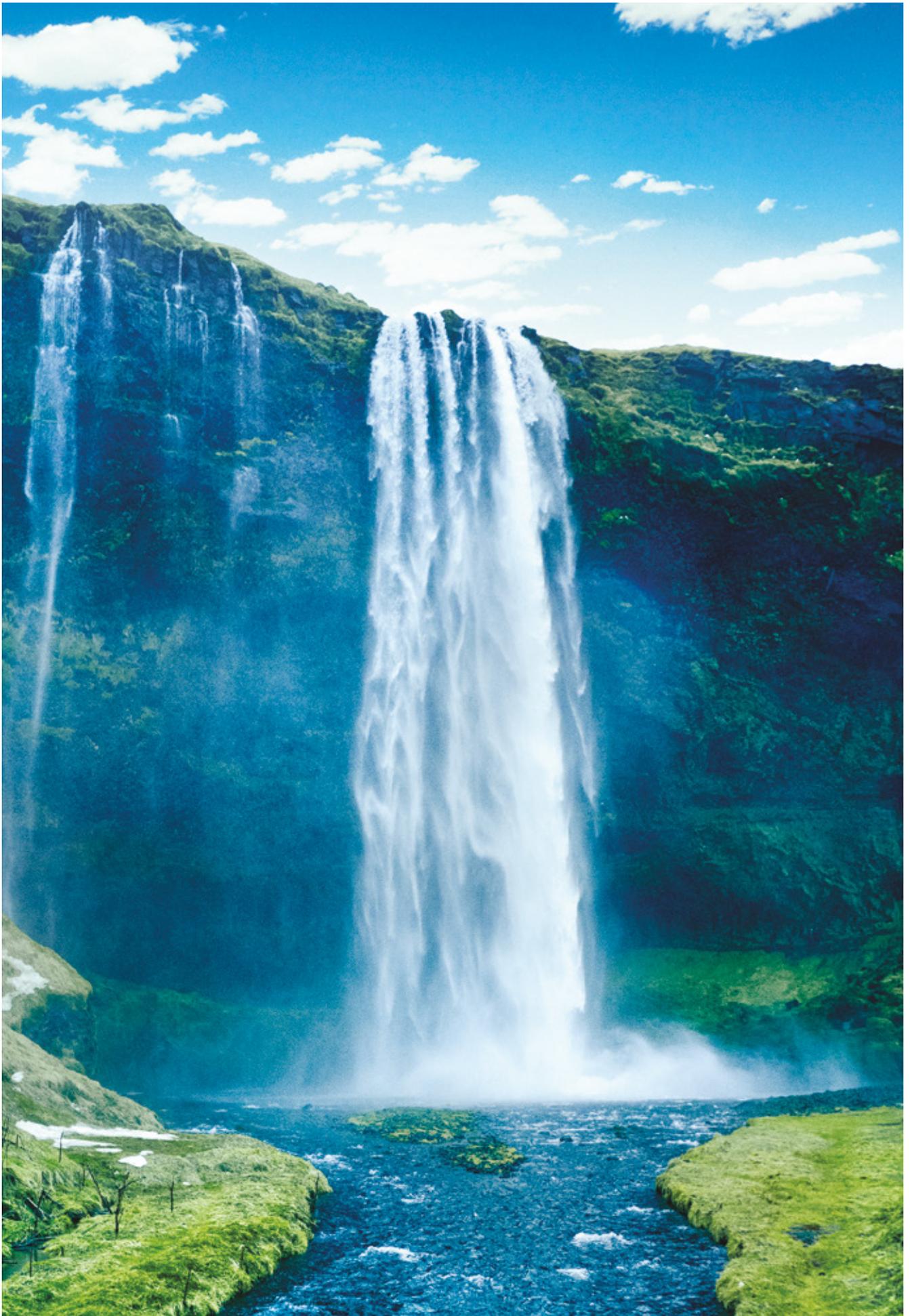
## 國際體系

COVID-19之後的世界不會宣告結束全球化，但可以能有五項變化為其特徵：中美之間的緊張關係、價值鏈的演變、國內增長比國際貿易驅動更大的經濟增長、強大的貿易保護主義壓力、以及在運輸成本和距離分銷市場遙遠的生產地點進行國際優化時越來越多納入碳排放量的影響。

最後，歷來的經濟制度變化都導致匯率制度變化 (1879年的黃金標準到第一次世界大戰，1930年代的貨幣區，1944年的布雷頓森林體系 (Bretton Woods system)，1971年黃金 / 美元可兌換性終止)。至於浮動匯率制度重新配置的可能情況有相當巨大的不確定性。如果所有中央銀行都增加其資產負債表的規模，那麼我們進入該時期的關鍵因素可能就是對貨幣兌黃金的價值提出質疑的時期。這種新典範 (paradigm) 的第二個特徵可能是人民幣加快升值至成為儲備貨幣地位，甚至成為該區域其他貨幣的基準貨幣 (anchor currency)。在這種情況下，歐元仍可能是儲備貨幣，但將繼續任由財政協調改善以及歐洲央行在仍不完整的貨幣區所擔任的不朽角色的擺佈。

COVID-19之後的世界以及由其所產生的政策搭配對投資者來說顯得更為複雜。預期長期回報將受到「金融壓抑」 (financial repression) 現象對債券 (持續低利率) 和股票 (回報受到股息問題和中期提高稅額風險的作用) 的影響。在此背景下，股票市場的兩極化 (polarisation) 可能會加劇，而科技巨頭的優勢會更大。

總之，我們所邁向的政策搭配制度既不是1930年代戰後時期的，同時也不是1970年代的。它將是由與貨幣創新也是由從前幾十年的財政哲學引入的要素所組成，但這次是在一個再次興起的全球化框架中，並且以加速技術和氣候變遷為其特點。只有從危機以及隨之而來的大量債務中成功地脫身而出，這種制度才是可持續的：正如Alexis de Tocqueville所撰述：「偉大的革命於功成之後，其奮鬥之目標就不復存在了，而成功的事實卻使人難以理解」《舊制度與大革命》 (The Old Regime and the Revolution)。



塞里亞蘭瀑布, 冰島

# 聚焦

## COVID-19之後的債務可持續性議題

自2020年3月以來由於今年經濟活動下降導致赤字增加，政府所宣布實施的空前鉅量財政支援方案將顯著提高大多數國家的債務佔GDP之百分比率，於今年底很可能達到百份之5至25之間（圖表一）。投資者擔心歐元區會再發生另一次像2011年的危機，即使危機之後政策組合（policy-mix）和政策工具的寬廣度已有很大的演變，這種情況顯然引發對長期主權債務可持續性的質疑。

### 從債務佔GDP之百分比率來看，其風險水平的高低為何？

Carmen Reinhart和Kenneth Rogoff在其所著的書《This time it's different》〔暫譯：《今非昔比》，2009〕及論文《Growth in a time of debt》〔暫譯：〈增長於債務時代〉，2010〕中論證：政府債務水平如果超過GDP的90%時，GDP增長有可能持續下降、債務佔GDP的比率失控、以及在某些情況下，通貨膨脹失控等的風險升高。債務佔GDP百分比率的可持續性之基本規則是以實質利率（即扣除通貨膨脹率）與經濟增長率之間的差價來表示。

增加債務在某些國家的結構中會使市場對其不信任，導致該國的融資利率上升，不由自主地造成預算平衡惡化，需要進行財政調節，因此使增長更趨困難：歐洲貨幣體系（European Monetary System, EMS）在1990年代有幾個國家以及從

2011年起南歐有幾個國家就發生過這種情況。若干新興國家的特有情況可能使該國陷入貨幣政策的兩難：進行景氣蕭條性財政調節（recessive fiscal adjustment）之同時通貨膨脹和貨幣會失控；當債務相當大部分以美元計價並在國外持有時，這種風險就增加；亞洲在1997年危機期間就發生過這種情形，阿根廷的近況亦復如此。

只不過歐元區在2008年金融危機之後的十年所形成的低增長可以說是拜歐盟（EU）預算規則所強制執行的財政摺節（fiscal austerity）措施所賜，這與需要以控制債務增加對殖利率曲線（yield curve）的影響來解釋，有異曲同工之妙。至於南歐國家，這種情況已變得難以控制了，不僅是由於結合實質利率和增長所造成的影響，加上由於財政調節所產生的景氣蕭條影響，乘數效應被低估，使這種相互作用進一步惡化；歐洲央行就因此不可避免地採取自2012年尤其是2015年以來的行動。

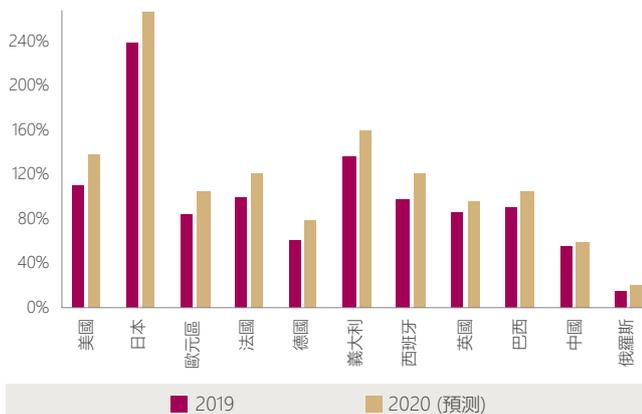
央行的作用加上主權債務購買對殖利率曲線的影響確實改變了可持續性方面的情況。譬如說，日本、美國、和歐洲過去十年來的經驗凸顯了債務水平和利率之間的關係斷裂：儘管法國的債務佔GDP的百分比率為100%而且今年將顯著超過此水準，但法國的債務價格相對於德國債務的價差仍然相當適中。美國Trump政府實施財政改革致使該國債務大幅增加，但並未對其殖利率曲線產生影響，超出了美國聯儲局（Fed）2018年加息所能解釋的能力。

無論如何，這種深刻改變的框架出現問題，即債務佔GDP比率的水準是否適用於根據《馬斯垂克條約》（Maastricht Treaty）所界定之《穩定公約》（Stability Pact）所述的增長，畢竟就利率、通貨膨脹率、以及貨幣政策等方面來講，這與我們目前所處的世界截然不同。

### 影響債務可持續性的因素有哪些？

歐元區、日本、和美國的例子證明債務的可持續性最重要的是取決於中央銀行可支付債務的利率水平。增加公共債務並沒有導致利率上升，反而迫使各國央行維持低利率環境，恰好使債務能夠持續遠超過債務佔GDP比率100%的門檻。

圖表1：債務佔GDP之比率，%



來源：FMI, OECD, 東方匯理財富管理

貨幣政策的本質因此在債務的可持續性中具有重要作用。日本的殖利率曲線雖然完全由中央銀行控制，然而在歐洲，歐洲央行（ECB）以資產購買政策支援各成員國債務的能力或意願並不確定，正因如此導致2020年第一季義大利債務的風險溢價急劇上升。自二月以來，COVID-19疫情席捲歐洲，對義大利的利差構成新的壓力，這確實促使歐洲央行決定宣布以金額7,500億歐元大幅增加購買資產。各主要國家因此正在盡一切努力使增加債務不會導致各國的融資利差增加。

只要政治框架和財務的發展軌跡清晰可循，這就有效。義大利前政府在過去三年中與歐盟執行委員會之間的政治不確定性和分歧的程度是造成其利差較高的原因，而並非是歐洲的債務水平所造成。財政方針的清晰可循也以風險溢價之水平對一個國家的市場信心發揮重要作用；這是成員國向歐盟執行委員會提出預算規則和三年穩定方案的目標。

最後，如前述有關新興國家、貨幣性質、債務的計價貨幣和持有結構（圖表二及三）對其可持續性都產生重大影響；這可以從對貨幣的壓力程度反映出來，尤其對於那些其貨幣並非儲備貨幣的國家，以及在債務危機之後可能發生貨幣危機的國家。從這個角度來看，一個國家國內持有債務的百分比（圖表四）及其外匯儲備水平是確保經濟對等債務水準復原能力的兩項基本因素。這某種程度解釋市場為何認為譬如中國的公共債務具有可持續性的理由。

### 今年所累積增加的主權債務是否會阻礙經濟增長？

如前述，歐元區過去十年已經提出大量舉債可能對經濟增長構成影響的問題。在歐元區內，負債最多的國家其增長率也最低。這反映償還債

務和去槓桿化對於積累債務國家的未來增長構成負擔。如果該國想控制其赤字佔GDP的比率而大量償還債務就會限制政府的支出、轉移、和投資，這表示財富在二十年甚至兩代人之間傳承（transfer）。

支付債務壓抑潛在的增長，導致政府不得不在某些情況下做出預算選擇，例如以減少促進下一代的增長率和生活水準所需的教育、研究、醫療保健、或基礎建設方面支出的方式，如此不僅能影響景氣循環而且影響長期增長。一切還視分配額外債務的項目是否包含支出，或者是否其投資類型促成潛在增長而定。

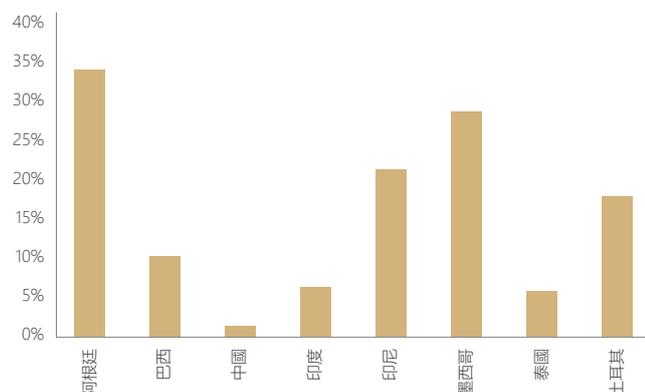
我們還可以認為將主要國家在2020年春季宣布的大規模支援方案之目的在於避免生產性資本被破壞；從這個角度來看，支援方案有助於防止暫時性衝擊轉變成結構性衝擊，從而保存增長的途徑，如果沒有支援措施，這種增長方針會受更持久的打擊。

### 央行所持有的政府債券之存量是否會改變衡量可持續性的方式？

大多數經濟合作暨發展組織（OECD）國家的債務佔GDP比率如上升超過100%，將不可避免導致將來償還的問題。但是，我們可能疑惑要如何處理央行所持有的部分公共債務：公共債務是債務，還是貨幣？如果央行不減少其資產負債表，並將到期資產再投資於各自政府的債務，而票息（coupons）是央行的收益（因此由政府獲得），那麼我們實際上可以將這筆債務稱為貨幣創造（money creation，又稱貨幣擴張）。

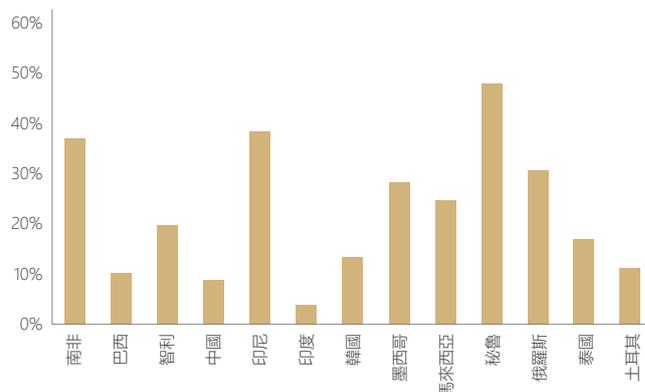
因此，如果可以確定央行不會從量化寬鬆和資產負債表擴張上退縮的話，我們可以在理論上以減去央行的持有量方式來重新計算日本、美國、和歐洲的債務佔GDP的比率。不過，這意味兩件

圖表2：外債與GNI比率，%\*



\* 以國民所得毛額（GNI）的百分比表示外債現值  
來源：世界銀行2018年數據，東方匯理財富管理

圖表3：外國擁有本地貨幣債務，%



來源：Datastream, BIS, World Bank, IMF, 東方匯理財富管理

事：資產購買計畫是永久性的，以及假定公共債務進行貨幣化。

後者是在歐元區辯論的一項主題，因為歐洲央行 (ECB) 的法規不允許成員國直接融資，同時也是歐盟法院 (Court of Justice of the European Union, CJEU) 及位於卡爾斯魯厄的德國憲法法院 (German Constitutional Court in Karlsruhe) 有提起司法訴訟的。關於此點，我們可以認為貨幣支援和預算團結 (budgetary solidarity) 的持久性一直有的雙重不確定性，成為歐元區幾個國家的風險溢價頑固不變的理由，同時正好反映人們對債務可持續性的懷疑。

### 增加公共債務是否造成通貨膨脹的風險？

債務危機在過去曾經不時導致通貨膨脹率上升；除上述新興國家的貨幣危機所引起輸入型通貨膨脹 (imported inflation) 的案例之外，通貨膨脹已經是一種不經由違約，而以改善實質利率 / 增長關係的方式來減輕債務負擔的解決方案。

在2008年美國聯儲局實施量化寬鬆政策時，這個問題再度被提出，因為根據貨幣主義的信念，增加貨幣供應量必然引發通貨膨脹率上升。據此分析，如果將公共債務進行貨幣化，則增加該債務應該引起較高的通貨膨脹率。但在過去的十年中並未觀察到這種現象，更確定的性質是：低利率自動產生作用引發資產價格上漲。通貨膨脹疲軟似乎更牢固地建基於結構性因素，然而歐洲央行未能控制通貨膨脹率達到其目標，因此我們可以在短期和中期內排除這種可能性。通貨膨脹上升的確可能因全球化過程中的結構性改變或共享附加價值所產生。

無論是哪種情況成立，是否以通貨膨脹方式或以維持低利率方式，增加公共債務似乎等同於以犧牲儲蓄戶作為代價的轉移 (transfer)，這種以金融壓抑 (financial repression) 進行債務減免的方式在德國引發對歐洲央行政策的激烈辯論。

### 新冠病毒大流行之後是否會加稅？

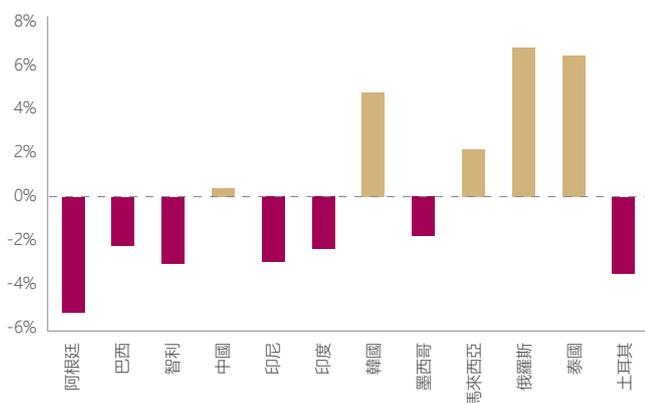
政府在這一階段的首要任務是，抑制疫情蔓延降低其對經濟的影響，並創造條件以迅速重啟經濟活動，同時縮小該衝擊傳染的長期效應。因此短期內，無論從政治上還是經濟上考量都不可能提高稅收，央行也確保以零利率或負利率為這筆額外的債務融資。

前述的財政乘數 (在過去十年中被低估) 顯示各國政府從2008年和2011年的兩次危機以及在南歐實施財政調節時的景氣蕭條性影響中汲取教訓。

但是，在歐洲自動財政穩定機制以非對稱方式運作的情況下，關於如何找到資源來重新平衡國家開支賬目的問題不可避免地會再次浮現 (圖表五)，(幸虧有安全網遏止危機的影響，但在擴張階段，除德國外，財政預算都不會恢復盈餘)。

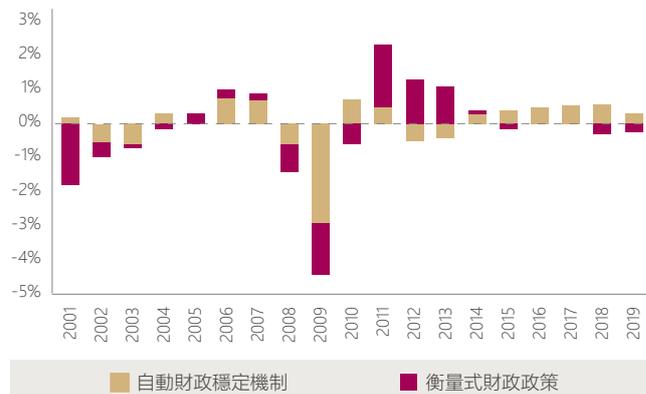
再者，所得分配不均和貧富差距加劇以及全球暖化加速，可能致使某些政府在面對圍繞這些問題所動員的公眾輿論之時，考慮從這兩個方向進行財政改革。這些可能是美國和歐洲下屆選舉的關鍵議題。

圖表4：經常賬，佔GDP%



來源：世界銀行2018年數據，東方匯理財富管理

圖表5：歐元區財政平衡變化的原因，佔GDP%



來源：歐盟委員會，東方匯理財富管理



維也納, 奧地利

## 政策配合, 管治和協調

根據傳統和學術觀點, 經濟政策的貨幣和財政組成部分各具有截然不同和獨立的作用, 但在帶領景氣循環的過程中會按計畫或制度履行部分共同承擔的目標:

- 貨幣政策必須借助於其短期利率政策及其傳播對經濟體的融資, 首先集中力量於景氣循環的增長 / 通貨膨脹的平衡, 並在特殊情況下發揮金融體系的支柱作用, 同時帶有市場流動性提供者和最後貸款人的功能;
- 財政政策涵蓋各式各樣的目標, 而這些目標往往互相競爭, 並且各國政策的混合劑量不同; 但是我們可以認為財政政策旨在確保宏觀經濟的調控 (利用自動穩定機制和增加赤字或增加嚴謹條件等選項)、實施對潛在增長 (尤其是健康、教育、基礎建設) 產生影響的結構性政策、以及或多或少依政府的政治取向執行重新分配功能。

## 過去三十的政策模式

在經濟全球化 / 福利國家解體的雙重趨勢, 在稅務競爭加劇, 同時單方面財政刺激政策失敗的背景下, 於1990年代之交, 往往奉貨幣政策為調控景氣循環的有利神器。尤其在各國央行因其獨立性和作用範圍擴大而增強其信譽之時, 更是如此。

最後, 在充分就業的情況下通貨膨脹壓力消失賦予貨幣政策更大的價值, 原因在於後者並非被通貨膨脹上升所阻擾, 而通貨膨脹必須以提高利率來抵消。

此外, 利用固定匯率建立貨幣區, 例如歐元區, 也使財政政策獲得某種程度在效率上的裕度, 而財政政策並不因對貨幣失去信心或因通貨膨脹受影響而失效。

脫離2012年歐元區危機之時所盛行的協調性政策搭配主要是結合預算嚴謹條件和貨幣擴張功能 (一方許可另一方), 其優點使歐元區得以維護, 但其結果值得商榷, 並引人質疑負利率和財政乘數的效率 (已在上一節中闡述該主題)。



## 多方面合作的新政策模式

如今 COVID-19 危機使需求暫時受到封城 (lockdown) 措施的限制 (因此對利率的刺激無法作反應)，在此的背景再次引發應該選用哪種工具的問題。更概括地說，問題在於政策搭配的有效性是否必然包含密切協調，或者經濟政策的可信度是否要求要有獨立性和將兩個組成部分分離：

- 公共債務急劇膨脹，其可持續性取決於維持長久低利率的三重保險、歐元區的繼續生存、以及歐元區成員國之間的團結。我們特別注意的是，歐洲央行在三月底宣布大幅增加購買主權債務以及購買周邊國家債券所需資金的靈活性，這使義大利債務的利差得以被壓縮；
- 貨幣及央行的可信度需要：週邊風險仍由中央銀行控制，以及央行不接受成員國隨意將其債務由公共貨幣機構予以貨幣化，這兩件事實之間取得良好的平衡。

因此，毫無疑問，根據情況備有數種政策搭配制度；在 2008、2011、和 2020 年的危機時期，我們因此觀察到政策之間的協調更為密切，不如此會造成市場擔心央行的可信度或對貨幣施加壓力。實際上，當投資者懷疑央行的干預能力或意願時，市場似乎反而傾向於增加風險溢價。

## 中央銀行的獨立性

央行顯著擴大干預範圍引發對其反應能力及其獨立性的質疑，從而強化財政支配 (fiscal dominance) 的信念。

在高度協調的政策搭配和主權債務貨幣化事實上存在的背景下，中央銀行的可信度最終取決於政策依法必須執行、有預算、屬於決策層級、並且以規章制度為其基礎，來維護其獨立性。

歐洲中央銀行行長依法由歐元區各國政府首長任命，但歐洲央行行長以任期長 (8 年) 且不得續任確保其獨立性。美國聯儲局主席由美國總統任命並每年向國會報告。鑑於美國總統 Trump 對已實施的貨幣政策有諸多評論，令聯儲局的獨立性在美國遭到質疑。但是，儘管壓力越來越大，儘管維護國家融資條件的問題至關重要，但中央銀行在管理其獨立性方面有相當不錯的成就。央行的作用越來越大，從而加強了他們的地位，相比之下政府受到變幻莫測的公眾輿論更大的約束。歐洲央行行長最近甚至透過正式討論推動歐洲各國政府採取更加自願性的行動，而非相反。

總之，COVID-19 流行病提升我們進入的情境是高度協調，從財政和貨幣兩方面來說，都是擴張主義性的政策搭配，並且很大程度上是以中央銀行可能將主權債務進行近乎永久性貨幣化作為基礎。

## 歐元區的政策配合

從政策搭配角度來看，歐元區在世界上沒有真正等同的建構：一個共同承擔的中央銀行，但本質上是國家財政政策，以共同體條約為框架，其影響所及範圍比歐元區（整個歐盟）更廣，以及公共預算相當於歐元區GDP的1%。

在歐元誕生之時，人們希望在1990年代初的貨幣危機之後，單一貨幣賦予歐洲新的經濟發展模式，導致一些國家不得不在支持本幣（以很高的實質利率和重大景氣蕭條性效應為代價，例如法國）和支持歐元（義大利、西班牙、葡萄牙）之間做出選擇，即使這表示在歐洲貨幣體系內必須接受匯率貶值。

### 最佳貨幣地區？

單一貨幣區的目的在於提高一定國家的財政政策效率；當一個國家決定實施財政刺激措施時，隨之而來的利率上升會由整個區域共同承擔而使其幅度變小；然而這種好處卻引起一種被稱為「搭便車」（free riding）的道德危機（moral hazard）行為的風險，因之從一開始就合理制定《穩定暨增長公約》（Stability and Growth Pact），以便提供法治框架來遏制公共財政方面的失衡風險。

再者，單一貨幣區要能發揮作用必須各國的景氣循環在一定程度上趨同（convergence），使該區域中的所有國家都得以執行適當的貨幣政策。這種趨同必然包含「最佳貨幣區」（Mundell於1961年發現的概念，經McKinnon於1963年進

一步形成）其特徵為資本和勞動力有高度流動性、良好的多樣化程度使經濟趨同能夠某種程度實現、以及有能力制約不對稱衝擊。歐元的流動性條件在其建立之初尚未達到滿足；單一市場的建設在過去的幾十年中得到加強，增加了人民到其他會員國工作的機會。但事實是該區域仍然相對分裂，實質上是本國性的勞動力市場、資本轉移有限（銀行的資產負債表特別投資在本國的資產上）、以及工業專業化程度提高（例如汽車工業）。

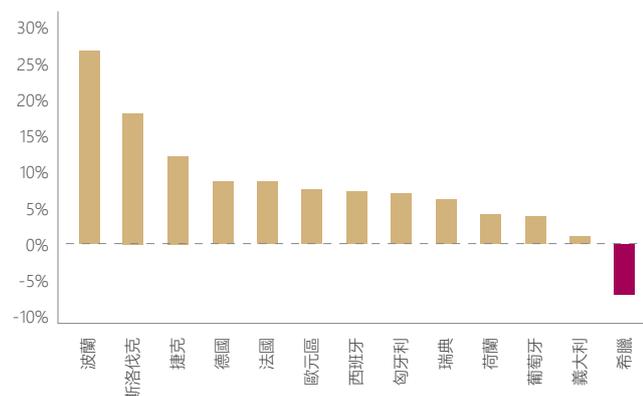
### 趨同與分歧？

當初希望採用單一貨幣和公共預算標準能夠促成趨同，從而促成政策搭配能夠連貫。這毫無疑問是歐元存在的頭十年中所發生的事情。

自2008年以來所觀察到的實際情況表明正好相反，反映在生產率比率（圖表六）、貿易平衡、不對稱衝擊的積累、以及債務佔GDP比率（圖表七）的差異上，導致在歐元區內有些南歐國家主權風險重新出現。我們還看到，歐元區各國之間缺乏匯率波動可能性可能導致競爭力差距和永久性貿易順差（因為在靈活的匯率制度下，順差不會因貨幣上漲而減少）；德國就是例子，其貿易順差大幅增加，並且過去十年該國的增長率高於法國或義大利的。

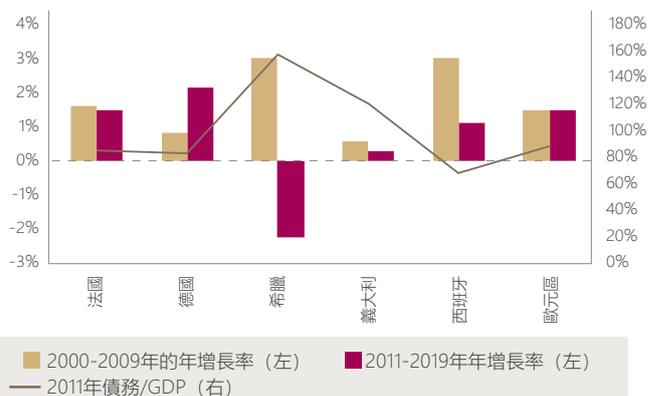
反之，我們也見到，遭受不對稱經濟衝擊侵襲的該區一個國家或一組國家在缺乏靈活匯率的情況下，為了恢復競爭力被迫採取調整價格和工資

圖表6：生產率自2010年的轉變，%



來源：OECD，東方匯理財富管理

圖表7：歐元區GDP和債務的年度增長，以及債務佔GDP之比率，%



來源：IMF，歐盟委員會，東方匯理財富管理

的政策，這就部分解釋通貨緊縮壓力於2010年代在歐洲南部出現的現象。這種情況使人很難為該區決定一項單一貨幣政策，而是藉助擴大歐洲央行的行動方法以及某些國家採取宏觀審慎監理措施的能力來部分解決該情況，例如防止法國房地產市場過熱的能力。

## 擴大政策工具量

如今，COVID-19危機等於是全面考驗歐元區運用適當的政策搭配來應對影響到所有國家的全球性衝擊的能力且可能產生部分不對稱的效應，包括西班牙和義大利爆發更為猛烈的疫情，卻因採取更緊縮及長時間的封城措施導致兩國遭受更嚴重的經濟衝擊，而恰好這兩國的財政預算迴旋餘地又比北歐國家還小。

這就說明義大利政府希望啟動於2012年引入的團結機制 (solidarity mechanisms) 並在歐元區層面發行債務的原因。

就此而論，暫停《穩定協定》(Stability-Pact) 標準也是有力的信號，表明既有意願避免以破壞性財政緊縮引起懲罰性活動，又有能力更從容應付與這大流行病有關的不對稱衝擊。從更廣泛的角度來看，這反映介於以下兩者之間的權力平衡發生暫時性或更結構性的變化：一方面是，只顧道德危機和財政預算可持續性的中堅份子，而另一方面，是較為支持整合性和自願性經濟政策者。

歐元集團決定在四月份啟動5,400億歐元支援計畫也意義重大。首先，因為這表明在這場危機中歐盟可能是首次以其層面所部署的手段大於以國家層面的手段；其次，因為當一個國家以歐洲穩定機制 (European Stability Mechanism, ESM) 重新融資時，我們發現債務互助 (mutualisation) 的肇始。

## 團結與整合的懷疑

然而，這兩項因素與真正的債務合併 (pooling of debt) 還相距甚遠：一方面，因為所提取的金額有上限 (現階段ESM佔GDP之2%，即義大利約有350億歐元，這與對抗經濟衰退所需的金額相去甚遠)；另一方面，因為要在醫療方面危機的嚴格框架之外使用資金受到條件的限制。這就是在義大利引發政治辯論的原因，也是目前正在討論的歐洲復興計畫基金 (European Recovery Fund) 的起緣。

關於歐洲央行，其行動的強化反映歐元區政策搭配的改變，而政策搭配的財政和貨幣成分均含擴張性。歐洲央行的重大干預—其資產負債表準備增加近1兆億歐元—同樣針對整個歐元區的共同的顯性目標 (確保經濟和市場流動性的融資和運作，保持對歐元區的信心) 和隱性目標 (限制週邊國家之間的利差擴大，以使其債務可持續性並保持對歐元的信心)。為此，它賦予自身 (暫時性且僅限於此大流行病) 在量化寬鬆資本配置獲取購買額外主權債務的能力。

結論，與2011年危機相比，無論是在工具還是在野心方面，這次大流行病構成加速轉變歐洲某些政策搭配的催化劑。最近所作的決定更是史無前例，但政治條件似乎沒有到位足以讓歐元區實行整合及團結預算 (budget solidarity)。我們因此可以預期成員國會以多層次形式從危機中退出，並以歐元區將仍然是一個不完整的貨幣區作為結論。

## 大流行病過後可能遇到的情況

COVID-19危機很可能會以許多基本上的和持久的方式改變我們的世界。現行的趨勢可能被提早和增強，新趨勢可能隨著優先性和機會的改變而興起。

### 多邊主義

第二次世界大戰後時期，世界人民的生活水準前所未有地提高。全球貧困人口減少到佔世界總人口的10%以下——雖然可以肯定仍然過高，但確實是一項了不起的成就。這一驚人的表現非常倚賴以規則為基礎的國際秩序支撐之下加強國際合作和開放。這種趨勢，尤其是自2016年英國就歐盟成員資格進行全民公投以及Trump當選美國以來，已經脫序。國際流動性至少在沒有疫苗對抗該病毒的情況下將難以恢復。國際貿易也可能受到長期損害，因為可以預期各國將在關鍵領域建立新的本土能力，以努力加強其復原力並妥善準備對付未來可能出現的危機。就全球經濟表現和脫貧 (poverty reduction) 而言，未來30年似乎必然與過去30年幾乎沒有相似之處。

至於國際體制框架可能不會崩潰。對於主要國際組織和團體，美國政府已撤回資金也退出參與，但其他國家則悄然地繼續深化合作關係。非洲有史以來最大的貿易協定於去年達成，而且是當美國退出《跨太平洋夥伴協定》(Trans-Pacific Trade Partnership) 時，其他國家卻毫不畏縮地向前邁進。總統的支持率最近較多懲罰民粹主義行為，並更獎勵傳統的政治家風範。投票結果如何尚有待觀察，但是總統參選人Biden於支持現有的國際組織。這可能是這場危機的最佳結果，因為這是唯一有效且可接受的方式去遏制超級大國的行為，儘管美國政府有任何更替，中美之間的緊張局勢仍可能會持續多年。

### 較少精簡

私營部門和公共部門為了追求高效率都傾向於在經營生產過程中只謀求微薄的利潤。這種策略的弊端莫過於顯示在醫療保健行業。由於必須儲備不可或缺的資源，以及對付未來的黑天鵝效應所需的緩衝，營業利潤因此可能會被壓縮。再者，目前已顯示出某些具有策略重要性的領域卻有依賴進口的風險，極有可能導致各國將部分生產轉移到國內市場，並在未來幾年內繼續改造供應鏈。企業在此過程中將不得不在成本優化與保障投入的供給兩者之間作出嚴謹的抉

擇。此外，企業可能必須著手解決不斷上升的壓力，即不僅要為股東追求最大化利潤，還要將其他利害關係人的利益納入未來公司的策略計畫中。

不僅私營部門尋求精簡組織，公共部門也準備如此做。政府的任務日益加強，這種趨勢罕見發生逆轉的情況。如果醫療保健和社會支持系統將被永久性擴展，並且私營部門的某些部分可能會被政府拯救而仍在公共部門控制之下，則政府在經濟中支出的比例只會增長。可以預料到某個時間課稅將不得不增加。在這背景下，某種形式的無條件所得 (universal income) 將會受到爭議。無條件所得的形式可以有許多種，並且如果這樣的措施能精簡及替代通常眾多的收入-支援計畫，則可以實際上包含效率利得 (efficiency gains)。某些人可能會爭辯在目前大流行病期間所提供的現金發放是朝此方向邁出的一步。至少，因為這種支援的必要性，如今使討論該議題趨於主流。儘管如此，其結果仍然是更多的政府介入和更高的課稅可能會抑制長期的潛在經濟增長率。

### 氣候變遷

政府大幅插手的積極面可能是以更具說服力的作為來回應氣候變遷及其已經造成的災難。這也是一場全球性危機需要全球性解決方案，不可能獨善其身孤立於外。回應氣候變遷涉及上述許多在建設復原力和備災方面所採取的行動。大量投資、規劃新城市勢在必行，可能遷移整個社區，並引發有關糧食和食水供應等迫切的問題。隨著其目前的住房變得不宜居住，可能有數以億計的人遷移，而相比之下，2015年歐洲移民危機所造成的破壞簡直是小巫見大巫。

在這種情況下，當前的大流行病既是威脅，也是機會。鑑於政府為減輕疫情對經濟的影響而需要大量額外支出，該威脅顯然挑戰政府要如何籌資建設清潔、有復原力的基礎設施。OECD估計在2016-2030年期間需要投資95兆億美元，傾向於將溫度上升限制在接近2°C的水準，但要實際上迎戰或勝出還需要更多。這表示每年的投資額約為6-7兆億美元，或每年約佔7%的世界GDP。運輸行業所需的投資將消耗估計總額的43%，而能源部門需要34%。再者，約總數之60-70%將落在新興國家上。

是否有機會取決於是否能開發出更能反映社會真實成本的定價模式。關於溫室氣體排放，確定這些氣體價格的方法目前有兩種。第一種是排放交易系統 (ETS)，由其確定排放的市場價格；第二種是碳稅 (carbon tax)，即由政府確定價格。由於只有約40個國家利用這些定價模式，根據世界銀行資料總共涵蓋全球年排放量之13%，因此有相當大的擴展餘地。

同樣，運輸部門的運輸成本並不能反映出事故、污染、二氧化碳排放等方面對社會所造成的全部損失。大多數國家確實對所有運輸方式都徵稅，但是稅收與這些外部成本的掛勾 (indexed) 程度很低，只部分涵蓋。公平定價涵蓋所有直接和間接成本有可能導致改善資本的配置。除了該公平的價格之外，已經簽署與氣候變遷相關的《巴黎協定》的197國可以增加稅收表達其渴望實行的政策。全球GDP之6.5%用來補貼能源，比全球教育支出佔世界GDP之5.9%還多，這顯然這個世界既複雜又有爭議性。逐步淘汰這類補貼並促進公平定價將勢必要對弱勢家庭直接提供補償性支助。

## 石油

也許COVID-19危機將加速過渡以遠離化石能源。可以確定的是，當今年油價在歷史上首次變成負值時，石油市場出現巨大的混亂。低油價通常被視為威脅能源轉型，因為這使替代能源難以與其競爭。然而，從投資人的角度來看，石油開採的預期回報現在是如此之低，以至於投資於其他形式的能源生產比較有利可圖。化石能源行業不會在一夕之間消失，但可以放心地假設減少使用化石能源將長久持續下去。

## 工作場所

最明顯的變化當然是活動性質許可的人可以採用在家辦公的方式。辦公室固然將重新開放，但在家工作已經不會像以前那樣帶有不光彩的感覺。有幾家大公司已經表示，他們希望未來減少辦公空間和房地產持有量，所以預期會出現結構性供過於求。至於零工經濟 (gig economy)，沒有固定雇主的人所面臨的不安全感，以及許多確實現在有或過去有雇主的人很可能這種不安全感都會持續存留不去。保障自雇者 (self-employed) 和非正式部門 (informal sectors) 工作人員之健康和安全的將是今後的關鍵問題，並

且這可能會抑制人們對該類工作的熱情。另一方面，必要性 (necessity) 是創新的力量，這一領域很可能會出現新的趨勢，而這到目前為止很難想像。有一項很可能加強的工作就是線上教育，而將來的招聘人員必須學習如何評估這種工作的資格。

## 消費型態

人們會購買東西，但可能各買不同的東西。炫耀性消費和奢侈享受在危機時期往往會沒落。公司調整其產品的方式很可能徹底決定趨勢。因此，客戶也十之八九會越來越傾向在社群媒體及其消費模式中制裁某些公司行為。消費行為以支持全球可持續性為目標的趨勢很可能會更加普遍。這場大流行病確實已將人們關注點引向環境、社會、和治理 (ESG) 問題的重要性，這些問題往往成為可持續投資的重點——只會預期其增長的領域。在危機期間，許多服務包括醫療保健在內已經在線上提供 (表一)，我們預期這種情況將繼續下去。這種服務的價格可能會下降，或至少下降得不太快，而我們在工業製成品上所享有的通貨緊縮 (disinflationary) 影響力會因此而延長。

我們生活中許多其他領域都很可能在未來幾年裡會感受到這場危機的巨大影響。但是，以前的危機也曾引發許多人相信新的世界即將到來，只是現實不似預期。可以確定的是，這次可能沒有什麼不同，因為改變往往代價高昂，在政治上的代價也是如此。儘管如此，可以依靠人類在科技和社會創新領域的善於創造發明來幫助我們的全球經濟面對未來的結構性挑戰。

表1：大流行病期間的網際網路使用情況，%

| 使用類型    | 變化 VS 前-COVID-19 典型日子 |
|---------|-----------------------|
| 遊戲      | 115                   |
| VPN     | 49                    |
| 視訊      | 36                    |
| 下載      | 39                    |
| 網頁      | 27                    |
| 社群      | -12                   |
| 語音使用分鐘數 | 25                    |

來源：威訊，The New Stack，東方匯理財富管理



阿爾卑斯山, 瑞士

# 宏觀經濟展望

## 世界經濟危機

沒有詞彙能表達人類「自願」關閉大部分經濟體來對抗全球大流行病的非凡經驗。對於從事宏觀經濟預測的人而言，這種情況已使過去的數據變得無關緊要，各種估計的差距都在10個百分點或更大的範圍之內，我們必須為其增加異常的誤差幅度。因此，任何設想都必須在此背景下理解，並且要像水一樣用一桶一桶來量，而不是習慣上像鹽一樣一小撮一小撮來試。

我們的設想是誇張的，同時也是最有利情況。關鍵假設如下：

- 大多數限制行動措施在第二季將逐步取消；
- 相對於上半年預計的萎縮程度，預計下半年的反彈幅度相當溫和；
- 今年油價平均將難以超過每桶30美元，在所有其他條件相同的情況下，這對全球經濟景氣循環有利；
- 油價通貨緊縮將在通貨膨脹的前景中佔盡鋒頭，因此反通貨膨脹；

- 預計2020年歐元兌美元匯率將在1.05至1.15美元/歐元之間變動，在這種情況下相對於我們的設想，歐元兌美元匯率將被視為持平。

在這種情況下，我們預計今年全球經濟將全年收縮3%，而2021年全球GDP將增長5.5%（表二）。從季度演變（QoQ）角度來看，中國第一季與上一季相比下降9.8%，這表明我們可以預期大多數成熟經濟體在第二季會出現這種現象。我們預測隨後幾季的反彈是呈U型而不是V型的。的確，我們預計2021年世界GDP增長率將達到5.5%與2010年（5.4%）相近，後者緊隨2009年的0.4%收縮比預計2020年的-3%或更差算是相當溫和，凸顯我們的預期相對疲軟。

如果我們的假設證明是錯誤的，那麼預期的結果將變成極糟糕。如果危機繼續留存和遏制措施沒有解除，或者今年晚些時候重新強制實施，那麼今年世界GDP可能收縮6%。如果今年冬天大流行病加劇，那麼收縮率可能高達9%或更糟。所有這些結果都有可能發生，但是根據中國

表2：關鍵宏觀經濟預測，%及百分點

|                | 2019 |      | 2020 |      | 2021 |      | 購買力平價加權 (2018) | 2019  | 2020  | 2021 |
|----------------|------|------|------|------|------|------|----------------|-------|-------|------|
|                | GDP  | CPI* | GDP  | CPI* | GDP  | CPI* |                | 貢獻    | 貢獻    | 貢獻   |
| 全球             | 2.9  | -    | -3.0 | -    | 5.5  | -    | 100            | 百分點   | 百分點   | 百分點  |
| 美國             | 2.3  | 1.8  | -6.0 | 0.8  | 4.5  | 1.7  | 15.2           | 0.35  | -0.91 | 0.68 |
| 日本             | 0.7  | 0.5  | -5.0 | 0.0  | 3.0  | 0.3  | 4.1            | 0.03  | -0.21 | 0.12 |
| 英國             | 1.4  | 1.8  | -6.5 | 0.9  | 3.8  | 1.5  | 2.2            | 0.03  | -0.15 | 0.09 |
| 歐元區            | 1.2  | 1.2  | -7.5 | 0.4  | 4.6  | 1.0  | 11.4           | 0.14  | -0.86 | 0.52 |
| 德國             | 0.6  | 1.4  | -7.0 | 0.5  | 5.0  | 1.2  | 3.2            | 0.02  | -0.22 | 0.16 |
| 法國             | 1.3  | 1.3  | -7.2 | 0.5  | 4.5  | 1.0  | 2.2            | 0.03  | -0.16 | 0.10 |
| 義大利            | 0.3  | 0.7  | -9.0 | 0.0  | 5.0  | 0.7  | 1.8            | 0.01  | -0.16 | 0.09 |
| 西班牙            | 2.0  | 0.8  | -8.0 | -0.1 | 4.0  | 1.0  | 1.4            | 0.03  | -0.11 | 0.06 |
| 瑞士             | 0.9  | 0.4  | -6.0 | -0.5 | 3.8  | 0.3  | 0.4            | 0.00  | -0.02 | 0.02 |
| 巴西             | 1.1  | 3.7  | -5.8 | 1.6  | 3.5  | 3.1  | 2.5            | 0.03  | -0.15 | 0.09 |
| 墨西哥            | -0.1 | 3.6  | -6.3 | 2.5  | 3.2  | 3.0  | 2.8            | 0.00  | -0.18 | 0.09 |
| 阿根廷            | -2.2 | 53.5 | -7.4 | 50.0 | 3.7  | 40.0 | 0.7            | -0.02 | -0.05 | 0.03 |
| 俄羅斯            | 1.3  | 4.5  | -6.8 | 3.1  | 4.0  | 4.0  | 3.1            | 0.04  | -0.21 | 0.12 |
| 印度             | 4.2  | 3.7  | 2.0  | 3.3  | 7.4  | 3.9  | 7.7            | 0.32  | 0.15  | 0.57 |
| 中國             | 6.1  | 2.9  | 2.0  | 2.5  | 8.3  | 2.1  | 18.7           | 1.14  | 0.37  | 1.55 |
| 亞洲不含中國、印度、日本** | 4.8  | 2.1  | -1.0 | 1.8  | 8.0  | 2.7  | 7.9            | 0.38  | -0.08 | 0.63 |

\* 消費物價指數 \*\* 香港，印度尼西亞，馬來西亞，菲律賓，新加坡，韓國，台灣，泰國和越南

註：世界GDP是PPP（購買力平價），以全年計算。貢獻率是成長率乘以國家/地區在世界GDP中的比重，以百分比表示

來源：彭博，國際貨幣基金組織，東方匯理財富管理。

的經驗以及在撰寫這些內容時所發布的重新開放計畫，我們認為我們的設想在現階段是最有可能的結果。風險似乎絕大多數集中在下方 (down-side) 風險，而且難以想像會有意外上方 (upside) 機會。

我們預計美國聯儲局或歐洲央行今年不會進一步下調政策利率 (表三)。美國聯儲局已經實施的降息措施將使其他中央銀行有可能按照我們所預期的通貨膨脹率下降來降低政策利率，但其前提是美元沒有過度走強。

今年全球貨品貿易可能萎縮10%至30%之多，而我們保留一個更接近前者的數字做為設想。作為比較參考，貿易量在全球金融危機中下降約10%，在大蕭條中下降約60%。大多數國家的經常賬餘額可能惡化。石油出口國的盈餘將縮水，鑑於貿易量的普遍下降，大多數石油進口國的能源賬單可能不會明顯較輕鬆。對於外匯儲備不足的國家這可能導致其國際收支危機，而這種風險大多集中在低所得國家。重要的是要注意這裡的好消息，那就是我們進入COVID-19大流行時的總體經常賬失衡比2008年要小得多，而這是造成當時危機的根本原因之一。

失業率將迅速上升至過去危機中罕見的水平，但或多或少取決於每個國家的社會安全制度。財政支助措施的目的是取代所有國家的所得損失，而不用擔心支付所得所採用的管道。的確，如果資金無法到達相關人員的手中，則恢復的速度將會越來越慢。重新聘僱當然將會是挑戰，並且取決於對各種規模企業的財政支援要達到何種程度才可以防止其破產。的確，這種背景下，歐洲的應對措施主要包含在財務上協助企業維持給付員工工資，很可能證明比美國的策略發送支票給急遽增加的失業人口更有效率。執行所提供的巨額財政和貨幣支援在這場危機中可能會失敗，這是我們所設想的重大風險。

在財政方面，各國提供的整套支助方案約有一半是以貸款形式執行，因此可以預期是要歸還的。儘管如此，政府赤字佔GDP的百分比可能會加倍或更糟，而債務佔GDP的比率可能會創下新高。美國政府總預算赤字可能從2019年佔GDP近5%上升到遠超過今年的15%。歐元區的赤字可能從去年佔GDP的0.7%上升到今年的7%左右。中國的赤字也將從2019年的6.5%膨脹2020年的11%以上。由於新的支援配套不斷被推出，這些相關數字的不確定性也很大。至於債務水

表3：2020-2021年中央銀行政策利率預測，%

|          | 2018年12月 | 2019年12月 | 2020年12月 | 2021年12月 |
|----------|----------|----------|----------|----------|
| 阿根廷      | 59.00    | 55.00    | 35.00    | 45.00    |
| 澳洲       | 1.50     | 0.75     | 0.25     | 0.25     |
| 巴西       | 6.50     | 4.50     | 2.25     | 3.25     |
| 智利       | 2.75     | 1.75     | 0.40     | 0.60     |
| 中國       | 4.35     | 4.35     | 3.50     | 3.50     |
| 歐元區      | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 0.00     |
| 印度       | 6.50     | 5.15     | 3.50     | 3.70     |
| 印度尼西亞    | 6.00     | 5.00     | 4.00     | 4.10     |
| 日本       | -0.10    | -0.10    | -0.10    | -0.10    |
| 馬來西亞     | 3.25     | 3.00     | 1.75     | 1.95     |
| 墨西哥      | 8.25     | 7.25     | 4.00     | 4.30     |
| 菲律賓      | 4.75     | 4.00     | 2.45     | 2.65     |
| 俄國       | 7.75     | 6.25     | 4.70     | 4.70     |
| 沙特阿拉伯    | 3.00     | 2.25     | 1.00     | 1.00     |
| 南非       | 6.75     | 6.50     | 3.40     | 3.50     |
| 韩国       | 1.75     | 1.25     | 0.50     | 0.60     |
| 瑞士       | -0.75    | -0.75    | -0.75    | -0.75    |
| 泰國       | 1.75     | 1.25     | 0.40     | 0.40     |
| 土耳其      | 24.00    | 12.00    | 8.00     | 9.00     |
| 阿拉伯聯合酋長國 | 2.75     | 2.00     | 0.75     | 0.75     |
| 英國       | 0.75     | 0.75     | 0.10     | 0.10     |
| 美國       | 2.50     | 1.75     | 0.25     | 0.25     |

來源：彭博，東方匯理財富管理



羅勇, 泰國

平, 美國政府債務總額佔GDP的比率可能從2019年的109%升今年年底的130%以上。義大利的債務很可能會佔超過GDP的155%, 而日本的可能超過250%。歐元區的債務可能從2019年的近85%增長到今年的97%左右。中國的債務佔GDP的比率可能會從55%攀升至65%。不幸的是, 由於2019年全球債務已經處於的歷史高位, 世界經濟體以比先前時期更糟的體質陷入當前危機。這將是COVID-19後世界的一個決定性特徵, 而且很可能要用長達數十年的負實質利率來解決(圖表八)。

中央銀行從事量化寬鬆會見到其資產負債表增長至有史以來的最高水平。債務負擔會侷限貨幣政策整合方式, 而在另一個幸運的情況, 明顯是科技革命形成的結構性力量有助於抑制價格上漲, 新結構在未來幾年中很可能將繼續是主導景氣循環的力量。再者, 對通貨膨脹目標進行任何過度調整的容忍度很可能很高, 因此也限制了對實施政策利率所預期的反應。這種情況勢必

使中央銀行、財政部、和公共債務管理機構之間更明確合作, 而這比我們所習慣的央行獨立的時代更密切, 而在民眾對公共機構信任度較低的國家可能會造成困難。

整體而言, 這種對抗全球大流行病所採取的歷史性政策措施, 如果成功減少對生產能力的破壞, 應該可以在2021年底之前從產出下降中復原。如果發生更廣泛的企業倒閉, 這場危機可能演變成更經典、更持久的衰退。

總之, 在未來幾年中, 我們可以預期在COVID-19之後全球經濟將具有以下特徵:

- 增長緩慢;
- 負債高;
- 通貨膨脹低;
- 名義利率低;
- 負實質利率。

圖表8：實質美國聯邦基金利率與歐洲央行再融資操作利率，%



來源: FactSet, 東方匯理財富管理

## 美國及其關鍵選舉

在全球大流行病期間，經濟上的其他基本問題，理所當然，逐漸退隱在背景中。儘管如此，基本問題真切存在，需要盡可能加以解決。雙赤字 (twin deficits) 是美國經濟體的一項結構性問題，即政府預算赤字加上經常賬的負餘額。就預算方面，除1998-2002年外，自1970年以來預算一直是赤字。自1970年以來最大的赤字出現在2009年佔GDP的10%。隨後幾年裡有所緩和，但自2016年起又開始上升。今年赤字可能達到GDP的20%，取決於即將推出的追加支援計劃。美國國會預算辦公室根據2020年4月24日發佈的新預測，預計在2020年赤字佔GDP之比率為17.9%，而2021年為9.8%。由公眾所背負的聯邦債務至2020年將佔GDP之101%，2021年會達到108%。

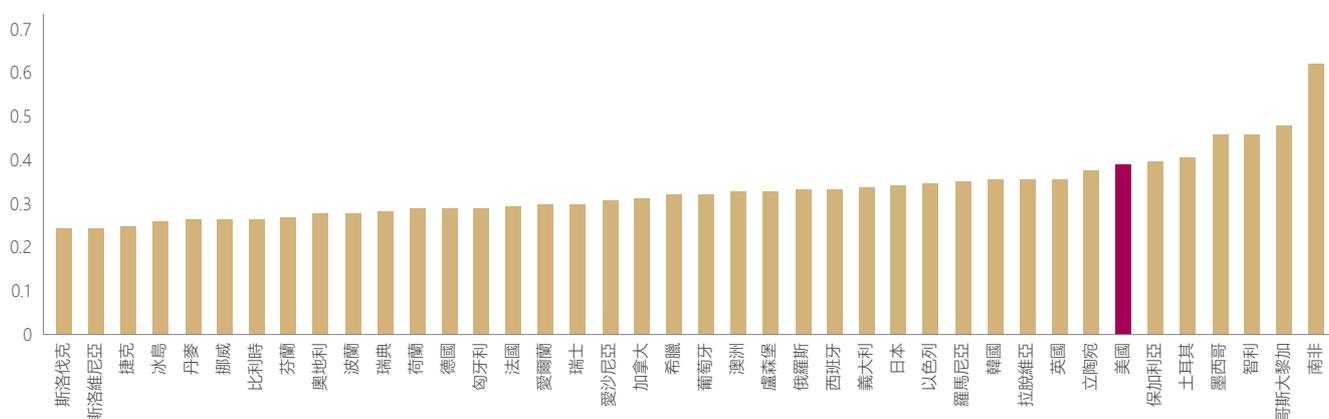
當然，這種高得令人心痛的增長率主要與應對這一流行病息息相關。然而，美國國家財政的根本失衡是一個長期揮之不去的問題。經濟體的其他部分也傾向於使自己過度消費，以下事實可以證明：以美元計算，美國是世界上經常賬赤字最大的國家（英國第二大）。由於美國GDP總值龐大，這將經常賬赤字轉譯成相當不大的數字，到2019年底僅為2.3%。平均比率自1960年以來為-1.6%，2006年的比率最低接近-6%，而在此期間的最大盈餘出現在1975年佔GDP的1%。因此，我們可以得出結論，無論是在概括的經濟體還是政府，美國是個入不敷出的經濟體。這就需要從國外進口資本來幫助融資這些赤字。對於大多數其他國家這種作法必定難以維持，會導致國際收支危機和大量貨幣貶值，並引發相

聯性的通貨膨脹衝擊。另一方面，引用Barry Eichengreen的說法，美國往往倖免於其揮霍的任何後果，這要歸功於美國得益於身為世界儲備貨幣發行人所擁有「高昂的特權」。儘管如此，外國持有的美國國債的比例從2009年的47%下降到2019年的41%。日本和中國現在各擁有7%，從2009年分別為10%和12%下跌。因此，即使是美國也不能完全免受外國對其資產需求減弱的影響，而雙赤字是美國經濟中一個重要且日益嚴重的結構性問題。

## 貿易

Trump政府按理試圖以對中國發動貿易戰來解決經常賬—或是貿易逆差問題。如果貿易逆差是超出個人消費所致，我們很容易理解試圖以任何雙邊貿易政策解決該問題的侷限性。解決貿易逆差的最有效方法是在美國提高稅收，而美國在2017年卻採取相反的決定。當然，以提高稅收方式消除貿易逆差能否成功取決於需要這進口的程度，以及即使面對購買力下降，這些進口是否還是被認為是必需品。儘管如此，提高稅收往往會抑制需求並減少進口，而減稅則相反。也必須說，2017年的減稅措施使美國的所得分配情況惡化，美國的所得分配已經恢復到出現在1920年代末期的不平等水平。如圖表九所示，這是美國不與其他主要已開發經濟體共同分享的問題，而且這個問題產生了深遠的社會後果，包括增強了對保護主義的渴望。

圖表9：GINI係數，2019年或最新資料



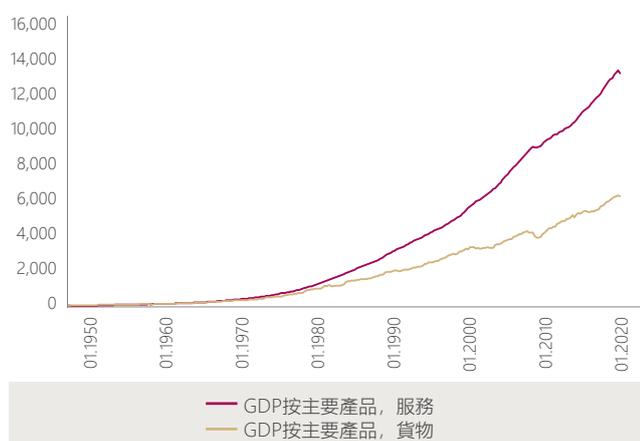
0 = 完全平等，1 = 完全不平等  
來源：OECD，東方匯理財富管理

徵收關稅的困境與提高稅收類似，原因是如果受影響的進口商品受益於對價格不敏感的需求（例如藥品），貿易逆差實際上會隨著貿易保護主義抬頭而加劇。情況似乎是如此，至少直到2018年12月，貿易逆差均達到當時新低-610億美元，此後有些好轉。美國在貿易方面已經發出新的威脅，這很可能仍然是美國現任政府掌舵期間的特點。貿易量已被大流行病大量摧毀了，但從長遠來看，貿易保護主義對美國和世界經濟的威脅依然持續存在。

## 服務業VS.製造業

利用令人不安的「讓美國再次偉大」的口號是另一種結構性發展，而這項發展公認是製造業的衰退。我們說公認，是因為製造業出產的增長幾乎沒有中斷過，直到自1950年代末起服務業超過製造業（圖表十）。毫無疑問，製造業在美國經濟中的佔有率已降至11%，而大多數成熟經濟體中已降至20%以下，但這是因為服務業的增長速度快於製造業，並非製造業沒落。基於同樣的道理，目前世界經濟約服務業佔65%，甚至中國的服務業也大於製造業。有趣的是，儘管美國的逆差以貨物貿易為主，但美國的服務貿易收支仍然有盈餘，如果強調這種特殊的實力，很可能會使美國變得更加強大。

圖表10：美國GDP按行業，10億美元計



來源：FactSet，東方匯理財富管理

當然，從就業角度看各行業，製造業的景象令人沮喪。製造業的就業機會從1939年有900萬個工作到1979年上升至近2,000萬之高，自此趨勢下降，主要原因是技術效率提高。該行業的就業機會當然受到了2008年危機的嚴重影響，2009年降至1,150萬，此後有所改善，到2016年達到1,240萬。最近的高點是在2019年11月的1,290萬，在Trump政府期間增加了50萬個工作機會。這一流行病再次將這一數字在2020年4月降至1,150萬，預期還會進一步下降。同時，提供私人服務的部門的就業機會從1939年的1,490萬增加到2020年2月的1.08億，然後在2020年4月驟降至9,060萬。四月份失業率升至14.7%，並可能進一步攀升，然後可能在年底左右回到個位數百分比。然而回到2020年2月的3.5%的比率會是迢迢長路。

## 投資

企業投資在1948年至1975年期間幾乎占美國GDP的11%。從隨後幾年到2019年，該數字升高至佔GDP之13%，但超過了1980年代的15%。在投資增長方面，2009年投資受到衝擊，對上季增率再折成年率下降21.2%，2010年反彈14.1%，這預示2020-2021年期間的潛力。然而，自2010年以來，已逐漸下降至2019年仍是正數的1.8%，儘管該年出現三季的負增長。一般來說，錢不是問題。許多大公司現金充裕，或者大流行病之前是如此，而利率非常低。再者，家庭儲蓄率佔可支配所得百分比相當高。最近的低點為5.7%出現在2010年，此後平均為7.4%。隨著這一大流行病的到來，在2020年3月暴漲到13%。因此，在大流行病之前，許多公司寧願回購 (buy back) 自己的股票或購買其他公司，而不願進行擴大投資。兩種偏好都導向於對股價產生正面影響，但不是理所當然對整個經濟狀況有所幫助。



華盛頓哥倫比亞特區, 美國

## 減低競爭性與勞工的流動性

併購導致缺乏競爭性，這在美國以及在其他地區都是這個問題，在美國證券交易所上市的公司數量已從1996年的8,090家下降到2018年的4,397家。各個行業因此由少數公司主導，並且可以說是受益於一定程度的壟斷性定價威力，固然股東喜歡這種定價威力，但是這趨向於抑制經濟效益的功能。股票回購因相對稀有的因素也能推動股價上揚，但並非出於該公司有任何特殊成就。這招致美國絕對競爭力下降的趨勢。

美國勞動人口流動性自1960年代中期以來一直下降，要不是語言因素，如今已與歐洲相當。其下降是因為州級的專業執照授與的規定顯著增加，因而阻礙了州際的流動性。如雇主提供醫療保健時，許多人都會考慮這事情。房價對流動性也造成影響，因為高房價會阻礙向該地區遷移，同時也鼓勵向有平價住宅的地區遷移。尋找住房現在是在美國搬遷的頭號原因。

## 政治混亂

政治功能障礙上升，部分原因是最高法院於2010年做出的異乎尋常的裁決（聯合公民訴聯邦選舉委員會案），該裁決從根本上取消了對公司、工會、和個人從事政治捐贈的所有限制。投票區已經被蠟蠟形劃分（gerrymandered）變成了單一政黨區，而選民登記常常變得不可思議地複雜。美國的選民參與總統選舉的比例約為60%，佔符合投票資格人口的一部份。低於OECD國家的平均水準70%。某些這種功能障礙在一國對付大流行病的反應中明顯體現。

全球大流行病需要由全球協調來對付。至少，需要由各國中央直接進行。即使在聯邦這也是完全可行的，德國就是現成範例。美國在現任政府領導下無意承擔起全球協調人的角色，而在過去的艾滋病或伊波拉病毒等醫療危機中，美國擔當過這個角色。沒有其他超級大國可以採取行動直接對付危機，雖然中國可能會越來越認為自己扮演該角色，尤其是如果其科學家首先研發出疫苗的話。美國在感受到威脅後，決定在危機期間撤回對世界衛生組織（WHO）的資金，其理由是代表事實上負責全球衛生應對協調的人有親中偏見。如果要以此作為未來超級大國行為

的樣版，我們只能回顧1920年代及隨後的幾年，當時的事件絕大部分是由公認的本國自身利益所推動的。

可能有另一方案。各國居民可能從這一大流行病中得出結論：管理國家和對付全球危機是嚴肅的工作，需要經驗豐富的領導人。隨著工黨新領導人的當選，英國似乎已朝著這個方向邁出了一步，英國首相Boris Johnson的舉止有明顯的改變。關鍵問題當然是在2020年11月3日舉行的美國大選中會產生何種結果。

圍繞該事件的不確定性很大，包括如何實際進行選舉的問題。儘管推定的民主黨總統候選人現在是Joe Biden，但黨代表大會 (party congress) 被推遲到八月，甚至連個日期也尚未確定。撇開後勤工作不談，Trump能連任與否還不能確定。至於與2016年的顯著區別在於民主黨團結在Biden身邊的方式Hillary Clinton競選當時未有過。Bernie Sanders的大多數支持者在那次選舉中都拋棄了Clinton，而這次民主黨左翼領導人表示支持Biden。團結的民主黨對Trump的連任構成重大威脅。

四月的全國民意測驗顯示，Biden以4%至11%的幅度擊敗Trump。Clinton在2016年以2%的優勢贏了普選票。將全國投票偏好轉化為選舉人團選票很難，Biden可能必須贏得大約5%或以上的普選票，才能贏得多數選舉人團選票的支援。選民的參與將是成敗的關鍵，而這在我們所處的COVID-19時代很難預測。在2016年，18-29歲人群的參與度有所提高，但與65歲或65歲以上的人群相比仍然低：前者的參與率為46%，而後者為71%。

Trump總統在四月份的平均支持率為43.6%，低於一個月前的近46%。這高出他的任期內平均值40%，但低於1938年以來所有美國總統的平均值53%。美國人在政治兩極分化中，對應付大流行病的看法相當團結。Pew Research Center研究發現，有66%的受訪者認為Trump過早地重新開放經濟活動；65%的受訪者認為他當初反應太慢以至於無法應付危機；以及61%的受訪者認為Trump有關危機的資訊不準確。

## 觀念改變

對於其他關鍵政策問題的態度也發生了變化。美國人對自由貿易的支持率已經上升到56%。多達67%的人支持移民。54%的人贊成聯邦政府提供全民健康保險計劃。兩極分化仍然相當高，有63%的人表示美國處於分裂狀態，但這已

從2019年9月的76%下降。這會如何影響投票結果目前尚不清楚，但Trump的勝利不應視為理所當然。

在未來的總統Biden的領導下，美國的政策立場會是什麼樣子？我們在這裡選出一系列他所贊成的措施：

- 提高最低工資至每小時15美元；
- 有薪家庭照顧假及有薪病假；
- 學生債務減免；
- 提高教師薪酬；
- 碳排放稅；
- 終止聯邦土地上的新石油和天然氣租用；
- 擴大《患者保護與平價醫療法案》(Affordable Care Act)；
- 提高公司稅 (同時保持低於2017年前的稅率) 和徵收富人稅來支付基礎建設投資；
- 增加資本利得稅；
- 提高國防預算；
- 調查是否需要對科技行業採取反壟斷行動；
- 不使用關稅對付他國；
- 加入CPTPP (美國退出的跨太平洋夥伴全面進步協定)；
- 取消政治競選活動中無限花費資金的權利。

無論人們對此類政策的看法如何，這些政策整體上都比現任政府對商業不那麼友善。這些政策也可能會擴大政府在經濟中的規模，並且想必會添加進一步的政策來對付未來危機的復原力和備災能力 (例如：提高醫療人員的工資)。許多此類政策例如長期改善所得分配等方式終究會使經濟受益，但對經濟有利的政策在基礎上並不總是在短期內對股市表現有所得益，反過來也一樣。美國經濟及其金融市場的前景極大程度依賴2020年的大選結果，這涉及不僅只在總統職位方面，當然也在取得國會多數方面。如果Biden贏得總統寶座，但民主黨未能在參議院獲得多數席次，要使上述任何一點通過立法將會很困難。要翻轉參議院多數席次是有可能，但仍然不易。民主黨需要贏得新的4席，而有4州目前被評定為「搖擺州」(toss-ups)，表示民主黨必須贏得全部席次。沒有這樣的結果，只有共和黨內部出現深刻革新才能使Biden要做的事情能有大的進展。

## 中國與亞太地區

中國近年來貢獻了約三分之一全球經濟增長。去年佔全球GDP增長2.9%的1.14百分點。今年其貢獻可能會下降到0.37百分點。從絕對值來看，這比我們預期美國和歐元區的負貢獻要強得多，但是就以此衡量，中國下降數值將比世界其他經濟強國更大。

當中國（短暫地）享有GDP增長率15%時，其經濟規模要小得多。隨著發展到2019年中國的增長率降至6%的時間裡，其經濟規模增長超過一倍以上。結果，中國在其低增長率時期對世界GDP增長的貢獻比其在快速增長時期所貢獻還要更大。COVID-19危機結束了這一情況，但值得注意的是，根據我們的預測，僅有中國和印度是今年可能對世界GDP達到正值貢獻的兩個國家。當全球經濟回歸正常時，雖然GDP增長率下降的趨勢，我們可以預期中國將重返其經濟實力上揚的方針。我們可以想像，到本世紀中期，中國的增長率可能達到2%，屆時該國可能成為世界上最大的經濟體。其實力可能會從目前的18%增長到2050年的20%（以購買力平價（purchasing parity）為基礎，根據2017年PWC（資誠，又稱普華永道）的一項研究）。在同一時期，印度的實力可能會增加一倍以上，從目前的7%增長到2050年的15%，使其成為世界第二大經濟體。美國將在全球經濟中的佔有率從

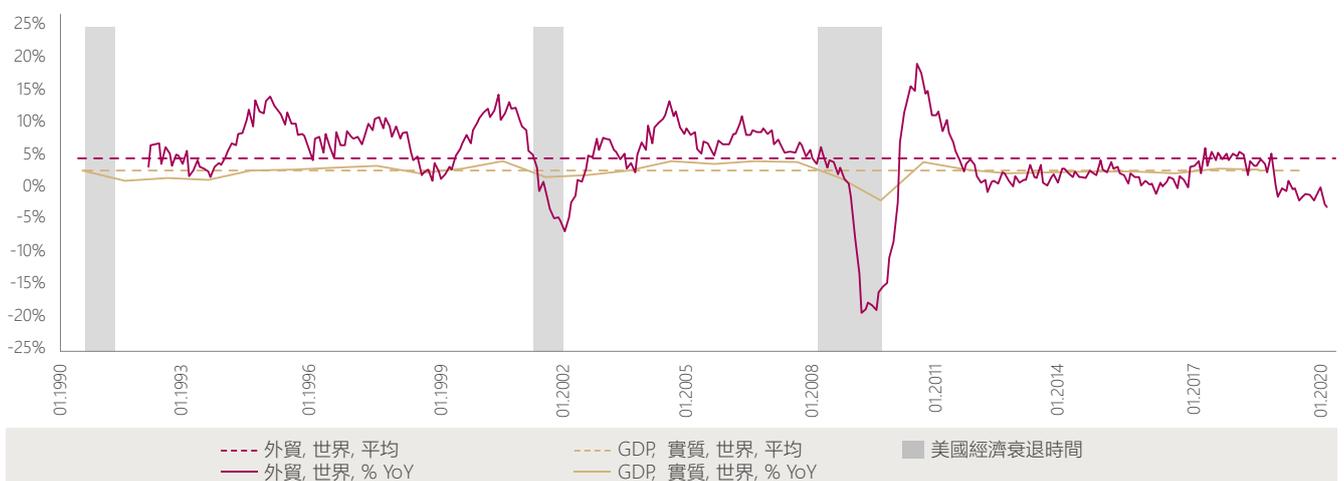
16%降至12%，位居第三，而歐盟在未來30年中可能會從今天的15%降至9%。毫無疑問，未來大部分的增長將出自亞洲。

佔有率下跌並不代表增長或財富下降。這僅表示其他國家正在快速增長。不過，對於相對重要性國家，中國的崛起已挑戰到及引起極大的焦慮，這不僅在經濟方面，還引申到更大經濟實力所帶來的政治影響力方面。這些趨勢在COVID-19危機之前已經昭然若揭，美國政府特別以其自我強加的貿易戰來表明其焦慮（圖表十一）。今天，預測全球的權力平衡比以往任何時候都更困難，因為在危機期間對超級大國行為的結論以及對經濟後果的最終評估都花費時間才會水落石出。

習近平主席在2017年宣布中國現在在國際事務中居「主導地位」，並將「越來越靠近舞台中心，為人類做出更大貢獻」。這些話代表的真實意義或有爭議，但該國在當前危機中一直不情願兌現這些言論。

關於中國的另一個令人憂心的問題是金融體系的穩定性，因為該國的總債務水準已達到其GDP的300%（包括家庭、公司、和政府債務；Q1 2019年，IIF）——這個數字也有助於解釋，與西方國家相比，中國對COVID-19危機的財政回應更

圖表11：全球貿易量與全球GDP，%，和平均美國經濟衰退時間



來源：FactSet，東方匯理財富管理



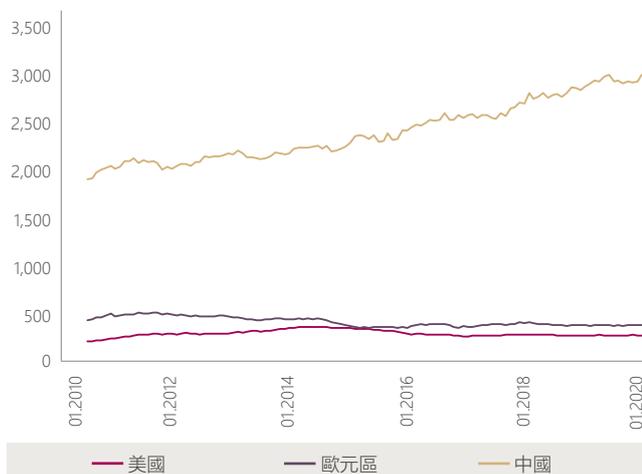
北京, 中國

為溫吞。雖然可以假設許多中國的銀行都有逾期放款 (non-performing loans) 的問題, 但最大的銀行都是國營的, 並且主要是貸款給國營公司。單憑其3.06兆美元的外匯儲備, 其對抗金融危機的基金能力, 這個世界上沒有他國家可與中國相提並論 (圖表十二)。再者, 雖然放寬對存款和借貸收取的利率, 但它們提供了高利潤, 並加強銀行的盈利能力。除此之外, 中國的債務大部分是以本幣發行, 並由國內投資者持有, 儘管債務水平很高, 但進一步降低發生金融危機的風險。

南韓於4月15日舉行選舉, 總統文在寅 (民政) 執政黨贏得空前的勝利, 在擁有300個議席的國民議會中獲得180席, 高於此前的123席。儘管如此, 仍未達通過憲法改革所需的2/3多數, 但會結束議會僵局。

另一方面, 日本首相安倍晉三的任期將於2021年9月屆滿。他於2019年11月成為日本任職時間最長的首相, 最近他的政黨多數地位使日本脫穎而出成為相對和平的天堂, 而許多其他成熟的經濟體經歷了重大的政治變革。要能夠在九月之後繼續掌舵, 就需要修改黨內規則。根據最近的民意調查判斷, 對此並沒有壓倒性支持, 而領導層的更改可能招致政府在2021年9月大選之後進入不穩定時期。同時, 日本的政策搭配在危機背景下非常活躍, 包括有關GDP最重要的財政對策之一、更能佳力來控制大流行病、以及中央銀行宣布無限制購買政府債務。

圖表12: 外匯儲備: 中國、美國、和歐元區, 百萬美元計



來源: FactSet, 東方匯理財富管理

## 貧困上升

澳洲經歷了非凡的28年GDP正增長，但這一增長現已被全球大流行病殘酷結束了。由於其經濟依賴中國和大宗商品，該國的成效顯然將與這兩個領域的演變息息相關。

印度正努力解決其13億人口停工經濟體的問題，跟據世界銀行估計，印度在2018年有75%以上的工人屬於非正式部門。這些工人大部分沒有領取任何薪水、補償費、或病假。印度政府已經通過了一項220億美元的救助計劃，印度儲備銀行除了降低利率外，還提供630億美元的流動資金。推動了許多設定目標的措施，包括糧食援助、農場支援、提供弱勢家庭1,000印度盧比、無抵押貸款、提供醫療工作者保險、以及放寬破產規則。保護生活在擁擠貧民窟中的數百萬人，是巨大的挑戰。慶幸的是80%的人口年齡小於44歲，因此預期遭受該病毒的症狀會較輕，但是隨著測試量增加，感染數量也在增加，而封城期限也已延長。人口如此年輕也構成特殊的挑戰。每月有多達100萬年輕人進入就業市場，通常要求經濟以每年8%的速度增長，才能吸收所有年輕就業群。與許多經濟體的情況一樣，在財政方面採取更多措施的壓力強勁，但可能需要採取更多的貨幣行動來控制償債成本，並且國家評等有可能會被評等機構下調的風險。

亞洲發展中國家已經推出了COVID-19整套支援措施，佔GDP的比率高達3.7%，而全球平均水平為11%（亞太經社會）。2019年亞洲的政府總預算餘額佔GDP的-6%，到2020年看來可能會惡化至佔GDP的10%。由於政策寬鬆和普遍避險情緒，造成該地區有貨幣風險問題。亞洲許多貨幣年初至今（YTD）對美元貶值約5%，儘管如此，與某些以商品為基礎的經濟體年初至今約25%的貶值率相比，這顯得相形失色。基本上，經常賬赤字的國家可能會採用貶值趨勢（trend-depreciating）的貨幣。由於大多數亞洲經濟體都是化石燃料淨進口國，因此油價走低確實會某程度緩解這個問題。

國際貨幣基金組織、世界銀行、和亞洲開發銀行已承諾提供價值數十億美元的援助，G-20提供低所得國家償還債務寬限期，並且有可能提供更多援助。不過，隨著已開發國家採取放鬆限制行動措施，更糟的情況想必會發生在發展中國家。

世界銀行預測撒哈拉以南的非洲將受到最嚴重的打擊，這不必然是在COVID-19病例的數量方面，而是從貧窮情況增加來看。今年全球貧困率將自1998年以來首次上升，今年有可能再增加5,000萬人陷入極度貧窮。



墨爾本, 澳洲

## 歐元區

歐元區幾乎自成立以來就一路苦苦掙扎，普遍認為貨幣聯盟在某個時候注定會失敗。這依賴Robert Mundell等人在1960年代就最佳貨幣區域 (optimal currency areas) 問題上所進行的重要成就。依舊留存的見解是貨幣聯盟需要歐盟內部進行財政轉移支付，如果歐盟內部的勞動人口流動性低，則更是如此。顯然，自那時起世界已經演變了60年左右。歐盟內部的勞動人口流動性自2000年以來增加了一倍，根據美國人口普查局報告，1997年至2013年間工作轉換下降了25%。促使更多美國人留在原地工作的因素包括，專業執照授與的規定增加，這往往是在州級發布的，從而阻礙了州際的流動性；醫療保險的費用鼓勵員工留下為提供該保險的雇主工作；以及房價可以促進和防止員工遷移。美國和歐洲今天在這方面的差異本質上歸結為語言障礙。再者，鑒於歐洲在2011-2012年間遭發生第二次危機時美國沒有因此遭受危機（圖表十三），歐元區的就業記錄與美國相當。

財政聯盟毫無疑問將加強歐洲的貨幣聯盟。但是，在建立財政聯盟之前，美國的貨幣聯盟從1865年內戰結束到1935-1936年第二新政 (Second New Deal) 存活了大約70年。歐洲貨幣聯盟是依據《馬斯垂克條約》(Maastricht Treaty) 建立於1992年，於1999年引入歐元。歐元已21歲，比起強大的美元還相當年輕，儘管此時財政聯盟在歐洲受到的支持很少，但就像美元一樣，大約50年的時光裡或許情況會大不相同。

圖表13：美國和歐元區之就業增長，% YOY



來源: FactSet, 東方匯理財富管理

COVID-19大流行可能會讓事情加速變化。沒有採取任何手段將歐元區的債務負擔直接互助化，這場危機使書上的每一條規則都放鬆束縛了。義大利的困境可以說正在對這個問題起推動的作用，希臘的也是如此。由於歐洲對義大利嚴峻的COVID-19形勢反應遲鈍而笨拙，因此必須說，比較2008年危機後的處理、其反應速度已驚人。然後，4年之後，又在2011-2012年期間又發生了一場危機，歐洲才「辦事像男子漢」。現在，幾周內就制定了新方案，未來幾個月可能還會有更多方案。在歐洲理事會和歐盟委員會繼續準備其他措施期間，歐洲央行已經承諾擴大其無限制的支援計劃，有了這些支援，歐盟成員國實際上可以自由地「不惜一切代價」減輕大流行病的效應。雖然沒有哪個國家或地區對當前危機的反應可能因完美無缺而青史留名，歐洲顯然從全球金融危機中汲取了重要教訓。

雖然如此，該財政影響將十分嚴重。歐元區的政府總預算顯示2019年赤字佔GDP之0.7%，而今年可能下降至接近GDP之-8%。德國去年的預算盈餘佔GDP的1.4%，將由可能被超過GDP之5%的赤字所取代。義大利、法國、和西班牙的赤字可能都介於8%至10%之間，雖然義大利的赤字可能是三者中最底的，但其債務佔GDP之比率仍然是最高的，這繼續令歐盟焦慮不安。

儘管英國從未加入歐元區，但英國退出歐盟的決定卻加劇其困難。許多人擔心義大利可能有一天會選擇類似的決定。義大利下一次選舉預定於2023年5月舉行，總統選舉將於2022年舉行。變革可能會更早來到，該國畢竟在73年中出現68個不同的政府，但是任何政黨在全球大流行病中都不可能尋求以這種方式破壞現狀。

有個不記名的通訊社Dire於2020年3月舉辦了一項民意調查，發現有67%的義大利人認為加入歐盟處於不利地位，從2018年11月的47%上揚。當然，也可以找到相反的證據。一項Censis在2019年尾的舉行的民意調查發現只有25%的義大利人贊成退出歐盟。歐盟其他成員仍然高度堅定忠於職守，德國對全區域融資解決方案不斷演進的立場可以證明。

我們深信，歐元將在其現有成員國完好無損的情況下生存，就如同在2011-2012年期間一樣。

## 拉丁美洲

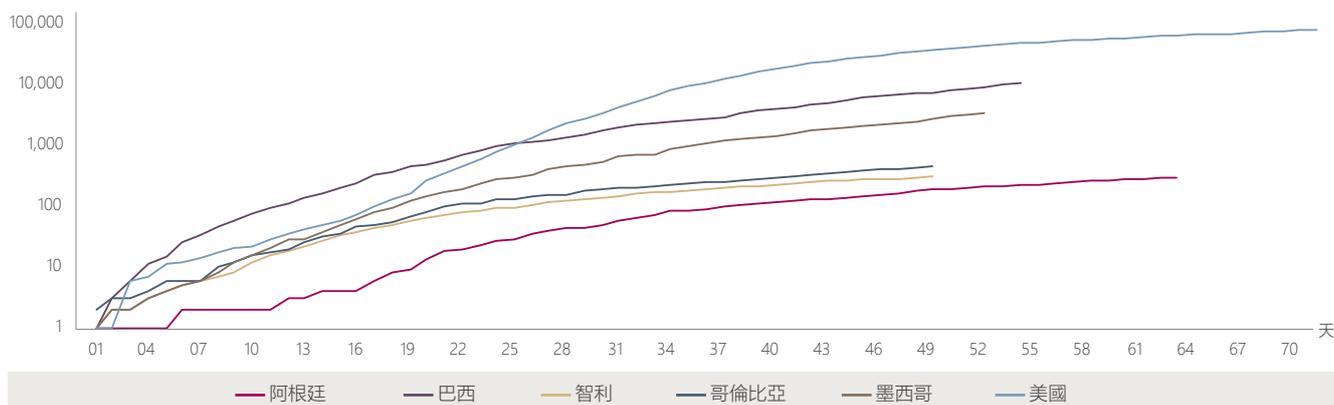
COVID-19大流行到達拉丁美洲地區的時間比到達世界其他地區來得晚(圖表十四)。到目前為止,遏制該病毒的工作顯然已經有能力減緩這種流行病的傳播,但是大多數國家尚未達到新病例出現的高峰。拉丁美洲的許多國家較歐洲和美國早在整個地區採取社交距離措施,有跡象顯示該流行病已經放緩。但是,因缺乏包括測試和醫療保健結構在內的資源使整個地區的形勢充滿挑戰。

巴西情況特別複雜。該國不僅迅速成為這流行病的熱點之一,而且由於總統Bolsonaro反對地方政府採取的流行病控制措施而引發政治危機。司法部長Sergio Moro辭職,使政治危機進一步加深。他離開政府時譴責總統正試圖干涉聯邦警察。政治危機日益嚴重促使總統開放談判,企圖在國會中組成一個更大的聯盟,這是自他執政以來他一直拒絕做的事。部分因為這原因,國會至今為止不理睬這政治喧囂,並已批准了緊急立法以應對危機,包括對地方政府的支援、暫時取消財政規則、以及提供央行其他工具以通過資產購買來擴大公共和私人債券市場的流通量。已宣佈的總共財政措施佔GDP近4.6%。貨幣政策也在進行中,央行自年初以來已經將其政策利率從4.5%降至3.25%,並放消息下一次會議可能再降息75個基點。隨著需求崩潰和產出差距擴大,通貨膨脹及其預期一直呈下降趨勢。

我們預期,這一趨勢在中短期都將持續下去,從而證明央行的「鴿派的」立場合理。雖然通貨膨脹風險在短期內有限,而非約束因素,但今年至今發生的貨幣大幅貶值可能對金融穩定構成某些風險。如果發生這種情況,寬鬆貨幣政策可能證明適得其反。目前,我們認為公司槓桿水準低、投資匯率風險、以及銀行系統良好資本化會限制這些風險。然而,財政和貨幣刺激措施不足以防止經濟上的急劇衰退。我們預計2020年GDP將下降4.7%,明年將回升4.3%,而這顯然是以下跌(downside)風險為方案。

墨西哥還面臨著遏制這一流行病的問題,其經濟很可能受到大流行病危機的嚴重打擊。其起初的條件不好,在疫情爆發之前經濟已經陷入衰退。與美國經濟的掛勾、旅遊業的規模、以及油價下跌,都可能造成今年經濟嚴重衰退。其經濟政策反應能力不如該區域大多數其他國家強勁。財政政策的反應大部分集中在擴大醫療保健系統和增加社會方案上。由於人們逐漸增強預料政府將不得不增加對墨西哥石油公司(Pemex)的支持,因而使財政前景變得更糟。至於央行,自三月以來已升高對危機的應對,將其政策利率從7%降低到6%,並宣布一系列措施來增加信貸和外匯市場的流動資產。我們認為墨西哥的經濟今年將至少萎縮5%,並且將復甦緩慢,到2021年將增長3.8%。

圖表14: COVID-19確定死亡人數



來源: 約翰·霍普金斯大學系統科學與工程中心, 東方匯理財富管理



布宜樂斯艾利斯, 阿根廷

話題轉至阿根廷，該國在早期就採取非常嚴格的措施，在「曲線平坦化」方面相當成功。然而，本已嚴峻的宏觀經濟形勢突然惡化。該國處於違約狀態，仍在與債權人進行談判。隨著經濟增長急劇下滑以及貨幣貶值，債務的回收率可能相當低。再者，與我們對其他地區的預期不同，因為政府越來越依賴貨幣化來支付其開支，通貨膨脹將繼續是問題。雖然我們仍然期望一旦債務重新談判的過程結束就可能逐步減少債務，但中期而言，通貨膨脹無法控制的風險將越來越大。我們認為阿根廷在GDP增長方面，將是受災最嚴重的國家，在2020年至少收縮6.1%，而在2021年反彈3.4%。

智利和哥倫比亞的前景看起來比較好。兩國在控制疫情方面都做得相對地比較好。這應加速和促進重新開放經濟活動的進程。智利的財政地位 (fiscal position) 比該地區的其他地方要好很多，這一事實使政府在短期內有更多的退路

來增加支出，又不會面臨與該地區的其他所有主要國家一樣的風險。似非而是地，健康醫療和經濟危機讓持續處於政治危機中的政府鬆了一口氣。關於新憲法的全民投票已從四月推遲到十月，而Pinera總統的支持率也有所改善。雖然該國將不會避免陷入急劇衰退，但我們認為比大多數其他國家，該衰退將是溫和、較少持久性，今年收縮-3.5%。

哥倫比亞由於不同的原因也可能有比於平均水準要好的表現。該國依賴服務業較少將有助於抑制短期和中期對增長的損害。還具有較高的潛在增長，並且在危機發生之前曾有更多的勢頭。該國有一些弱點，例如財政地位相對疲軟、投資油價有些風險，但總體來看，應該有相對較良好的表現。我們認為今年經濟可能萎縮-3%，並有可能妥善準備好在2021年反彈。

## 中東

像世界其他地區一樣，中東受到COVID-19大流行病和石油價格下跌的影響。這兩個因素的趨勢均難以預測。

然而人口密度和城市人口的百分比可以幫助我們在區域範圍內衡量這一流行病的嚴重程度(表四)。人口集中程度越高發生嚴重流行病的可能性就越大。阿拉伯聯合酋長國(UAE)的人口密度僅為每平方公里土地136人。也就是說，大多數人口—87%—生活在城市中。因此，居住在城市地區的人口比例很高，足以抵銷人口密度低，意思是該病毒可以更容易、更迅速地傳播。類似的結論適用於沙特阿拉伯。

該地區大多數國家已實施檢疫隔離措施，以及部分或更嚴格的封鎖措施。例如，科威特已將公部門的工作暫停到5月31日，並在下午4:00至上午8:00之間強制實行宵禁。沙特阿拉伯已對主要城市和省強制實行部分封城。居民僅可在上午6:00至下午3:00之間離開家獲取基本需求，並且必須留在其住宅區中。該國還與中國簽署協議，提供900萬個快篩試片、500名技術人員、和6個實驗室。

人口的年齡年輕可能證明是抵抗危機的一項優勢。另一方面，在大流行病之前，這個人口群體已經在竭力掙扎進入勞工市場(年輕人的失業率大約是一般人口的兩倍)。更概括地說，疾病的傳播將加劇地方性失業問題。

醫療保健系統的復原能力如何？阿拉伯聯合酋長國居民每千人中有2.4名醫生，其排名與波蘭或韓國等國家在同一水平。中東和北非(MENA)國家的比率為1.3，阿拉伯世界的比率為1.1，而全世界的比率為1.5。關於現有病床數，

阿拉伯聯合酋長國的比率為居民每千人為1.2，低於中東和北非地區平均水準為1.6，和世界平均水準為2.7。這兩個指標表明該地區對付流行病危機的能力有限，尤其是在醫院空間方面。

與該地區流行病發展有關的資訊很難找到。我們可能需要等待一段時間才能獲得可靠的數據能夠證實我們的分析。同時，下表四提供四月底受影響人數說明，以絕對數字和佔人口百分比來表示。

很明顯，在過早階段因沒有任何比較點，以致於無法評估大流行病的經濟成本。衰退正在成熟經濟體中進行，提醒我們2008-2009年期間的金融危機，而油價下跌則類似發生於2015年的石油衝擊。該區域各國所經歷的驟然挫折可能會比這兩種情況更大。如果這等於2020年實質GDP下降3.1%(IMF預測)，則該地區將落於全球經濟下降的平均值，也就是我們所預計的3%之內。第一季的數據可能已經感受到了該衝擊，在沙特阿拉伯很明顯，其名義GDP增長率與上一季相比可能下降-12%。這大流行病的一項特別負面的後果是過去幾年的經濟上的多完化努力將受到懲罰。服務業，特別是旅遊、旅館、及航空旅行已作為該行業另類增長的來源，受到很大的衝擊。

油價下跌並不對沙特阿拉伯、伊朗、或伊拉克的生產經濟生存能力表示懷疑。每桶的生產成本在這些國家分別約為8、9、和10.5美元。然而，價格與數量同時下跌侵蝕了他們的公共財政，而此時正迫切需要資金採取支助措施來對抗大流行病的衝擊。

表4：COVID-19 中東和北非統，2020年4月

| 地區       | 確診病例      | 佔人口百分比 | 復原      | 地區    | 確診病例  | 佔人口百分比 | 復原    |
|----------|-----------|--------|---------|-------|-------|--------|-------|
| 全球       | 3,245,901 | 0.04   | 988,540 | 科威特   | 4,024 | 0.09   | 1,539 |
| 伊朗       | 94,640    | 0.11   | 75,103  | 阿爾及利亞 | 3,848 | 0.01   | 1,702 |
| 沙特阿拉伯    | 21,402    | 0.06   | 2,953   | 巴林    | 2,921 | 0.17   | 1,455 |
| 卡達       | 12,564    | 0.44   | -       | 阿曼    | 2,348 | 0.05   | -     |
| 阿拉伯聯合酋長國 | 12,481    | 0.13   | 2,429   | 伊拉克   | 2,003 | 0.00   | 1,346 |
| 埃及       | 5,268     | 0.01   | 1,335   | 突尼西亞  | 980   | 0.01   | -     |
| 摩洛哥      | 4,359     | 0.01   | 969     | 黎巴嫩   | 725   | 0.01   | -     |

來源：彭博，東方匯理財富管理



迪拜, 阿拉伯聯合酋長國

財政支助方案的規模明顯小於成熟經濟體的計劃。但是，債務佔GDP的比率將增加，尤其是由於通貨膨脹至少在短期內不太可能加速。特別是，一些國家正面臨通貨緊縮，消費價格變化與去年同期相比，阿拉伯聯合酋長國為-1.3%，杜拜為-1.8%，卡達為-1.4%。

更具體地說，沙特阿拉伯宣佈一套預定支援私部門總額達187億美元的措施。另外，失業保險基金將支出增加GDP的0.4%。這將被減少某些政府預算項目所抵消。儘管如此，淨餘額相當於一項財政刺激措施，大概低於GDP的3%。阿拉伯聯合酋長國當局決定採取總額達72億美元的財政措施，即佔GDP的2%。

各國央行在此背景下遵循與已開發國家同行相同的方針提供經濟體大量流動資產。鑑於該地區許多貨幣都與美元掛鉤（沙特阿拉伯的riyal，卡達的riyal，巴林的dinar，阿曼的riyal、和阿拉

伯聯合酋長國dirham），美國聯準會降息使該地區的發行機構可以依次降低利率：巴林從4%降至2.25%，阿曼從2.1%降至0.5%，卡達從2%降至1%，從沙特阿拉伯從2.25%降至1%，阿拉伯聯合酋長國從2%降至0.75%。

與其他中央銀行一樣，沙特發行機構設立了相當於GDP之2%的融資機制，促使商業銀行支援私部門，特別是中小企業。阿拉伯聯合酋長國央行已採取多種措施，總計佔GDP的20%，以鼓勵貸款給私部門。

總之，注意：從美元脫鉤（de-anchoring）不在該區域的議程上，以及不在已計劃的政策搭配的範圍內。沙特央行特別強調貨幣儲備以其最廣泛的定義（M3）涵蓋43個月的進口和88%的貨幣供應量。



紐約, 美國

## 對資產配置的影響

在著手處理政策搭配對目前市場影響的問題之前，我們必須確定我們在政策搭配的定義所包涵之事。今年所預計衰退的深度是出自大多數政府決定將其全體居民置於封城狀態之中的結果，從而使經濟活動幾乎陷入停滯狀態。我們認為封城措施是公共衛生的措施，並不屬於政策搭配的預算/政府的組成部分，而我們主要是對抗該封城所造成的衰退而採取的財政和貨幣措施感興趣。

### 債券市場

債券（圖表十五）是受目前政策搭配最直接影響的資產類別，我們將總結其核心及主要後果：一項擴張主義的預算政策引發其本身的可持續性問題，以及必然包含結構上寬鬆的貨幣政策以確保為經濟體和公共債務提供融資。

關於主權債券，其核心問題在於投資者對央行發出的信號的信心以及對這種支持的持久性質：如果市場確信央行將永遠不會退出其量化寬鬆政策，並將繼續開展為政府提供再融資並為週邊國家風險提供令人安心的保證，則我們可以排除2011-2012年間主權危機重演方案，並採用基本方案，也就是，即使評等機構下調主權信用評等，OECD國家的利率曲線的傾斜度以及歐元區的週邊利差也將由歐洲央行控制。

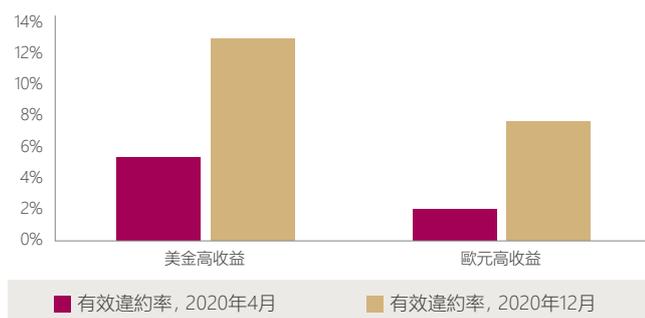
如果不協調變得明顯並引發對此觀點的懷疑，我們可能會擔心歐元區主權風險會被重新國有化以及利率曲線變陡以反映債務佔GDP比率的惡化。對於特別是在拉丁美洲的新興主權債務，可能需要採取一些細微差別，因為拉丁美洲受到全球宏觀經濟衝擊和油價下跌的影響，並且仍然依賴國際資本的流動。

公司債券市場三月的修正是反映基本面的急劇惡化以及流動資產短缺。此次衰退與之前的一樣，顯然將與評等機構的降等以及高收益市場的違約率上升同時發生，在受災最嚴重的工業領域違約率將更加嚴重，例如：能源、汽車、航空運輸、專業零售、和商用不動產等。但是，目前的政策搭配—其主要組成部分包括在財政方面計劃：降低或推遲稅收、補貼短工時的勞工失業計劃，以及在貨幣政策方面：增加和擴大將資產購買的範圍擴大到公司債券，是有力的支持因素。再者，由政府和中央銀行聯手建立的許多公司再融資援助機制，其目的在抑制公司破產的增加。一切最終都取決於封城時間的長度和恢復的強度以遏止違約率的上升。

信貸溢價的壓縮始於三月底，隨後對聯儲局於四月初的公告迅速做出反應。信貸市場經常在宏觀經濟蕭條期之前觸底，而正是央行信號和流動資產改善的雙重結合，使公司債券開始反彈。

最後，注意政府和歐洲監管機構對金融部門公司股息的立場是後償債券（subordinated bonds）持有人的積極催化劑，為其息票提供了更大的保障，但條件是供應政策使該行業不會虧損。

圖表15：違約率，高收益債務



來源：穆迪，東方匯理財富管理



斯特蘭德, 南非

## 股票市場

股票分析師普遍預期經濟增長(圖表十六)下降一點在理論上會導致收益下降約10%;從數學上講,這表示收入將減少50%,但這可能並未將目前正在實施的政策搭配所強力支援的所有效應計入。

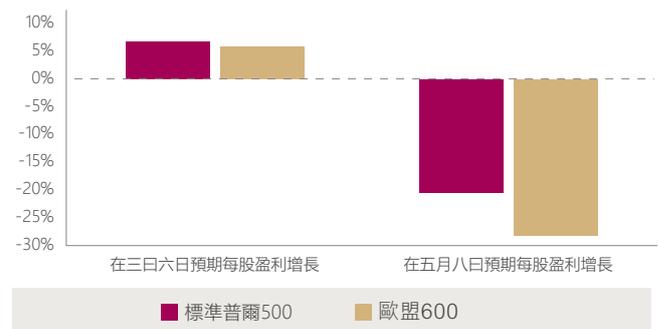
關於股票市場,財政政策引發兩方面的問題:

- 從短期看,政府實施的不尋常支援措施可以緩解經濟衰退對收益(例如:短工時工作的援助)方面以及對於違約風險(再融資和擔保計劃)方面的衝擊,但無法完全抵消它,如第一季的結果所示,將被平均下調20%至25%,而封城直到三月才生效;
- 從中期看,一旦封城令解除後,如果經濟政策成功安排經濟活動快速復甦,投資者將預期2021年利潤將迅速反彈,會關心少些2020年收益下降的程度。

再者,必須考慮到貨幣政策對股票市場的影響。首先,如同上述債券之例,再融資計劃相當於對企業和銀行的提供大力支援。其次,在所有條件都相同的情況下,零利率至負利率通過降低未來收益的貼現率引發自動增加股票的估值倍

數(valuation-multiples of equities)的效應。這因此對市場上大多數公司有利,尤其是對增長引人注目的公司有利。另一方面,這些利率政策通常證明是對金融部門不公平對待,然而,歐洲央行已經建立了一個「分層存款利率」(tiering)機制以降低銀行準備金的成本,並透過TLTRO(定向長期再融資操作)計劃(有利於利差)顯著降低再融資成本,而各國央行則決定暫時減輕對銀行的資本要求以防止監管出現順週期性(pro-cyclical)。

圖表16: 市場預期盈利增長, 2020, %



來源: FactSet, 東方匯理財富管理



這只能部分減輕這種效應，並且由於融資活動的風險成本上升，銀行股票在收益水準上受到的打擊最大。

第三個問題涉及暫停分紅的措施。與美國股票市場相比，某些政府所採取關於金融行業公司或受益於國家救助部分失業的公司的股息措施對歐洲股票市場造成負面的影響。理論上，不派股息事實上不會改變股東的資產價值，反而是現金流量和公司使用未分配金額的問題。但是，在歐洲市場上許多股票的投資邏輯中以及許多股票經理人的策略中，股息是重要的主題亦解釋了市場對有關行業特別的負面反應，並且一般來講是週期性股票。從更廣泛的意義上講，結束封城可能不表示回歸常態，而所承擔的政治上和媒體上對股息發放和股票回購政策的壓力風險在邏輯上仍然會強勁。

根本上，這場危機以及因其而產生的政策搭配可能會促成介於優質股票和週期性股票之間、創新型股票與人力資本和實體投資密集的股票之間、以及消費品和資本財之間的股票市場結構兩極化 (structural polarisation)。

## 外匯市場

在政策搭配中的這種變化對於貨幣之間彼此相對的價值並非沒有影響。在COVID-19病情開始爆發之前，大多數經濟學家特別以2019年降息和美國經濟增長放緩為基礎預期美元兌歐元將會下跌，導致他們預期歐元兌美元將重新評估。美國聯儲局將短期利率降低至零（聯邦基金利率的下限）並且壯觀地決定大幅增加其資產負債表的規模，開始放出催化作用的訊息，該催化作用將使這種預期得以實現，如同在2008年下半年一樣。美國與歐元區之間的匯率差距自2005年以來確實從未像現在這麼小過。

然而，在強烈的避險情緒和尋求流通量的情況下美元依然堅挺。歐元區對預算團結 (budget solidarity) 及對歐洲央行展現更積極的能力有不確定性的事實，使情況雪上加霜可能繼續給歐元構成壓力。再者，新興國家的寬鬆貨幣應對措施和出現雙重風險（政治風險和評等風險）削弱了新興貨幣，其中一些貨幣也受到2020年油價暴跌的影響。美元在這種前所未有的情況下既扮演避風港的作用，又得益於其世界參考通貨 (reference currency) 的地位，而油價與美元之間的反相關性則有利於美元。

從長期看，在政治不確定性降低的情況下，我們可以預期幾個基本因素（利率差異、經常賬戶、購買力平價）將促使歐元升值。我們還可以預期從長期來看中國將逐步成功地將人民幣建立成參考儲備貨幣，從而可能成為其他亞洲貨幣的基準貨幣。但是在短期內，在所有中央銀行都降低利率增加資產負債表規模的情況下，黃金價格相對於所有這些貨幣將保持高位，尤其是在美國、歐洲、和日本等零或負利率世界中持有黃金的機會成本下降。

## 房地產業

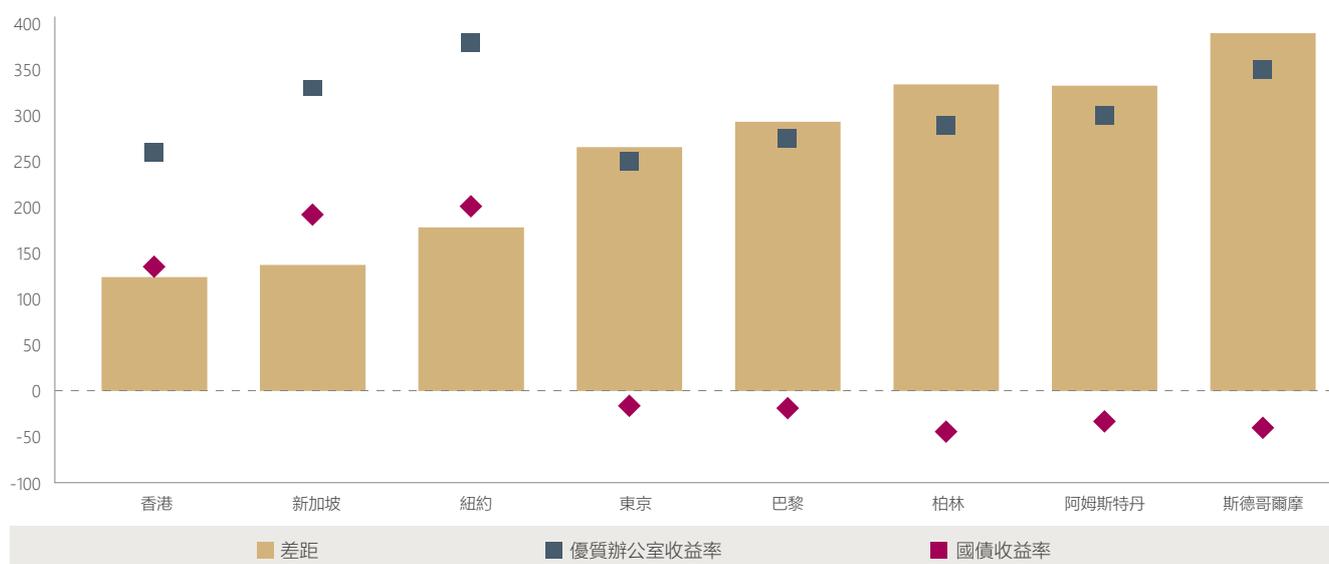
房地產對於許多私募投資者仍然是最重要的資產類別，以及因為它通常是經濟衰退的標誌，並且是眾多財政支持措施的接受者，因此解決當前政策配套在該投資領域所產生的重大厲害關係至關重要。目前的危機對房地產業產生對該產業特有的影響；在短期內，封城妨礙活動，因此會影響商業物業的價值，而其租金與銷售額掛鉤（圖表十七）。從長期來看，我們可以預見這場危機將會產生加速向電子商務過渡的效果，同時鼓勵公司採用遙距工作制度，為此可能減少辦公空間的需求，從而也在經歷十年強勁增長之

後減輕其價格上漲的壓力。然而，結構性低利率的貨幣政策可能導致大量機構和私募投資者將屬於政府債券的功能轉移至房地產，也就是，產生風險有限的收益，但流通量則比這些債券少得多。

在家庭方面，利率持續低則繼續保證需求。貨幣政策應繼續強力支援歐洲住宅和商業房地產市場。住宅不動產也因其避風港和財富資產的地位而仍然受到保護。最後，解除封城後可能恢復在三月至五月間被延誤的交易。

儘管如此，歐洲的主要風險在於經歷十年房價急劇上漲和家庭的抵押債務繼續增長之後失業率上升。銀行應繼續提供歐洲家庭貸款。然而我們可能擔心在美國最近失業率的飆升（六週內累計有3,000萬份失業申請）可能導致住宅房地產細分市場的違約率上升，結果以抵押貸款所支持的證券的價值也因而調整，但是這又得益於美國聯儲局在資產負債表上購買該資產類別的能力。我們還注意到美國家庭的債務比2008年要低。無論如何，除了標定該行業的可能措施外，時間因素（封城和復甦）和信心將影響市場的走勢。

圖表17：優質辦公室收益率對比美國十年國債收益率，%



來源：仲量聯行2019年第2季、PMA、彭博2019年10月、東方匯理財富管理

## 私募股權

一般而言，私募股權可能會受到與股票市場相同基本面的影響。更具體地說，我們可以想像在低利率環境下機構對資產類別的需求將保持強勁，以及私募投資者將繼續對缺乏上市而被有幾分錯誤地視為已降低投資組合風險的資產類別表現出興趣，這往往變成衡量波動性的指標，而我們知道公司的持股結構（由基金持有或在市場上市）對其內在風險沒有影響（圖表十八）。

從更基本面來看，當前危機所帶來的挑戰及其對整個活動領域的潛在結構性影響，可能導致投資者傾向於投資在更集中性質的公司投資組合，而活躍的、具有表決權股東（reference shareholder）會積極地追蹤這些公司。

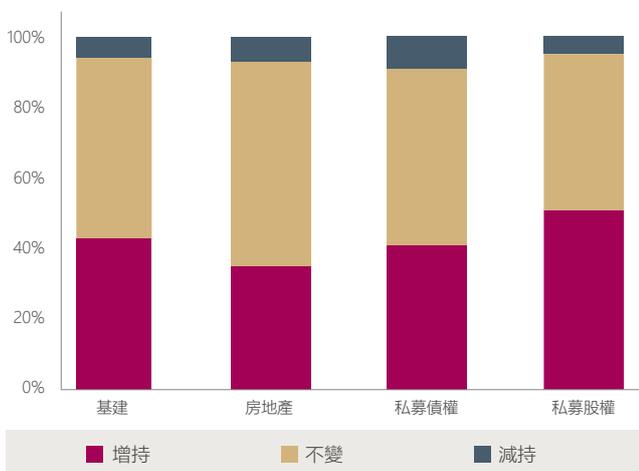
最後，儘管槓桿化貸款市場，尤其是美國，的違約數量將增加，我們不預期危機和因其而制定的政策搭配會在結構上削弱再融資運作的能力。

## 保險

由於人壽保險是幾個歐洲國家（圖表十九）尤其是法國的關鍵資產類別，因此很難不解決這個問題。然而，我們將有意避免猜測政策搭配的監管部分可能發生變化，更具體地關注於財政和貨幣方面預期的直接作用。

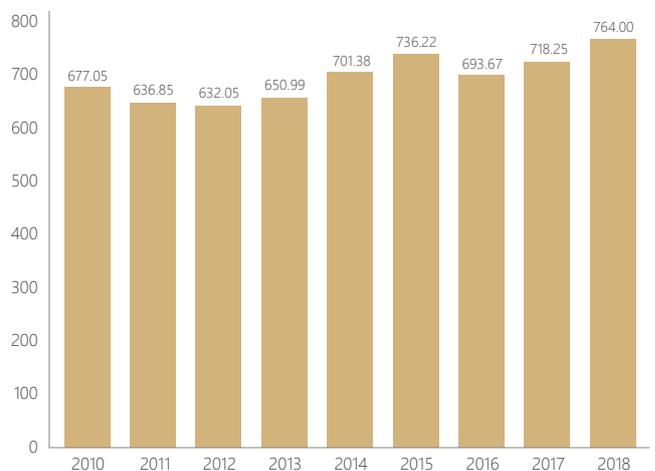
歐元區的負利率政策將繼續約束投資者的投資政策，引導投資者尋求公司債券或房地產的回報，而由於保險公司債務到期時間很長致使這種回報有可持續性；在這方面，三月份公司債券的風險溢價增加，可能是保險公司的投資機會。我們還見到，保險公司資產負債表上的投資政策有重大的差異，歐洲大陸保險公司的非流動性資產和股票權重低於英國同行。但從趨勢來看，我們認為歐元基金收益下降的可能性大於上升。反過來，就以我們不預測因為央行採取行動而導致殖利率曲線迅速陡峭的程度來說，我們不預期該行業會有重大風險。在短期，不確定性和波動性的狀況可能繼續在今年推動資金流入。

圖表18：投資者對長期資產配置的變革，%



來源：Prequin、東方匯理財富管理

圖表19：歐洲每年人壽保費總額，十億歐元



來源：Statista、東方匯理財富管理



芝加哥, 美國

# 各項走勢表

表5：年度商品走勢，當地貨幣，%

| 商品             | 2016   | 2017    | 2018    | 2019    | 01.01 - 11.06.2020 |
|----------------|--------|---------|---------|---------|--------------------|
| 鋼筋「人民幣/公噸」     | 60.46% | 42.69%  | -8.19%  | -1.91%  | -5.16%             |
| 黃金「美元/安士」      | 8.14%  | 13.53%  | -1.56%  | 18.31%  | 13.87%             |
| 西德州原油「美元/桶」    | 45.03% | 12.47%  | -24.84% | 34.46%  | -40.48%            |
| 銀「美元/安士」       | 15.84% | 7.23%   | -9.36%  | 15.32%  | -0.18%             |
| 銅「美元/公噸」       | 17.65% | 30.92%  | -17.69% | 3.50%   | -6.63%             |
| 天然氣「美元/百萬英熱單位」 | 59.35% | -20.70% | -0.44%  | -25.54% | -17.18%            |

表6：年度定息產品走勢，當地貨幣，%

| 企業債券      | 2016   | 2017   | 2018    | 2019   | 01.01 - 11.06.2020 |
|-----------|--------|--------|---------|--------|--------------------|
| 新興市場政府債券  | 6.29%  | 12.49% | -10.62% | 1.88%  | -7.29%             |
| 美元政府債券    | 1.11%  | 1.10%  | 1.41%   | 5.22%  | 5.72%              |
| 歐元政府債券    | 1.86%  | 0.39%  | 0.40%   | 3.16%  | 0.21%              |
| 歐元高收益企業債券 | 8.14%  | 4.82%  | -3.37%  | 9.55%  | -5.69%             |
| 美元高收益企業債券 | 15.31% | 6.32%  | -1.48%  | 14.65% | -4.40%             |
| 新興市場企業債券  | 7.61%  | 2.84%  | -6.89%  | 9.11%  | -3.11%             |

表7：年度外匯匯率走勢，現價，%

| 貨幣      | 2010    | 2011   | 2012   | 2013   | 2014    | 2015    | 2016    | 2017   | 2018   | 2019   | 01.01 - 11.06.2020 |
|---------|---------|--------|--------|--------|---------|---------|---------|--------|--------|--------|--------------------|
| 歐元/瑞士法郎 | -15.70% | -2.71% | -0.74% | 1.63%  | -1.99%  | -9.54%  | -1.48%  | 9.16%  | -3.82% | -3.55% | -1.73%             |
| 英鎊/美元   | -3.45%  | -0.44% | 4.58%  | 1.86%  | -5.92%  | -5.40%  | -16.26% | 9.51%  | -5.62% | 3.94%  | -4.94%             |
| 美元/瑞士法郎 | -9.66%  | 0.31%  | -2.42% | -2.46% | 11.36%  | 0.78%   | 1.69%   | -4.39% | 0.80%  | -1.58% | -2.32%             |
| 歐元/美元   | -6.54%  | -3.16% | 1.79%  | 4.17%  | -11.97% | -10.22% | -3.18%  | 14.15% | -4.48% | -2.22% | 0.77%              |
| 美元/日元   | -12.80% | -5.19% | 12.79% | 21.39% | 13.74%  | 0.37%   | -2.71%  | -3.65% | -2.66% | -0.98% | -1.60%             |

來源：彭博，東方匯理財富管理

表8：年度股票指數走勢，指數，當地貨幣，%

| 2010    | 2011    | 2012   | 2013    | 2014    | 2015    | 2016    | 2017   | 2018    | 2019   | 01.01 - 11.06.2020 |      |
|---------|---------|--------|---------|---------|---------|---------|--------|---------|--------|--------------------|------|
| 20.89%  | 0.00%   | 19.42% | 51.46%  | 51.66%  | 9.93%   | 27.92%  | 38.71% | -6.24%  | 36.07% | -2.46%             | 最強表現 |
| 16.99%  | -5.55%  | 18.01% | 29.60%  | 11.39%  | 6.79%   | 16.44%  | 34.35% | -9.27%  | 28.88% | -6.63%             | +    |
| 16.36%  | -7.62%  | 17.71% | 24.09%  | 8.08%   | 5.58%   | 14.43%  | 21.78% | -10.44% | 25.19% | -7.08%             |      |
| 12.78%  | -11.34% | 15.15% | 17.37%  | 4.35%   | -0.73%  | 9.54%   | 20.96% | -12.48% | 23.16% | -7.69%             |      |
| 12.07%  | -18.94% | 14.37% | 14.43%  | 2.92%   | -2.74%  | 8.57%   | 20.83% | -13.24% | 15.42% | -8.65%             |      |
| 9.55%   | -19.16% | 13.40% | 0.61%   | 2.23%   | -4.93%  | 5.32%   | 20.11% | -16.31% | 15.37% | -10.86%            |      |
| 9.00%   | -20.41% | 13.18% | -5.03%  | -2.71%  | -11.31% | 2.87%   | 19.69% | -16.57% | 15.21% | -15.09%            |      |
| 8.63%   | -21.92% | 7.55%  | -7.65%  | -4.62%  | -16.96% | -1.20%  | 19.42% | -17.80% | 13.71% | -19.43%            |      |
| -0.97%  | -22.57% | 5.84%  | -8.05%  | -14.78% | -22.37% | -1.85%  | 7.68%  | -18.71% | 12.10% | -21.27%            |      |
| -12.51% | -25.01% | 5.43%  | -15.72% | -17.55% | -32.92% | -11.28% | 7.63%  | -25.31% | 11.20% | -31.63%            | 最弱表現 |

來源：彭博，東方匯理財富管理

富時100 東証股價指數 摩根士丹利環球 摩根士丹利EMEA 摩根士丹利新興市場  
 歐盟600 標普500 中國上證綜合指數 摩根士丹利拉丁美洲 摩根士丹利亞洲「日本除外」



## 我們的專家

---

### 全球投資策略

Vincent Manuel  
投資總監

Dr Marie Owens Thomsen  
全球總經濟師

Dr Paul Wetterwald  
總經濟師

Vladimir Caramaschi F. do Vale, CFA  
總經濟師

東方匯理財富管理集團的成員銀行正在籌備更換或調整銀行同業間利率，諸如LIBOR（倫敦銀行同業拆借利率）、EURIBOR（歐元銀行業拆款利率）、以及EONIA（歐元隔夜期指數型平均利率）等，因為是由金融市場主管機關和銀行代辦處作決定，其議價條件將顯著加強。在歐洲的層級上，歐洲中央銀行於2019年10月所開始公告之€STR（歐元短期利率）將與EONIA並存至2021年12月止，然後於2022年1月起取代EONIA。至於EURIBOR，歐洲貨幣市場機構（European Money Markets Institute）於2019年11月確定Hybrid EURIBOR的過渡階段已經達成，有利於從今日起至2021年12月期間進行全面調整。各項銀行同業拆款利率（IBOR，例如：LIBOR美元）也將從現在起至2021年底止進行全面改革。因此，瑞士國家銀行於2019年6月宣布推出以瑞士法郎計價之本國政策利率，該利率以SARON（瑞士隔夜平均利率）為基準作計算以建立也是根據SARON計算的遠期利率。

東方匯理財富管理集團正在密切關注所有這些改革，並準備好具體的框架應付有關法規上、商業上、以及運營上的各種影響。對於目前以這些基準利率為指標所進行的融資業務或投資，您無需因其改變而採取任何行動。一旦有關該利率變更的細節更為明朗時，我們會向您及時稟告。如有任何疑問，敬請不吝賜教與您的客戶經理聯絡。

# 全球覆蓋

## 品牌故事

140多年來，我們一直為全球的企業家和家庭提供建議，以專業的財務建議和卓越的個性化服務為其提供支援。

直到今天，我們仍在為作為個人的每一位客戶服務，幫助他們創造、保護和傳承財富。

真正的私人化服務可與我們的客戶產生共鳴，結合歐洲十大銀行之一Crédit Agricole Group的財務實力和互補專業知識，為全球企業家和家庭帶來創造價值的獨特方式。

## 東方理財財富管理

在東方理財財富管理，我們基於長期關係、金融專業知識和我們的國際金融網絡，匯集了極為豐富的專業傳統：

## 美洲

### 邁阿密

600 Brickell Avenue, 37<sup>th</sup> Floor  
Miami, FL 33131 - USA  
電話: +1 305 375 7800

### 蒙得維的亞

World Trade Center, Torre III - Piso 15 - Of. 1576  
Av. Luis A. de Herrera 1248,  
11300 Montevideo - Uruguay  
電話: +598 2623 4270

### 聖保羅

Av. Brigadeiro Faria Lima, 4.440, 3<sup>o</sup> andar,  
Itaim Bibi, São Paulo, SP-04538-132  
電話: +5511 3896 6300

## 亞太地區

### 香港

29<sup>th</sup> floor Two Pacific Place, 88 Queensway - Hong Kong  
電話: +852 37 63 68 68

### 努美阿

Le Commodore  
Promenade Roger Laroque BP 8663  
98807 Nouméa - New Caledonia  
電話: +687 27 88 38

### 新加坡

168 Robinson Road #23-03 Capital Tower  
Singapore 068912  
電話: +65 64 23 03 25

## 歐洲

### 布魯塞爾

Chaussée de la Hulpe 120 Terhulpesteenweg  
1000 Brussels - Belgium  
電話: +32 2 566 92 00

### 日內瓦

Quai Général-Guisan 4  
1204 Geneva - Switzerland  
電話: +41 58 321 90 90

### 盧森堡

39, Allée Scheffer  
2520 Luxembourg  
電話: +352 24 67 1

### 馬德里

Paseo de la Castellana 1  
28046 Madrid - Spain  
電話: +34 91 310 99 10

### 米蘭

Piazza Cavour 2  
20121 Milan - Italy  
電話: +39 02 722 061

### 摩納哥

11, Boulevard Albert 1<sup>er</sup>  
98000 Monaco  
電話: +377 93 10 20 00

### 巴黎

17, Rue du Docteur Lancereaux  
75008 Paris - France  
電話: +33 1 40 75 62 62

## 中東

### 阿布達比

Zahed The 1<sup>st</sup> Street- Al Muhairy Center  
Office Tower, 4<sup>th</sup> Floor,  
PO Box 44836 Abu Dhabi  
電話: +971 2 631 24 00

### 貝魯特

Al Borj An Nahar bldg,  
2<sup>nd</sup> Floor Martyrs' Square  
1107-2070 Beirut - Lebanon  
電話: +961 1 96 63 00

### 迪拜

The Maze Tower – Level 13 Sheikh Zayed Road  
PO Box 9423 Dubai  
電話: +971 4 350 60 00

# 附錄

**ESMA:** 歐洲證券及市場管理局。

**USMCA:** 美國、墨西哥和加拿大協定，即於2018年9月30日由三國政治領導人簽署的自由貿易協定，用於取代北美自由貿易協定NAFTA，1994年簽署。

**現貨溢價:** 指現貨價格高於期貨價格，與之相反的情形稱為期貨溢價。

**啞鈴:** 一種資產管理策略，只做兩端投資，如只投資於短期債券和長期債券。

**ECB:** 歐洲中央銀行。負責歐盟及歐元區的金融及貨幣政策。

**由下至上:** 一種投資組合管理方法，一種投策略或分析方法，關注具體企業帳號及細節，自上而下的分析方法則與之相反，關注的是宏觀經濟總量。

**EPS:** 每股盈利。

**布蘭特:** 一種低硫原油，通常用作歐洲原油價格的基準。

**Bund:** 德國10年期債券。

**Call:** 指金融工具的看漲期權。即在給定價格下購買的權利。

**CFTC (商品期貨交易委員會):** 美國獨立監管機構，負責監管美國商品期貨、期權市場。

**COMEX (商品交易所):** 1994年於NYMEX (紐約商業交易所) 合併，負責金屬期貨和期權交易。

**海灣合作委員會 (GCC):** 促進阿曼、沙烏地阿拉伯、科威特、巴林、阿拉伯聯合酋長國和卡塔爾之間的區域合作的組織。

**期貨溢價:** 指期貨價格高於現貨價格。相反的情形稱為現貨溢價。

**次級債:** 當債務的償還以先償還非次級債務為條件時，稱為次級債務。作為接受額外風險的回報，次級債券往往提供更高的收益率。

**G10十國集團:** 五大集團之一，其他四個集團分別為七國集團、八國集團、二十國集團、二十四國集團，是為促進具有相似(經濟)利益的國家之間交流和合作的團體。10國集團成員國包括: 比利時、加拿大、法國、德國、義大利、日本、荷蘭、瑞典、瑞士、英國和美國，瑞士是第11個成員國。

**存續期:** 反映債券或債券基金對利率變動敏感度。該值以年為單位表示。債券久期越長，價格對利率變化的敏感度就越高。

**EBIT (息稅前利潤):** 指扣除利息和利潤稅之前的利潤，即營業利潤。

**EBITDA (利息、稅項、折舊和攤銷前利潤):** 包括淨利潤，加上利息、稅項、折舊及攤銷費用。它用於衡量一個公司去除非營業費用和非現金費用產生之前的盈利性。

**ESG:** 環保 (E)、社會 (S) 和治理 (G)。

**Fed:** 美國聯邦儲備理事會，即美國的中央銀行。

**IMF:** 國際貨幣基金組織。

**FOMC (聯邦公開市場委員會):** 美國聯儲局的貨幣政策機構。

**期貨:** 交易所金融交易工具，允許交易標的資產以未來價格進行交易。

**GHG:** 溫室氣體。

**高收益:** 一種債券，因其評級低於投資等級的債券，也被稱為“垃圾債券”(所有評級均低於標普評級)。評級越低，收益率越高，通常情況下，還款風險越高。

**PMI:** 採購經理人指數。

**經濟驚喜指數:** 衡量公開的宏觀經濟數據與預測者預期的差異程度。

**iBoxx投資級/高收益指數:** 以多渠道即時價格衡量投資級/高收益公司債券收益率的基準。

**羅素2000指數:** 衡量美國小市值股份表現的基準。該指數由羅素3000指數當中市值最小的2000隻股票構成。

**投資級:** 根據標準普爾的標準，評級在AAA和BBB之間的優質債券類別。

**CPI (消費者物價指數):** 用於評估居民家庭一般所購買的消費品和服務專案價格水準，通常被作為觀察通貨膨脹水準的指標。

**LIBOR (倫敦銀行同業拆息):** 選定銀行在倫敦金融市場融資同意支付的銀行間平均利率。LIBOR將於2020年停止生效。

**LME (倫敦金屬交易所):** 倫敦銅、鉛或鋅等商品的買賣場所。

**Loonie:** 加拿大1加元硬幣的別稱。

**貸款價值比 (LTV):** 貸款價值比，表示貸款金額與所購資產價值的比率。此比率一般用於按揭領域，金融監管者通常會設定比率上限，以保護放款人和借款人雙方，抵禦房價突然驟降可能帶來的衝擊。

**逐日盯市:** 以現行市場價格的資產評估。

**折價債券:** 以低於債券面值的價格交易的債券，即低於100。

**經合組織 (OECD):** 經濟合作與發展組織。

**OPEC:** 石油輸出國組織，共有14個成員。

**OPEC+:** 由OPEC國家和包括俄羅斯、墨西哥和哈薩克斯坦在內的其他10個國家組成。

**WTO:** 世界貿易組織。

**GDP (國內生產總值):** 國內生產總值衡量的是居住在本國領土內的經營者每年生產的商品和服務。

**基點:** 1個基點=0.01%。

**量化寬鬆 (QE):** 中央銀行為向經濟體注入流動性而購買和購買債券等資產的貨幣政策工具。

**人民幣:** 中國貨幣的官方名稱(香港、澳門除外)。通常被稱作元。

**認沽期權:** 期權契約提供買方權利而非義務，在特定時間段內以設定價格出售一定數量的投資資產。購買認沽期權的買方認為投資的股票價格將在到期日之前跌至期權價格之下。當投資資產價值下降時，認沽期權的價值會增加，反之亦然。

**SEC (證券交易委員會):** 獨立聯邦機構，負責美國證券市場的有序運作。

**息差 (信貸息差):** 息差是兩種資產之間的差額，通常是利率之間的差額，比如公司債券與政府債券的息差。

**SRI:** 可持續經營與社會責任型投資。

**混合型證券:** 同時具有債券(支付票息)和股票(無到期日或到期日非常長，可能如股息股，不支付票息)特徵的證券。同股息一樣，票息可能不會被支付。

**VIX:** 標準普爾500指數的隱含波動率指數，它以指數期權為基礎，衡量股市操作者對30天波動性的預期。

**楔形:** 一種技術分析中的證券價格形狀，即在價格圖表上，上下兩條趨勢線收窄成一個箭頭形狀，即出現一個楔形。

**WTI (西德克薩斯中質原油):** 即在美國開採的原油。WTI原油合約在美國期貨市場交易，其價格為具指標性的原油價格基準。

## 免責聲明

本文件題為《Global Outlook》(「冊子」)，其發行僅供行銷溝通之用。

其起草所用的語言構成Indosuez Wealth Management工作語言的一部分。

本冊子所公佈資訊，未經任何地區的市場或管理機構審核和批准。

本冊子並非為任何特定國家之人士而設計。

本冊子不適用於在其分發、發佈、上市、或使用違反該國或司法管轄區適用法律或法規的國家或司法管轄區之公民、居住者、或居民。

本文件不構成或不包含購買或出售任何金融工具和/或服務的要約或邀請。同樣地，其亦不以任何方式構成策略、個人化或一般性的投資或撤資推薦或建議、法律或稅務建議、審計建議、或任何其他專業性質的建議。不代表任何投資或策略適合並切合個人情況，也不代表任何投資或策略構成對任何投資者的個人化投資建議。

除非另有說明，本文件中的相關日期是本免責聲明最後一頁所提到之編輯日期。本文所包含資訊以公認可靠的來源為基礎。我們盡最大努力確保本文件中包含資訊之及時、準確、和詳盡。本文指示的所有資訊及價格、市場估值和計算得隨時更改，恕不另行通知。過去的價格和業績不一定指示出未來的價格和業績。

所指風險包括政治風險、信用風險、外匯風險、經濟風險、和市場風險等。進行任何交易之前，應諮詢您的投資顧問，並在必要時就風險以及任何法律、法規、信貸、稅收、和會計後果獲取獨立的專業意見。建議閣下聯絡私人顧問，以便根據閣下特定的財務狀況以及財務知識和經驗獨立作出決定。

當投資變現並轉換回投資者的基礎貨幣時，外幣匯率可能會對投資的價值、價格、或收入產生不利影響。

CA Indosuez Wealth (Group) ("Indosuez Group") 依據法國法律註冊組成，是Crédit Agricole集團所屬Wealth Management事業的控股公司，包含其在此事業中運營的(直接和間接)子公司和/或其合併實體，即CA Indosuez Wealth (France), CA Indosuez (Switzerland) SA, CA Indosuez Wealth (Europe), CFM Indosuez Wealth, CA Indosuez Wealth (Brazil) SA DTVM and CA Indosuez Wealth (Uruguay) Servicios & Representaciones SA and CA Indosuez Wealth (Miami)，其各自的(直接和間接)子公司、分支機構、和代表處，無論位於何處，均以Indosuez Wealth Management品牌經營。各成員公司個別稱為「實體」，統稱為「實體集團」。

實體集團或其股東、及股東、子公司，以及更廣泛地來說，Crédit Agricole SA集團(「集團」)旗下的公司，以及其各自企業管理首長、高階管理人員或員工得以個人、或以第三方的名義或代表第三方，從事本冊子中所述的金融商品交易，持有與這些金融商品有關之發行人或擔保人的其他金融商品，或者得為或接受這些實體集團提供或者尋求提供證券服務、金融服務、或任何其他類型的服務。在實體和/或Indosuez Group實體，擔任本冊子所提及的某些產品和服務的顧問兼/或經理、行政人員、分銷商或承銷商，或執行實體和/或Indosuez Group擁有或可能具有直接或間接利益的其他服務情況下，閣下的實體應優先考慮投資者的利益。

考慮到您的原籍國，居住國、或與您相關的任何其他國家/地區的法律，某些投資、產品、和服務，包括託管，可能會受到法律和法規約束，或者可能無法不受限制地在全球提供。特別地，本冊子所介紹的產品或服務不適用於美利堅合眾國及加拿大居民。實體集團得依據適用法律和法規並受許可約束，以其契約條件和價格提供產品和服務。產品和服務得隨時修改或撤銷，恕不另行通知。

請與您的客戶經理聯絡以取得更多資訊。

根據適用法規，每一實體均可提供本冊子：

- 在法國：本冊子由CA Indosuez Wealth (France) 分發，該機構乃具有資本額82,949,490歐元之上市有限公司，在French Register of Insurance Intermediaries註冊，編號：07 004 759，和在Paris Trade and Companies Register註冊，編號：572 171 635之信用機構和保險經紀公司，地址：17 rue du docteur Lancereaux 75008 Paris, France。監督機構為Prudential Control and Resolution Authority and the Autorité des Marchés Financiers。本冊子所載之資訊均不構成(i) 歐盟委員會2016年4月25日頒佈的第2017-565號委託條例第36條及歐洲議會和理事會2014年4月16日頒佈的關於市場濫用的第596/2014號條例第34、35點第1段第3條所指的投資研究，亦不構成(ii) 法國貨幣及金融法典第D.321-1條所指的個人投資推薦。建議投資者在與CA Indosuez Wealth (France) 的常用聯絡人溝通後，再行考慮本冊子所含資訊，並視情況向私人會計、法律和稅務專家獲取建議。
- 在盧森堡：本冊子由CA Indosuez Wealth (Europe) 發行，根據盧森堡法律成立的有限公司(société anonyme)，股本為415,000,000歐元，註冊辦事處位於：39 allée Scheffer L-2520 Luxembourg，註冊於Luxembourg Companies Register, B號：B91.986，是經授權的信貸機構，成立於盧森堡並受盧森堡金融監管機構Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF) 監管。
- 在西班牙：本冊子由CA Indosuez Wealth (Europe) Sucursal en Espana 發行，受Banco de Espana (www.bde.es) 及Spanish National Securities Market Commission (Comisión Nacional del Mercado de Valores, CNMV, www.cnmv.es) 監管，是CA Indosuez Wealth (Europe) 的分支機構，是一家信貸機構正式在盧森堡註冊並受盧森堡金融監管機構Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF) 監管。地址：Paseo de la Castellana numero 1, 28046 Madrid (Spain)，註冊於Banco de Espana 編號：1545。在Madrid Trade and Companies Register 註冊，編號：T30.176.F1.S8, HM-543170, CIF (公司稅號)：W-0182904-C。

- 在比利時：本冊子由CA Indosuez Wealth (Europe) 比利時分公司分發，地址：120 Chaussée de la Hulpe B-1000 Brussels, Belgium，註冊於Brussels Companies Register, 編號：0534 752 288，並加入Banque-Carrefour des Entreprises (比利時公司數據庫)，增值稅編號：0534.752.288 (RPM Brussels)，是CA Indosuez Wealth (Europe) 的分支機構，註冊地址：39 allée Scheffer L-2520 Luxembourg，註冊於Luxembourg Companies Register, 編號：B91.986，是在盧森堡成立的一家授權信貸機構，受盧森堡金融監管機構Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF) 監管。
- 在意大利：本冊子由CA Indosuez Wealth (Italy) S.p.A 發行，總部位於Piazza Cavour 2, Milan, Italy，已加入Banca di Italia保管的銀行名冊，編號：5412，稅法和米蘭貿易公司的註冊號及VAT號：09535880158, R.E.A no. MI-1301064；
- 在歐盟區內：根據Free Provision of Services，本冊子可由獲得授權的Indosuez Wealth Management的實體集團分發；
- 在摩納哥：本冊子由CFM Indosuez Wealth分發，地址：11, Boulevard Albert 1<sup>er</sup> - 98000 Monaco，在Monaco Trade and Industry Register註冊，編號：56S00341；
- 在瑞士：本冊子由CA Indosuez (Switzerland) SA分發，地址：Quai Général-Guisan 4, 1204 Geneva以及由CA Indosuez Finanziaria SA分發，地址：Via F. Pelli 3, 6900 Lugano以及由其瑞士分公司及/或代理處。根據Swiss Bankers Association (SBA) 命令有關瑞士法律所定義的財務分析獨立性之意涵，本冊子構成行銷材料，但不構成財務分析產品。因此，這些命令不適用於本冊子；
- 在香港特別行政區：本冊子由CA Indosuez (Switzerland) SA之Hong Kong分公司分發，地址：金鐘道88號太古廣場29層。本冊子中所載任何資訊，均不構成投資建議。本冊子未提交至香港證券及期貨事務監察委員會(SFC) 或者香港的任何其他監管機構。本冊子及本冊子所提及的產品，未經過香港證券及期貨事務監察委員會核准，根據有關證券和期貨合約法令的第103、104、104A 或105條款(第571章) (SFO)。本冊子僅可分發給專業投資者(按SFO以及《證券及期貨(專業投資者)規則(第571D章)》中所定義)；
- 在新加坡：本冊子由CA Indosuez (Switzerland) SA, Singapore Branch分發，地址：168 Robinson Road #23-03 Capital Tower, Singapore 068912。在新加坡，本冊子根據新加坡金融管理局的《指引No.FAA-G07》，僅針對被視為高淨值資產人士，或者根據新加坡《證券暨期貨法》第289章，僅針對特許投資者、機構投資者或專家投資者。如有關於本「冊子」的任何疑問，新加坡的收件人可以聯繫CA Indosuez (Switzerland) SA, Singapore Branch；
- 在黎巴嫩：本冊子由CA Indosuez Switzerland (Lebanon) SAL, Borj Al Nahar bldg., 2<sup>nd</sup> floor, Martyrs' Square, 1107-2070 Beirut, Lebanon。在黎巴嫩適用法律的含意內，本冊子不構成要約，亦不代表行銷材料；
- 在迪拜：本冊子由CA Indosuez (Switzerland) SA, 迪拜代表處分發，地址：The Maze Tower – Level 13 Sheikh Zayed Road, P.O.Box 9423 United Arab Emirates, CA Indosuez (Switzerland) SA 通過其阿聯酋代表處，經營阿聯酋業務，並接受阿聯酋央行監管。根據阿聯酋現行相關法律法規，CA Indosuez (Switzerland) SA 的代表處不得經營銀行業務。該代表處僅可行銷和推廣CA Indosuez (Switzerland) SA 的活動和產品。本冊子不構成對於特定人士或一般公眾的要約，亦不構成對於提交要約的邀請。其在私人基礎上分發，未經阿聯酋中央銀行或阿聯酋的其他監管機構審閱或批准；
- 在阿布達比：本冊子由CA Indosuez (Switzerland) SA, 阿布達比代表處，Zayed - The 1<sup>st</sup> Street - Al Muhairy Center, Office Tower, 4th Floor, P.O.Box 44836 Abu Dhabi, United Arab Emirates, CA Indosuez (Switzerland) SA 通過其阿聯酋代表處，經營阿聯酋業務，並接受阿聯酋央行監管。根據阿聯酋現行相關法律法規，CA Indosuez (Switzerland) SA 的代表處不得經營銀行業務。該代表處僅可行銷和推廣CA Indosuez (Switzerland) SA 的活動和產品。本冊子不構成對於特定人士或一般公眾的要約，亦不構成對於提交要約的邀請。其在非公開基礎上分發，未經阿聯酋中央銀行或阿聯酋的其他監管機構審閱或批准；
- 在邁阿密：本冊子由CA Indosuez Wealth (Miami) 分發，地址：600 Brickell Avenue, 37<sup>th</sup> Floor, Miami, FL 33131, USA。本冊子是以保密方式提供給有限數量的人士，僅供參考之用。其不構成美利堅合眾國中(或者在本要約會為非法的任何司法管轄區中)的證券要約。本冊子中所提及相關證券報價方案，可能沒有根據1933年證券法案進行註冊。某些證券在美利堅合眾國可能並非為自由可轉讓的證券；
- 在巴西：本冊子由CA Indosuez Wealth (Brazil) SA DTVM分發，地址：Av.Brigadeiro Faria Lima, 4.440, 3<sup>o</sup> andar, Itaim Bibi, São Paulo, SP-04538-132, registered in the CNPJ/MF under number n. 01.638.542/0001-57；
- 在烏拉圭：本冊子由Indosuez Group (Uruguay) Servicios & Representaciones S.A.分發，地址：Av.Luis A. de Herrera 1248 – World Trade Center Torre III – Piso 15 – Of.1576, 11300 Montevideo, Uruguay。本冊子不構成對於特定人士或一般公眾的要約，亦不構成提交要約的邀請。分發本冊子屬非公開性質。本冊子及其所提及的產品未經烏拉圭中央銀行或其他監管機構審核或批准，也未註冊。

未經貴銀行事先同意，本冊子不得以任何形式，全部或部分影印或複製或分發。

© 2020, CA Indosuez (Switzerland) SA/版權所有。

照片來源：iStock。

2020年6月1日編輯。