



# IEAC 年度报告

2019-2020

2020年4月10日

## IEAC 年度报告小组成员:

瑞银资产管理

法国巴黎资产管理

天利投资

中国保险资产管理业协会版权所有

感谢天利投资公司对报告中文版翻译的赞助支持

# 目 录

前言 .....	1
执行摘要 .....	2
第一部分 2019 年回顾 .....	4
2019 年回顾 综述 .....	4
2019 年回顾 详细调研数据 .....	5
第二部分 2020 年全球市场展望 .....	12
2020 年全球市场展望 综述 .....	12
2020 年全球市场展望 详细调研数据 .....	13
第三部分 2020 年中国大陆市场展望 .....	27
2020 年中国大陆市场展望 综述 .....	27
2020 年中国大陆市场展望 详细调研数据 .....	28
最新机构观点 .....	42
瑞银资产 .....	42
法巴资产 .....	51
天利投资 .....	55
摩根资产 .....	60

# 前言

敬爱的国际专家咨询委员会会员，

现在的时势非比寻常。新型肺炎持续在世界各地快速蔓延，各国医疗系统难以负荷，经济受到影响，人类面临巨大挑战。

这次的年度报告是基于疫情爆发前数周收集的问卷调查反馈而编写。国际专家咨询委员会将针对疫情所带来的影响另作跟进。在去年五月的大会上，我们对于四项工作计划安排（包括年度报告、境外政策研究、ESG 研究及培训交流），还有在年度大会上提到的其他相关问题有所预期。可是我们现在必须适应不断变化的局势。因此，我们决定在线上平台举办教育和培训活动。我们很有信心这样的安排可以让我们在严峻的形势下继续满足会员们的需求。

虽然早前的一些经济增长预测不再有效，可是目前预测对经济的中到长期影响还为时过早，因为这很大程度上将取决于控制和解决当前局势需要多长时间。但有一点我们可以肯定的，展望 2020 年，稳健的风险管理在这艰难的一年仍然至关重要。我在谨代表国际专家咨询委员会及年度报告工作小组，希望报告能对你们有参考价值，并衷心感谢各位成员对于这份报告的付出。

祝愿各位平安健康！

Nasreen Kasenally  
国际专家咨询委员会主席

## 执行摘要

IEAC 年度报告（以下简称“报告”）旨在通过总结 IEAC 成员的见解，从外国资产管理公司的角度为本地投资者提供有关 2020 年全球资产配置和投资管理的全面分析。瑞银资产管理(UBS Asset Management)、法国巴黎资产管理公司(BNP Paribas Asset Management)和天利投资公司(Columbia Threadneedle Investments)等投资机构成立了一个工作小组，与 IEAC 秘书处共同推动这一计划。

工作组收到了来自全球 22 家外资资产管理公司的反馈。在这 22 家受访公司中，50%是美国公司，36%是欧洲公司，14%是澳大利亚公司。就资产管理规模而言，它们都是全球顶尖的资产管理公司。

截至 2019 年第三季度<sup>1</sup>，14%的受访公司资产管理规模低于 1,000 亿美元；62%受访公司资产管理规模介于 1,000 亿至 10,000 亿美元之间；24%的受访公司资产管理规模超过 10,000 亿美元。受访公司中，67%的企业在中国设立了外商独资企业(“WFOE”)<sup>2</sup>。它们中只有 19%的公司拥有私募基金管理(“PFM”)许可证。

这项调查是在 2019 年 12 月 27 日至 2020 年 1 月 13 日，即新型冠状病毒(COVID-19)爆发前几周进行的。因此，本次调查不涉及 COVID-19 疫情的影响。此次调查共向 IEAC 成员提出了 35 个问题，涉及三大主题：1) 2019 年概述；2) 2020 年全球市场展望；3) 2020 年中国大陆市场展望。

---

<sup>1</sup> 有一家公司未提供资产管理规模数据，因此该调查只收到 21 份反馈。

<sup>2</sup> 有一家公司没有提供他们在中国设立 WFOE 和 PFM 的情况，因此只收到 21 份反馈。

2019 年回顾: 尽管发生中美贸易战, 大多数受访公司认为它对中国经济的影响微乎其微。事实上, 它们认为从长远来看, 中国经济将更加强劲。半数受访公司认为, 日本和英国股市在 2019 年被低估, 而美国股市则被高估。

2020 年全球市场展望: 受访公司确实对全球经济增长以及市场表现略有担忧。无论就股票和固定收益市场而言, 多数资产管理公司仍青睐新兴市场, 但它们对发达市场缺乏信心。一个有趣的现象是, 没有人“坚定地”相信唐纳德·特朗普 (Donald Trump) 会在选举中失利。57%的受访公司相信他会连任, 其余的则认为“很难说”。

2020 年中国大陆市场展望: 大多数受访公司预计, 2020 年中国经济增长将放缓。为应对这一形势, 预计中国政府将下调利率, 以支持地方经济。大多数受访公司仍对在岸股票市场, 尤其是消费领域持乐观态度。许多受访公司希望拓展海外渠道并扩大本地保险公司的投资范围。监管的透明度是外国资产管理公司非常关心的问题。

鉴于 COVID-19 已经对中国和全球市场产生了重大影响, 因此 IEAC 的四位成员代表, 即瑞银资产管理 (UBS Asset Management)、法国巴黎资产管理公司 (BNP Paribas Asset Management)、天利投资公司 (Columbia Threadneedle Investments) 和摩根资产管理 (J.P.Morgan Asset Management), 受邀提供有关全球经济和金融市场趋势的进一步见解。希望它们的最新观点能帮助受众进一步了解 COVID-19 的影响。

# 第一部分 2019 年回顾

## 2019 年回顾 综述

2019 年可谓多事之秋，中美贸易战，英国脱欧，美联储降息……诸多事件在这一年轮番上演。

2019 年，中美之间高风险的地缘政治角力给亚洲股市蒙上了阴影，到 2020 年，这种角力仍将构成持续的风险。尽管 2019 年的贸易战争端意味着中美两国将对彼此价值数千亿美元的商品征收关税，但大多数 IEAC 成员认为中国经济所受影响很小。事实上，它们认为从长远来看，中国经济将更加强劲。

2019 年，由于贸易争端导致美国经济放缓，美联储三次降息。约 60% 的受访公司认为这不会对 2020 年的全球经济产生重大影响，经济增速将继续保持在 2% 以上。另外，也有三分之一的受访公司认为经济增长将放缓，全球经济增长率为 1-2%。

超过 82% 的受访公司认为，英国脱欧后，英镑可能会温和升值或持平，约 18% 的受访公司认为英镑会温和贬值。

就 2019 年被低估和高估的资产类别而言，46% 的受访公司认为日本股市和英国股市被严重低估，紧随其后的是亚洲（日本除外）股市。

就被严重高估的资产类别而言，半数受访公司认为美国股市是被严重高估的资产类别，其次是投资级债券（32%）。

具体而言，就亚洲（日本除外）股市而言，约有一半的受访公司认为这类资产被低估，另一半公司则认为这类资产被高估。

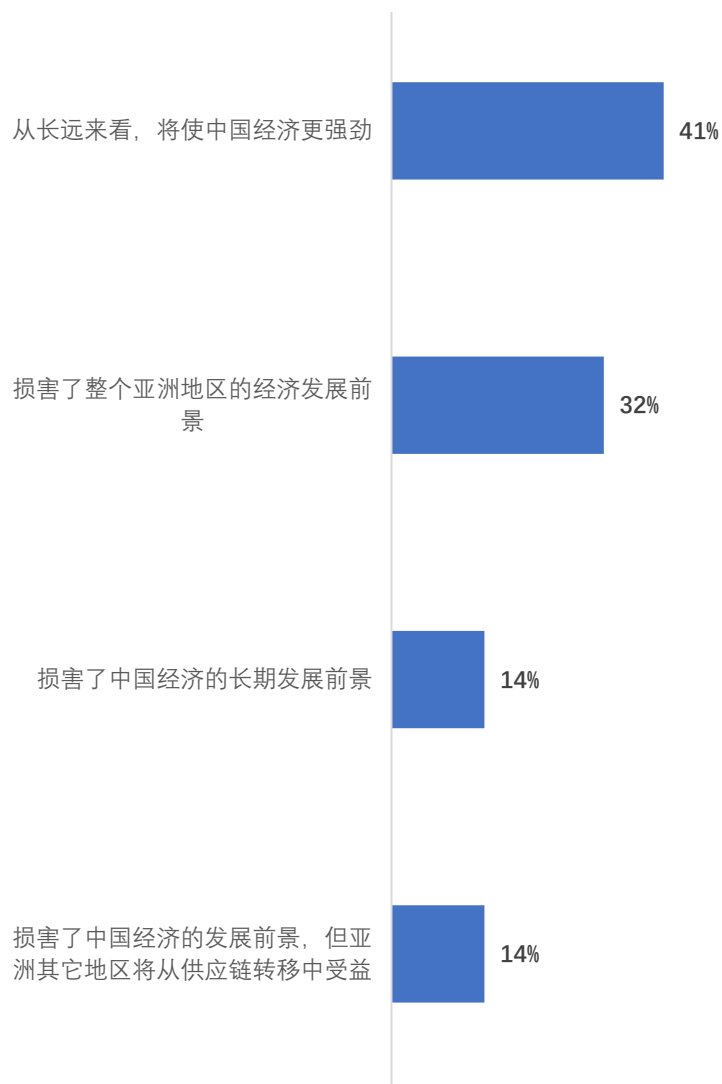
2019 年最受关注的资产类别中，超过三分之一的受访公司青睐另类资产中的私募股权。24% 的受访公司看好私募债，另有 24% 看好私募股权，其余看好对冲基金。没有受访公司看好风险投资。

## 2019 年回顾 详细调研数据

### 多数 IEAC 成员认为，从长远来看，2019 年的贸易战对中国经济的影响微乎其微

超过 40%的受访公司认为，从长远来看，贸易战对中国经济的影响微乎其微。事实上，它们认为从长远来看，中国经济会更加强劲。约三分之一的受访公司认为，贸易战对亚洲地区的发展前景造成破坏性的影响。其余的公司则持两种观点，一种认为这将损害中国经济的长期发展前景，另一种认为这将使中国经济增长更加强劲。

图 1 2019 年贸易战的影响预测

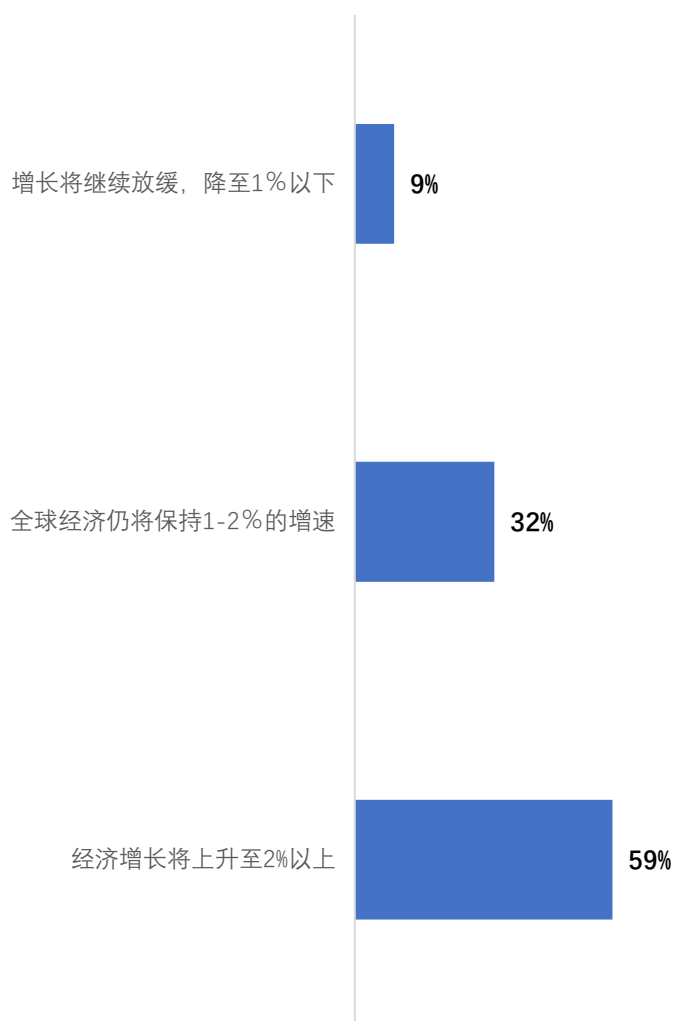


## IEAC 多数成员认为，2019 年的美联储降息不会对 2020 年的全球经济产生重大影响，经济增速将继续保持在 2%以上

大多数受访公司认为，全球经济将在 2020 年持续增长。接近 60%的受访公司认为增长率将超过 2%，而三分之一的受访公司认为增长率将维持在 1-2%的低迷状态。少数受访公司认为经济增长会继续放缓。

图 2

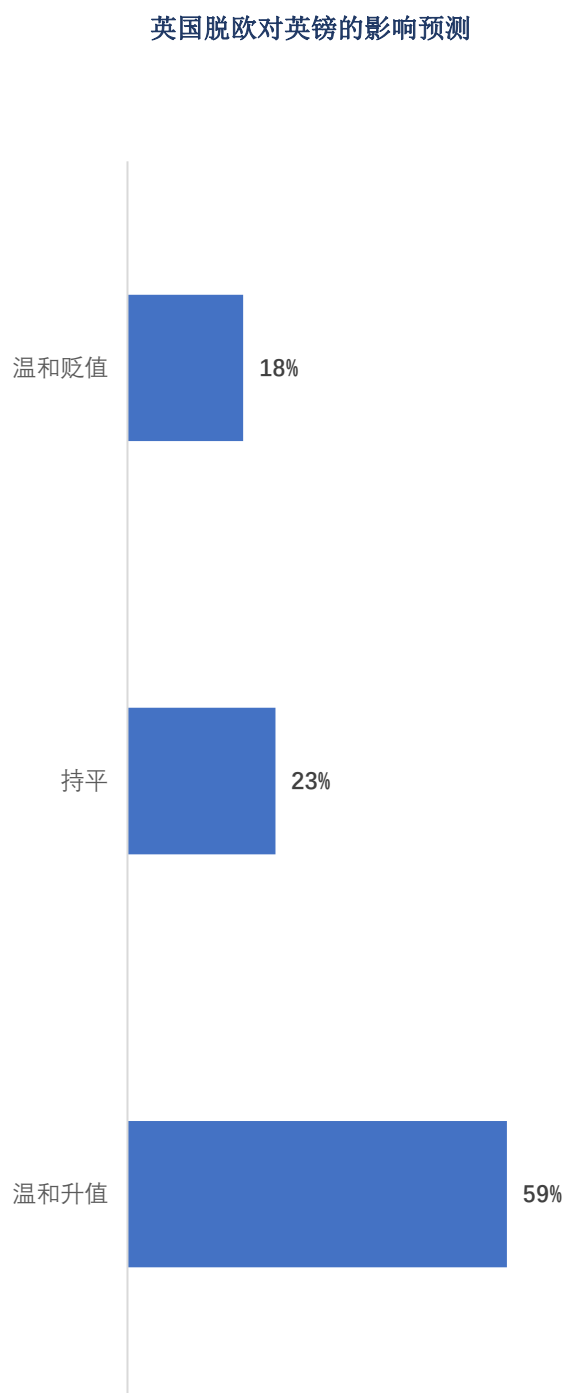
2019 年美联储降息对 2020 年全球经济的影响预测



## 大多数受访公司认为，英镑将在 2019 年英国脱欧之后温和升值

大多数受访公司认为英国脱欧后，英镑可能会温和升值或持平，约 18% 的受访公司认为英镑会温和贬值。

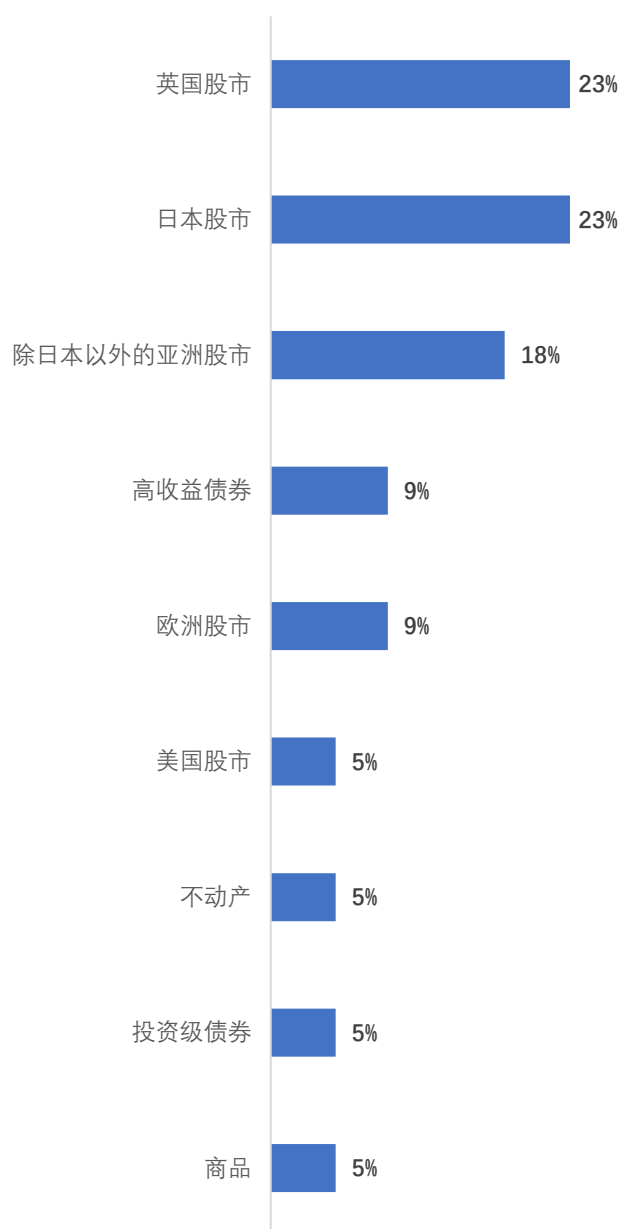
图 3



近一半的受访公司认为，日本股市和英国股市是被低估最严重的两个资产类别，紧随其后的是除日本以外的亚洲股市

图 4

2019 年被低估最严重的资产类别

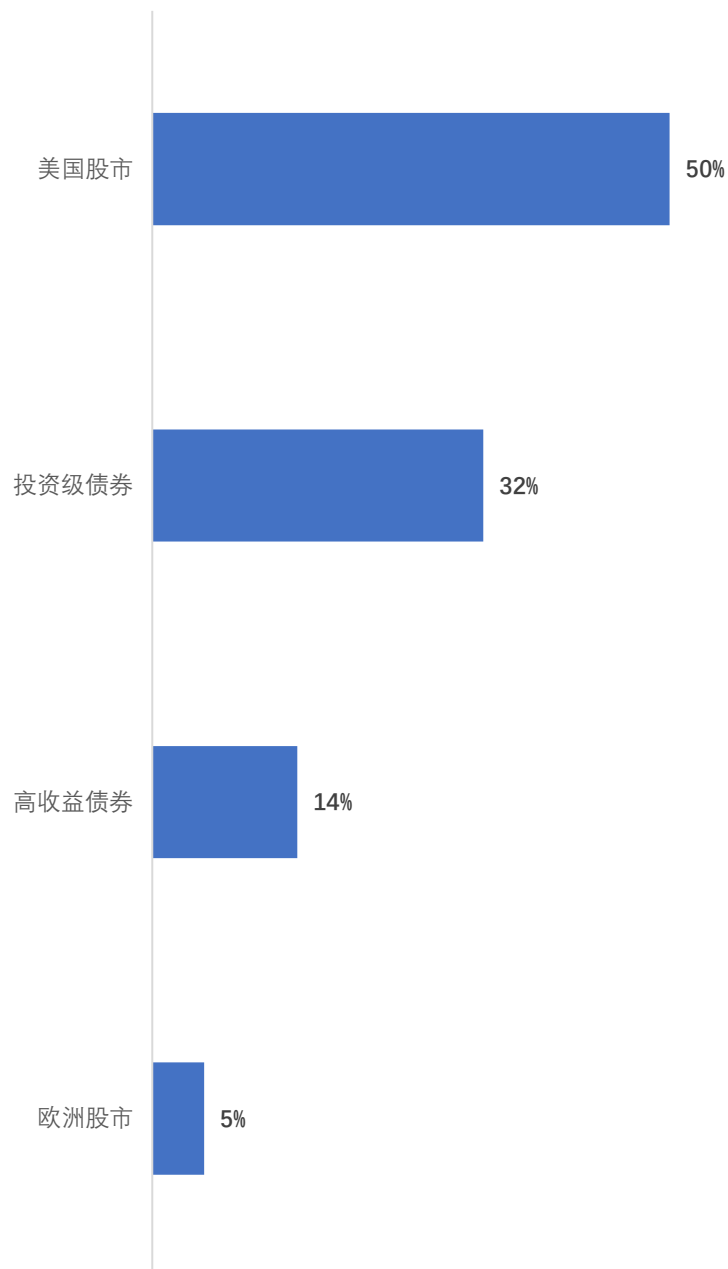


受访公司的选择范围非常广泛。受访公司认为，日本股市和英国股市是被低估最严重的两个资产类别，紧随其后的是除日本以外的亚洲股市。那么问题来了，这些资产类别在 2020 年还会被低估吗？

## 多数受访公司表示，美国股市是被严重高估的资产类别

图 5

2019 年被高估最严重的资产类别



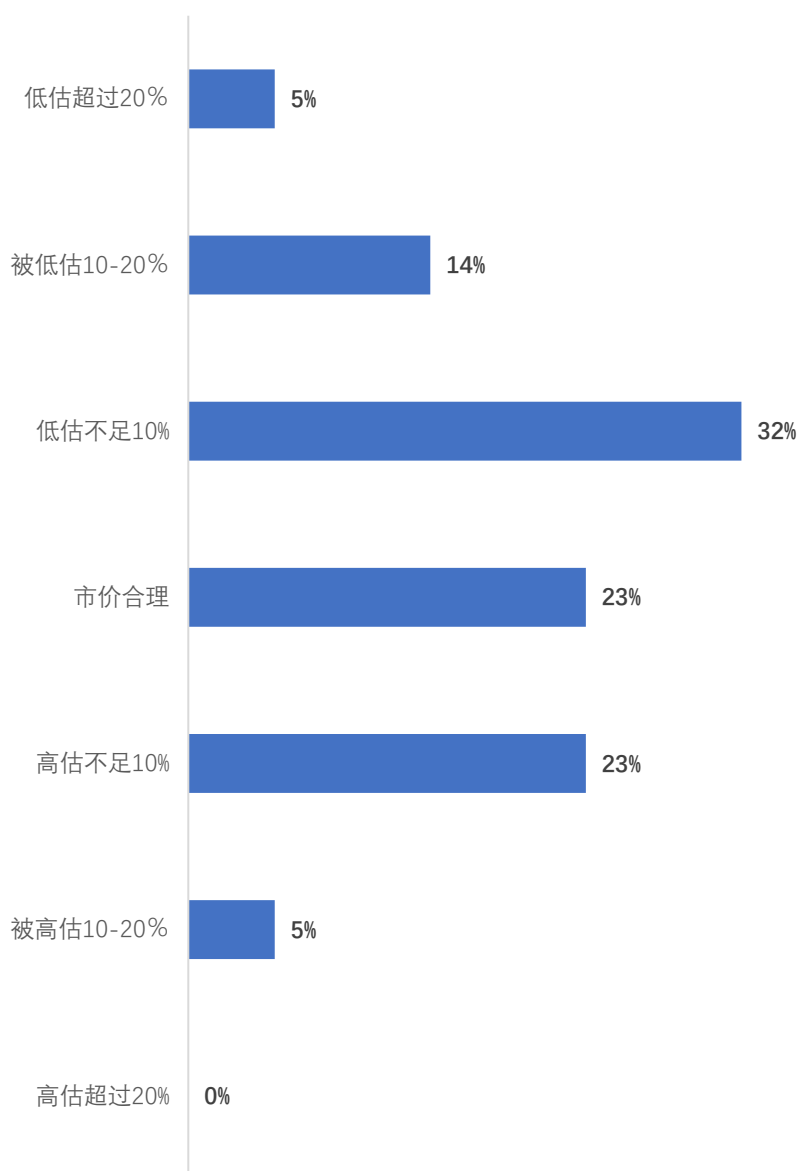
50%受访公司将美国股市列为被严重高估的资产类别，32%受访公司将投资级债券列为被严重高估的资产类别。然而，这些资产类别仍将被高估吗？2020年，投资者将把资金投向何处？

就亚洲（日本除外）股市而言，约有一半的受访公司认为这类资产被低估了，另一半则认为这类资产被高估了

约 50%的受访公司认为亚洲（日本除外）股市被低估了，另一半则认为这类资产被高估了。

图 6

2019 年亚洲（除日本以外）的股市估值

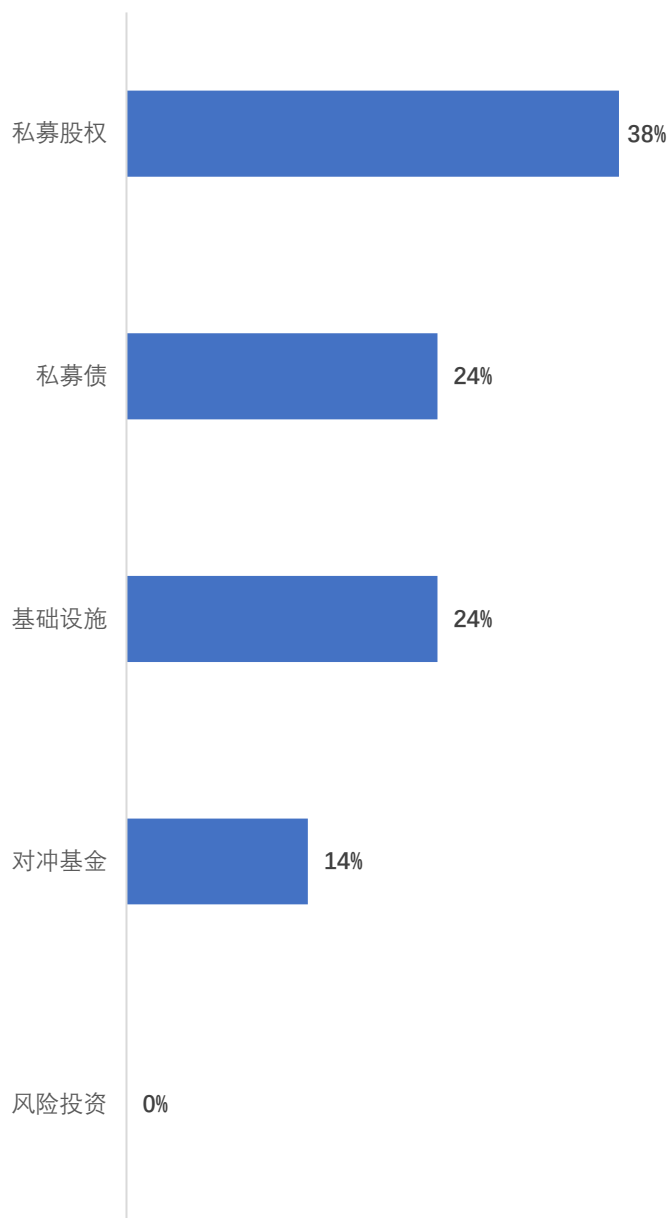


## 2019 年最受青睐的另类投资类别是私募股权

在 2019 年，超过三分之一的受访公司青睐的另类资产是私募股权。24%的受访公司看好私人债务，另外 24%看好私募股权，其余看好对冲基金。没有受访公司看好风险投资。

图 7

2019 年最受青睐的另类资产



## 第二部分 2020 年全球市场展望

### 2020 年全球市场展望 综述

在本节中，我们收集了全球资产管理公司有关经济方面（包括 GDP、通胀和货币）的反馈，以及它们对资产类别和市场的展望。其中也包含对未来一年重要事件的有趣预测。

一般而言，受访公司的整体观点与过去几年的市场势头一致，即宏观方面或市场上都没有发生剧烈或极端的变动。不过，研究结果确实显示受访公司对全球经济增长和市场表现的不确定性的担忧略有增加。可以理解的是，在发达市场中，美国经历了其最长的牛市之一，并且预计将进行调整，而在发展中市场，市场动荡仍是一个问题。

结果显示，GDP 增长率、通货膨胀率、美联储政策和货币走势预计将大体持平，但美元兑欧元预计将贬值，英镑兑欧元将升值。2020 年是美国的选举年，因此主要任务是稳定通货膨胀和市场。

从市场和资产类别的角度来看，无论就股票和固定收益市场而言，多数资产管理公司仍青睐新兴市场，但它们对发达市场缺乏信心。调查显示，表现最好和最差的指数分别是 CSI 300 和 Nifty 50，表现最好和最差的资产类别分别是新兴市场股票和发达市场固定收益/对冲基金。

毫无疑问，在贸易冲突的背景下，中美关系是头等大事。许多资产管理公司认为，紧张局势将在 2020 年持续存在，这也是资产价格波动的主要来源之一。

一个有趣的现象是，没有一家受访公司“坚定地”相信唐纳德·特朗普 (Donald Trump) 会在选举中失利。57%的受访公司相信他会连任，其余的则认为“很难说”。

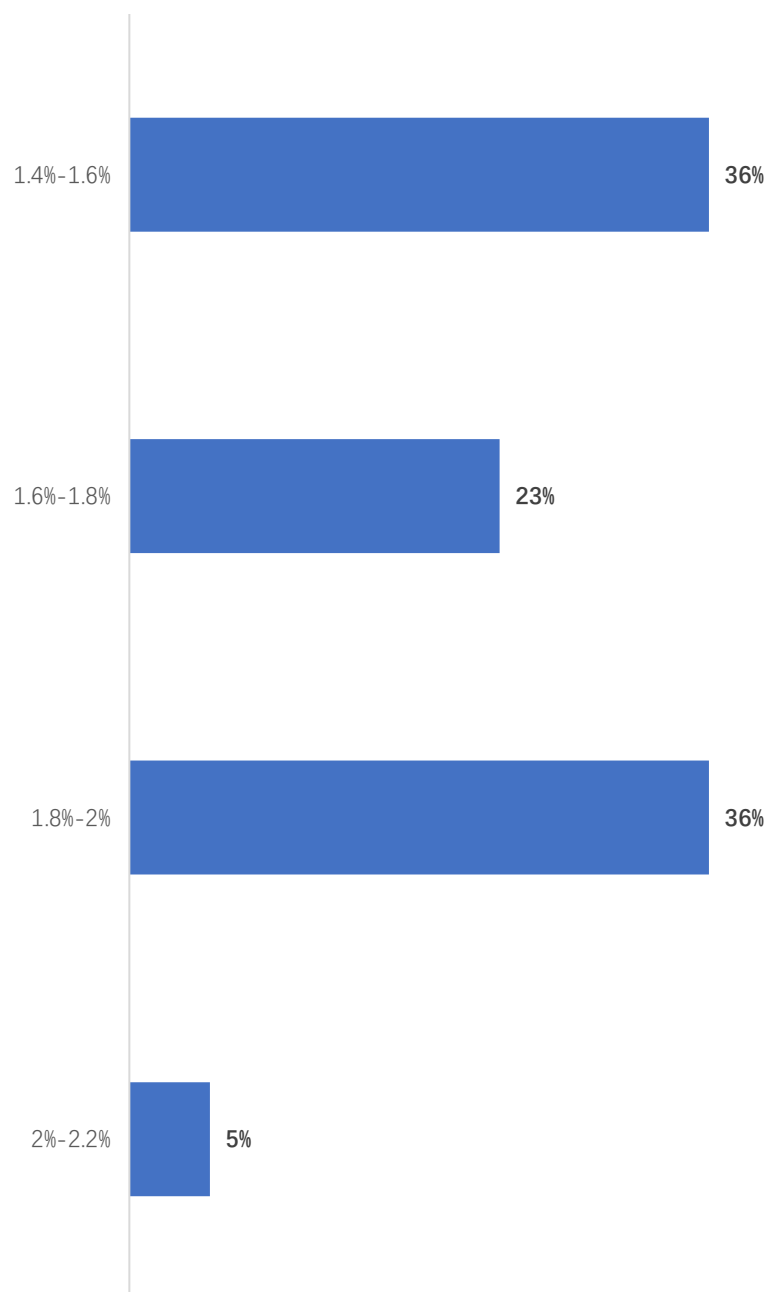
## 2020 年全球市场展望 详细调研数据

### 全球资产管理公司对发达经济体 2020 年 GDP 增长的看法趋于保守

调查显示，受访公司对 2020 年发达经济体的前景喜忧参半，尽管有点偏向悲观。这反映了在面临越来越多的不确定性时，不同受访公司都趋于保守。

图 8

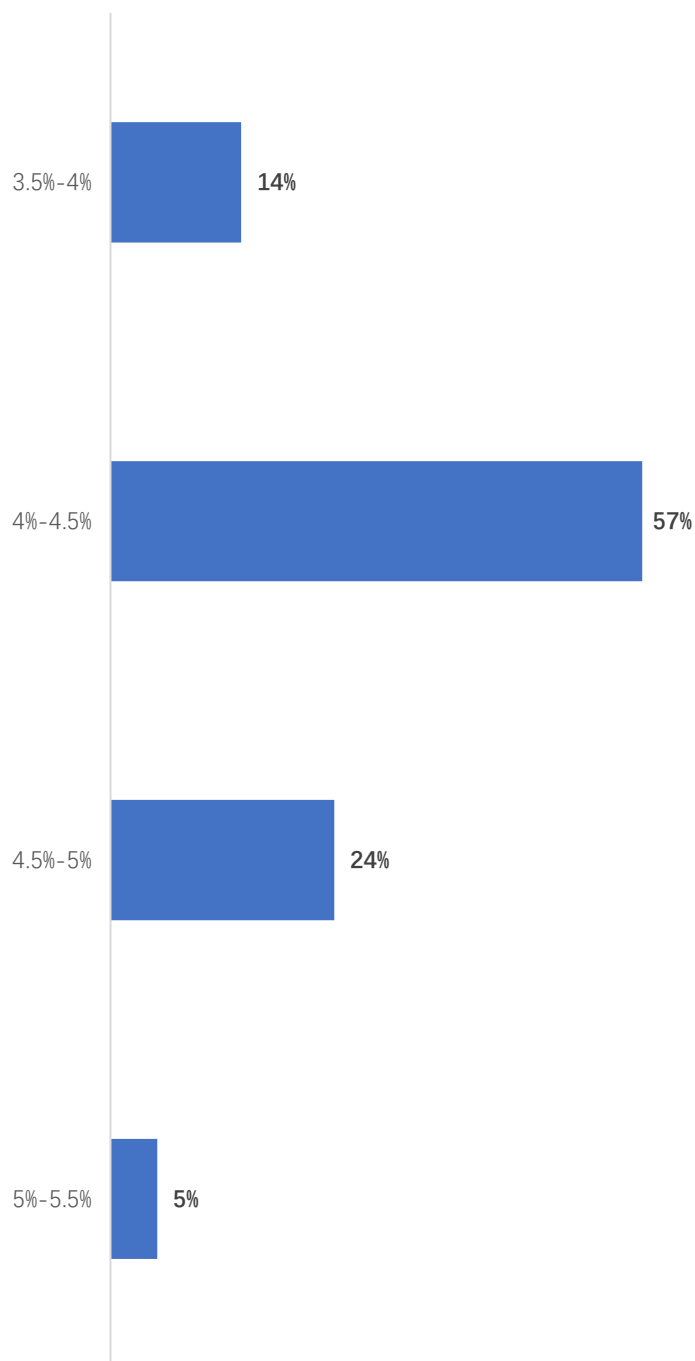
2020 年发达经济体 GDP 增长预测



## 多数受访公司预计，2020 年新兴市场的 GDP 增长率为 4%-4.5%

图 9

2020 年新兴市场 GDP 增长预测

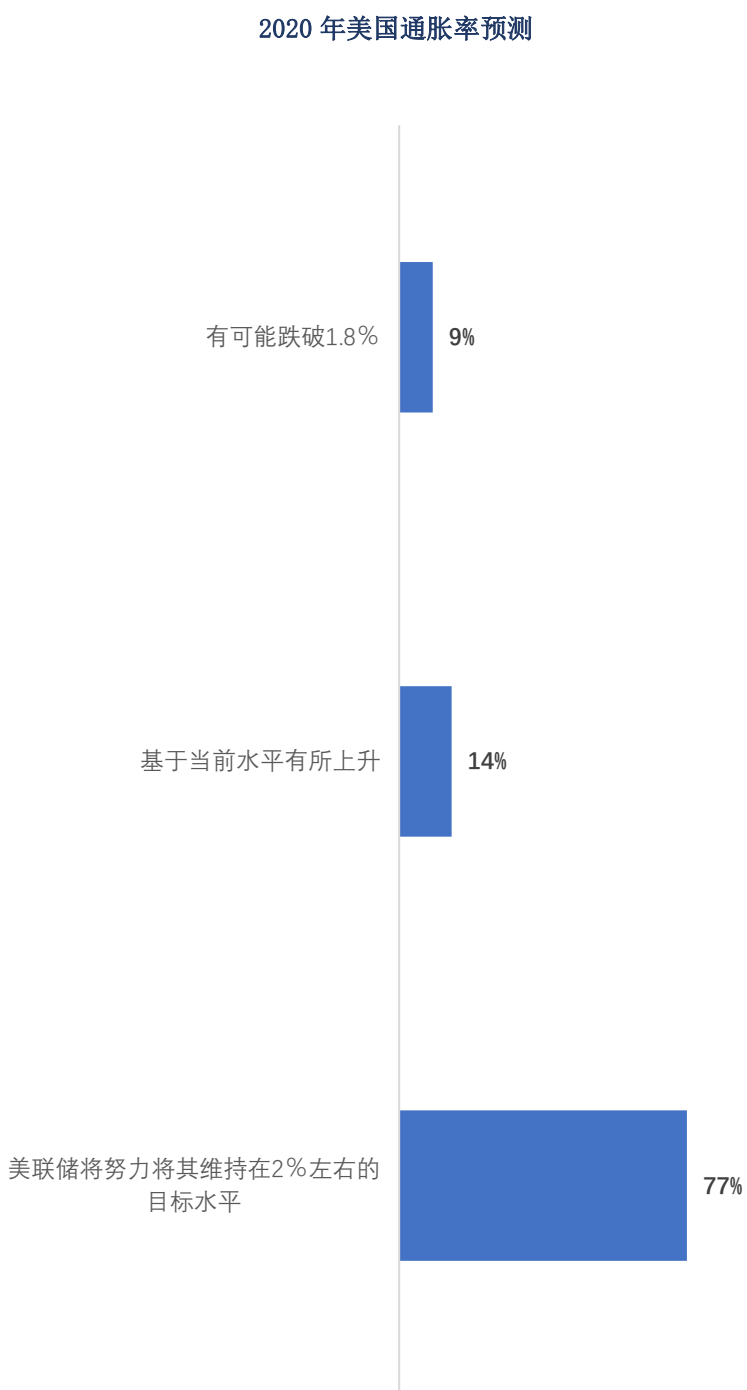


大多数受访公司的观点相对保守，它们认为 2020 年的 GDP 增长率将与过去几年的持平。目前尚无明显迹象表明全球经济增长动力强劲，因此对经济预期持保守态度是可以理解的。

多数资产管理公司认为，美联储将使通胀率维持在 2% 左右。

几年来，通胀率一直保持在当前水平，市场认为，美联储成功地维持了一项平衡的政策，并使其在 2020 年继续保持平衡。

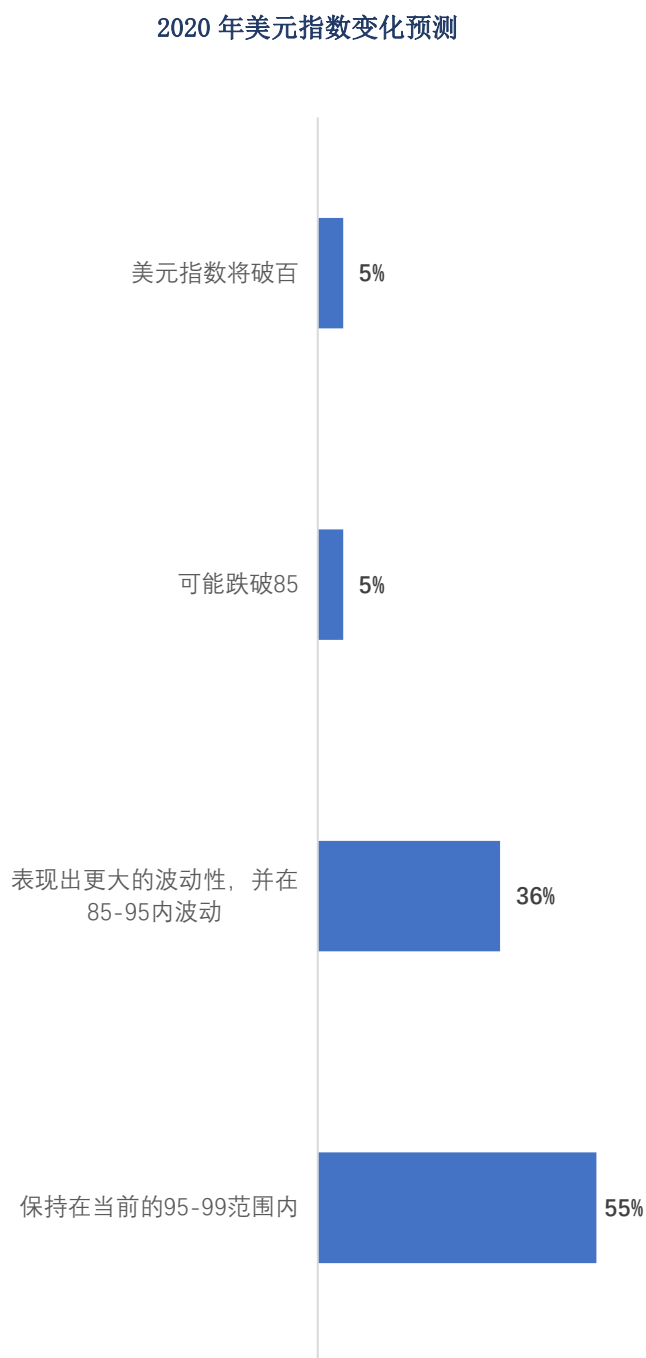
图 10



## 约 40%的受访公司认为美元在 2020 年将表现出更大的波动性

半数受访公司对美元的稳定持有信心，而另一半则认为美元的波动性会增加。这与通胀率或股市表现等其它指标的预测前景一致。惯性在这里起着一定作用，因此美元可能继续保持稳定。

图 11

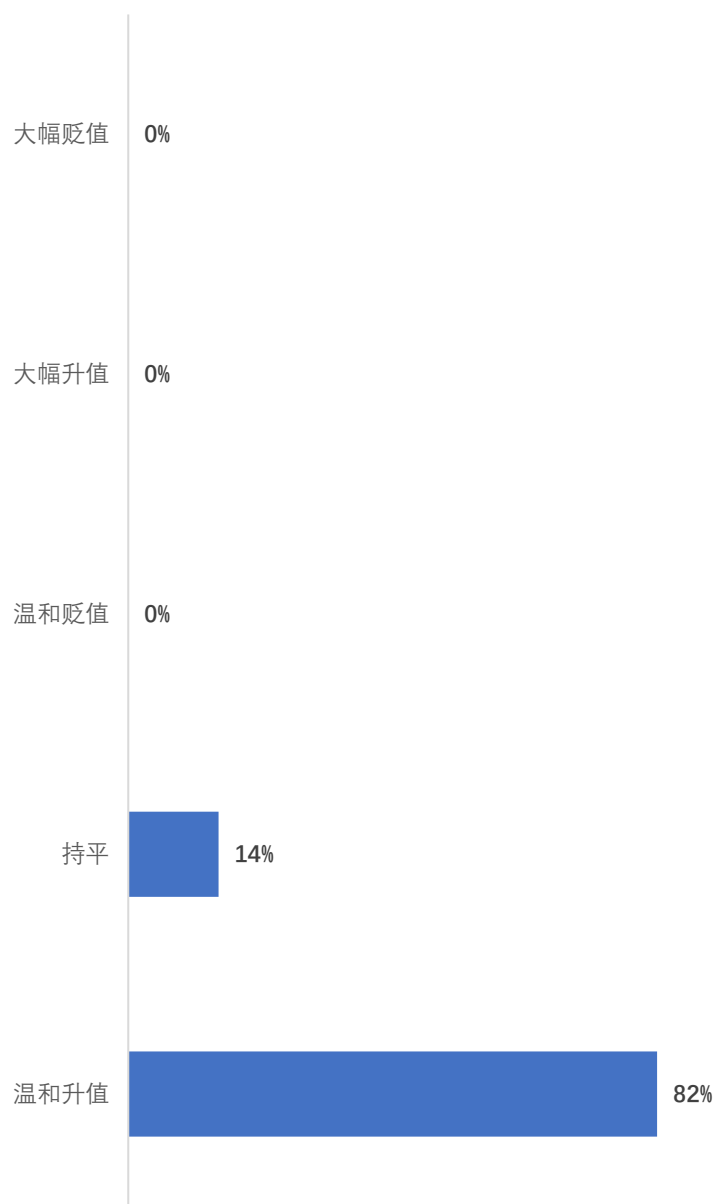


## 多数受访公司认为，2020 年，欧元兑美元将温和升值

稳定是共识，因为没有人认为欧元会剧烈波动，大多数人认为欧元兑美元将温和升值。这也符合美元指数的前景，其中近一半的受访公司认为美元走弱的可能性会增加。

图 12

2020 年欧元兑美元的走势预测

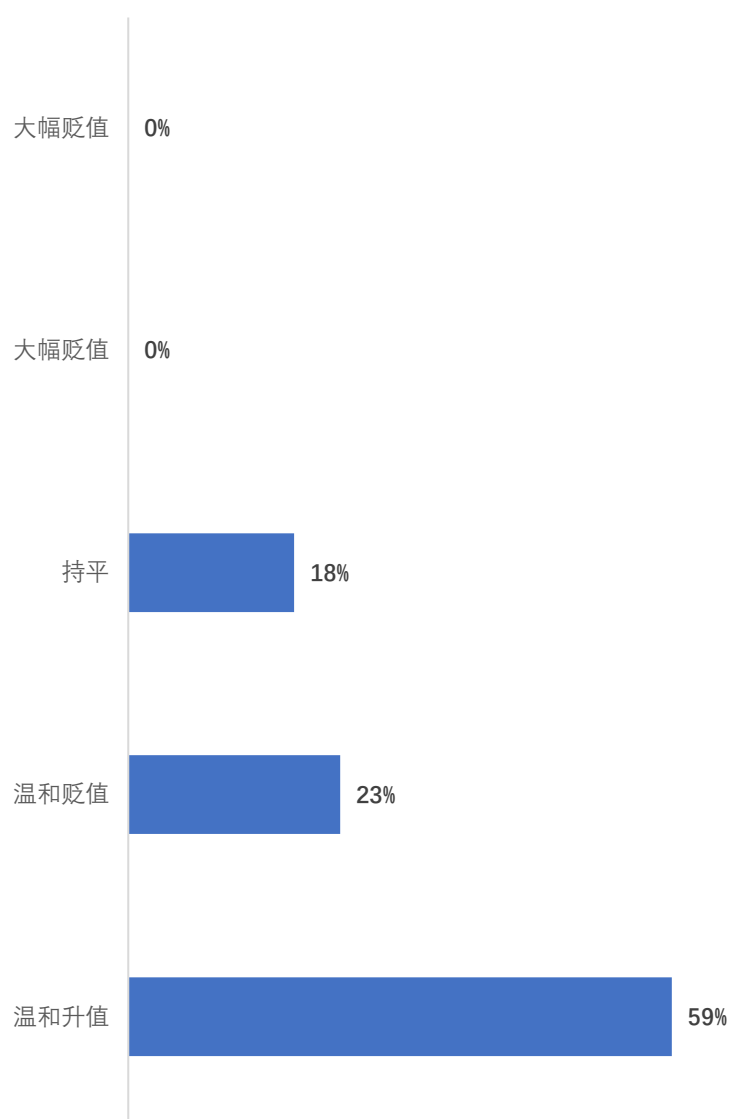


## 英镑兑欧元的分歧：62%的受访公司认为英镑将温和升值，24%的受访公司预计英镑将温和贬值

更多的受访公司认为英镑兑美元可能贬值。这反映了美元疲软的可能性以及英国脱欧所带来的不确定后果。

图 13

2020 年英镑对欧元的走势预测

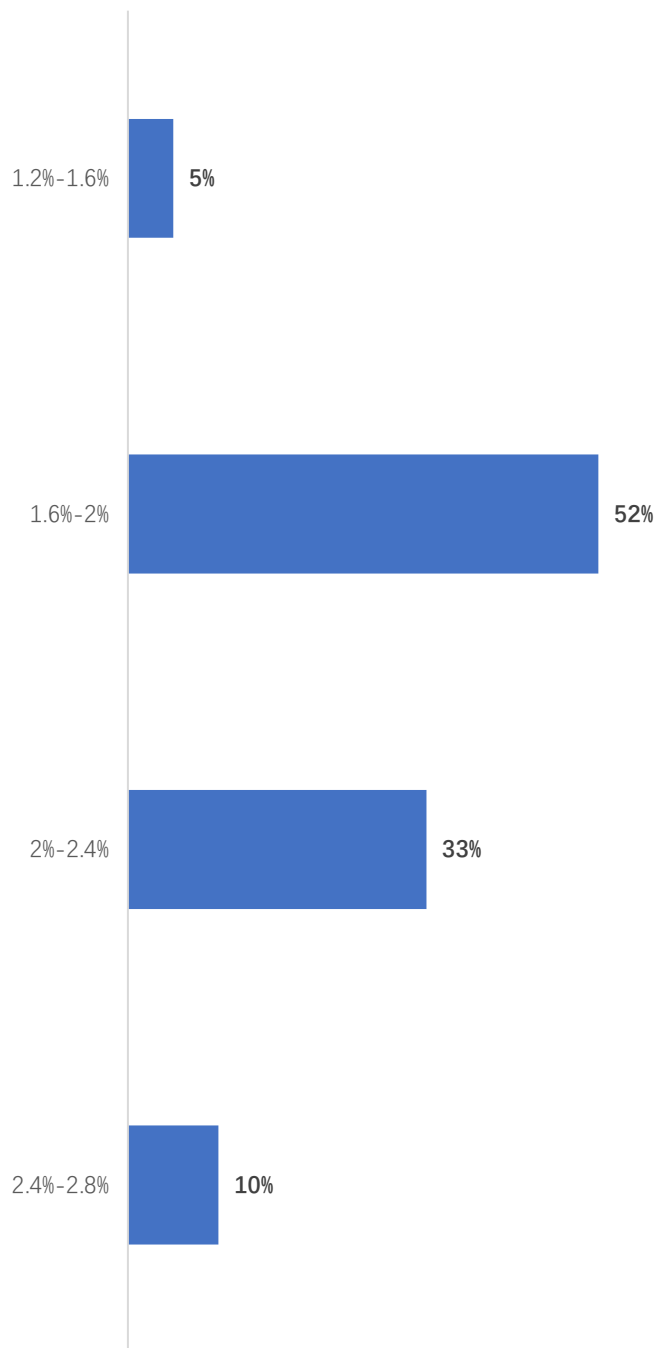


## 半数受访公司预计 10 年期美国国债收益率为 1.6%-2%

半数的受访公司认为，在 2020 年，国债的市场需求可能会保持稳定，而许多受访公司则认为，需求可能会下降。但是许多受访公司预计美元价值将由稳定到走向疲软。

图 14

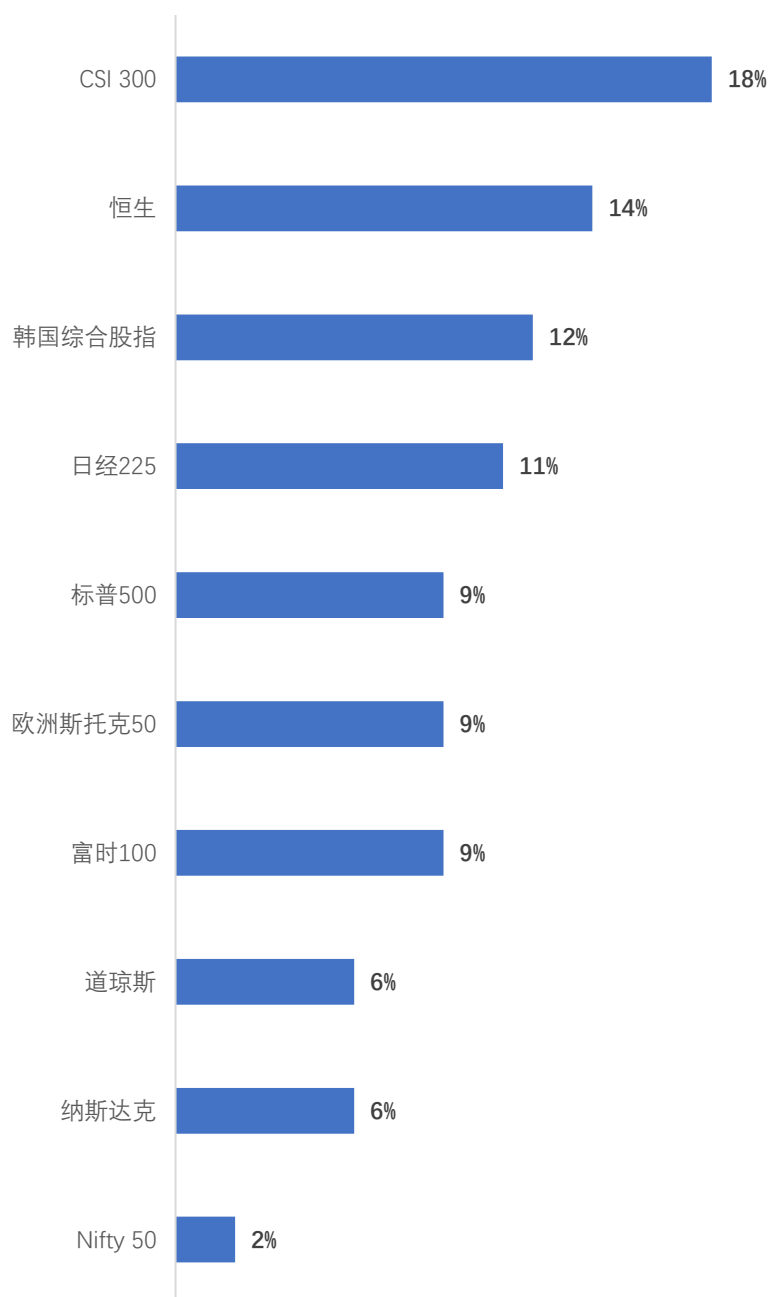
2020 年美国 10 年期国债利率（平均水平）预



## CSI 300 指数超越其它指数，成为 2020 年最受资产管理公司看好的资产类别

图 15

2020 年跑赢大盘的股票指数



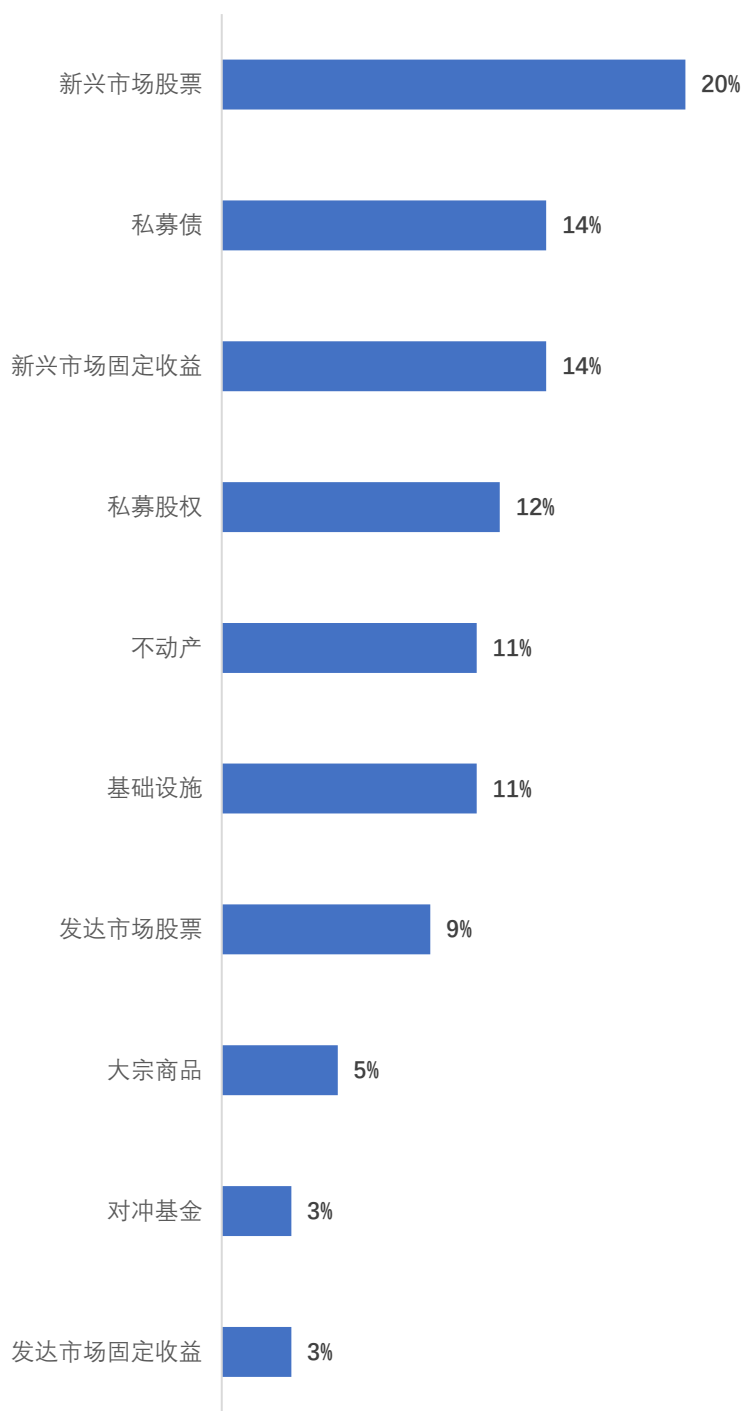
所有新兴市场都认为中国是最有前途的市场，而美国市场则处于底部区间。

## 资产管理公司预计新兴市场和私募资产会有更好的前景

新兴市场，私募市场和不动产正变得越来越受欢迎。

图 16

2020 年备受青睐的资产类别

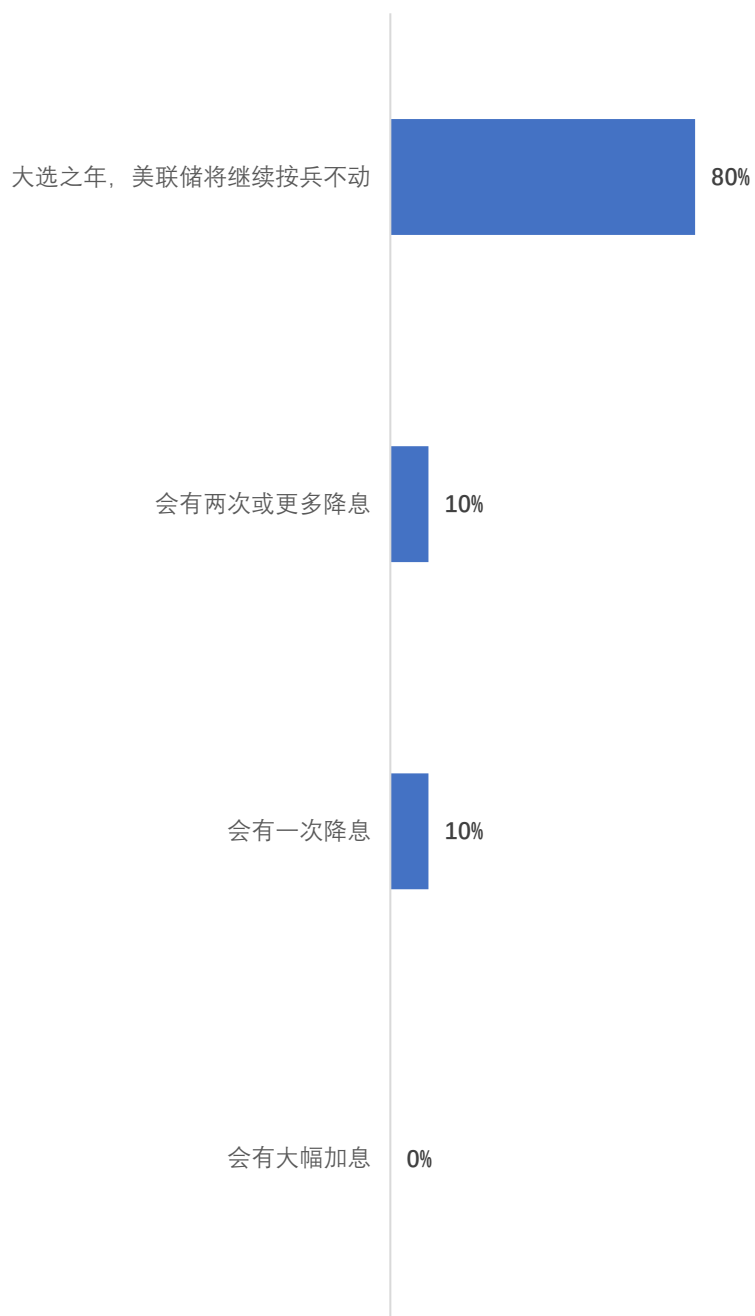


## 多数受访公司预计在 2020 年美联储不会就利率问题采取行动

多数受访公司预计在 2020 年美联储不会就利率问题采取行动。

图 17

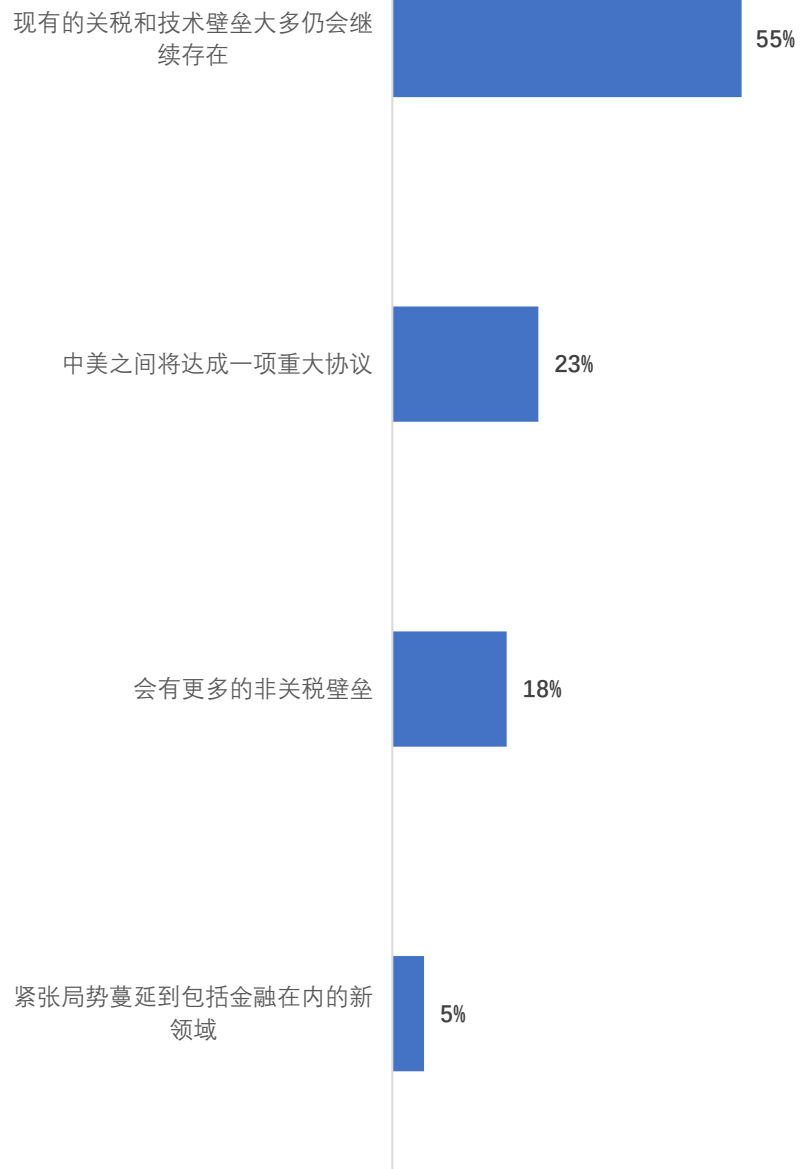
美联储 2020 年的降息预测



## 一半的受访公司认为关税和技术壁垒仍然存在

图 18

### 贸易战在 2020 年将如何演变



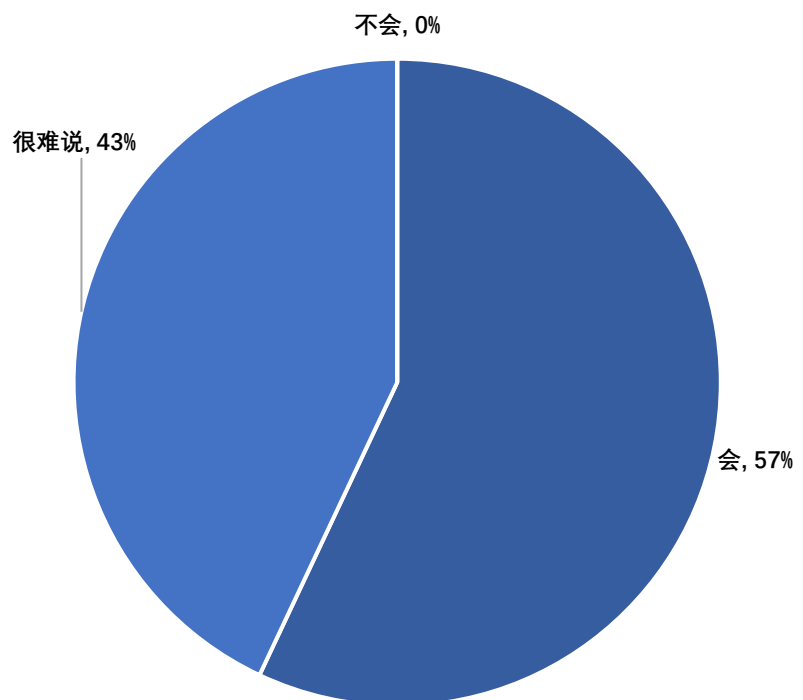
55% 的全球资产管理公司认为，现有的关税和技术壁垒将在 2020 年保持不变

## 43%的受访公司认为美国总统大选存在不确定性

图 19

唐纳德·特朗普会赢得 2020 年总统连任吗？

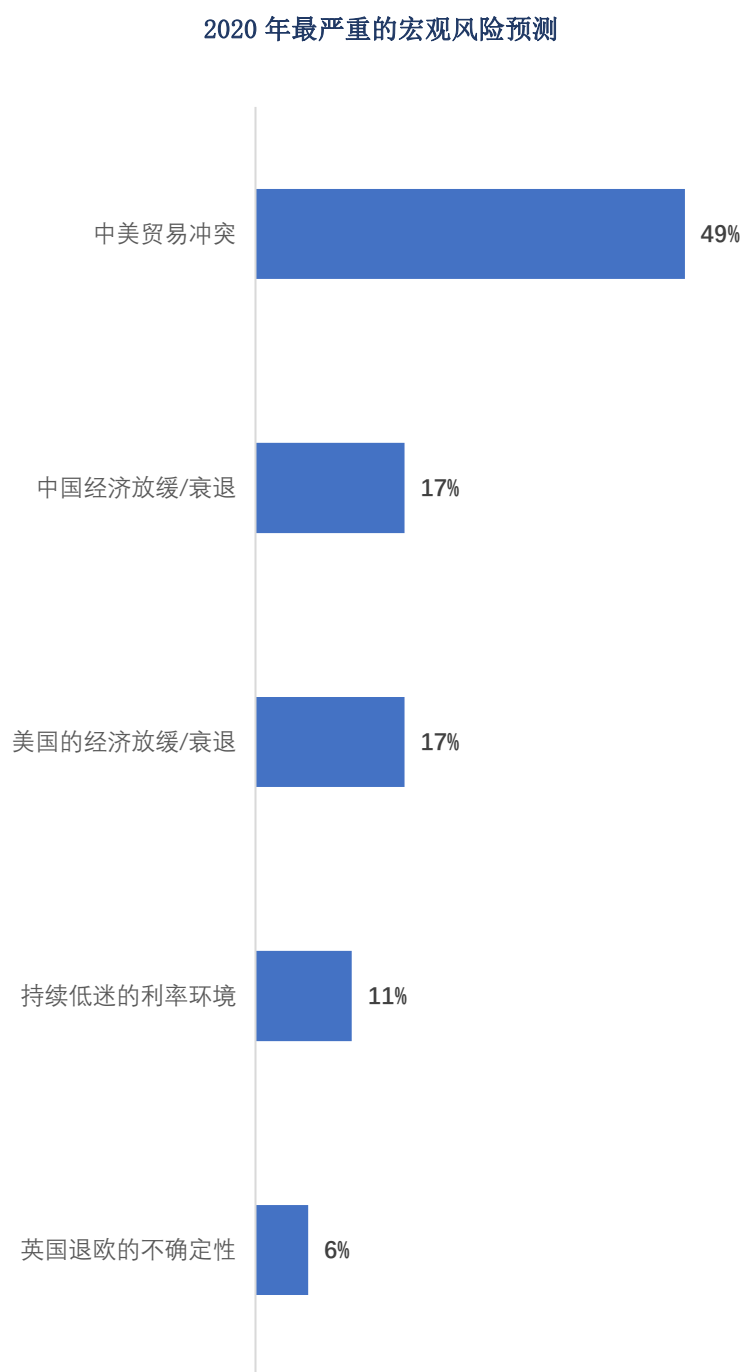
43%的受访公司认为特朗普的总统连任存在不确定性。



## 贸易战仍是全球资产管理公司面临的最大的宏观风险

这种担忧表明，第一大经济体和第二大经济体之间的关系对世界经济影响巨大，因为它们影响着所有经济体的宏观环境。这也表明，选民对中美贸易冲突的缓解并不十分乐观。

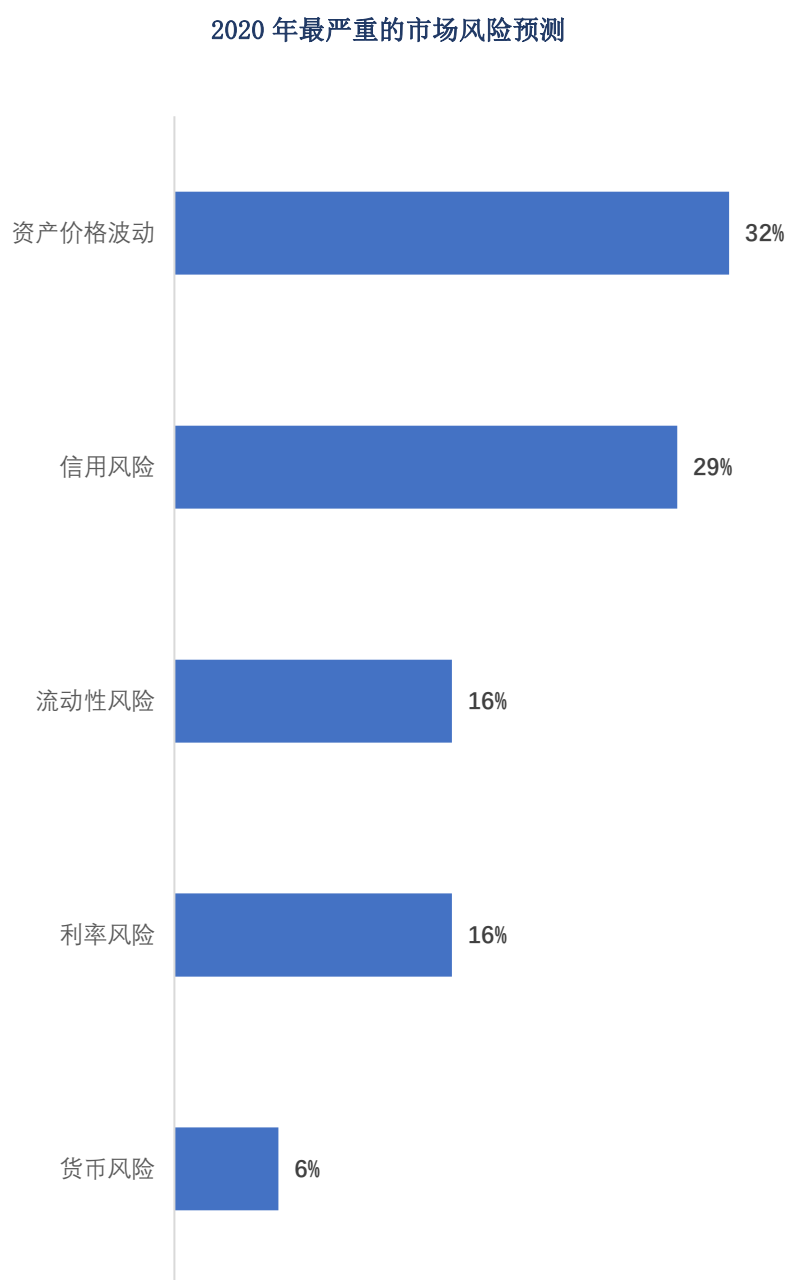
图 20



## 波动性和信用风险是最大的市场风险

除了不确定性带来的波动性问题外，信用风险在所有风险中排名第二。量化宽松和经济放缓都加剧了全球信用风险。

图 21



## 第三部分 2020 年中国大陆市场展望

### 2020 年中国大陆市场展望 综述

步入 2020 年，在不确定的环境下，受访公司对中国大陆经济增长的信心有所动摇。多数受访公司预计，受第二部分所提事件的影响，今年中国经济增长将放缓。为了应对这一形势，许多受访公司预计中国政府将下调利率，以支持地方经济。与此同时，近三分之二的受访公司预计，2020 年中国 CPI 将升至 3%-4% 之间。

大多数受访公司对在岸股票市场，尤其是消费领域持乐观态度。另一方面，尽管受访公司对中国的信用利差趋势持不同看法，但近半受访公司认为，信用利差将在 2020 年扩大。就在岸债务市场而言，投资级公司债券（尤其是期限较短的债券）是首选资产类别。

针对环境、社会和治理 (ESG)，大多数受访公司都在顺应这一全球趋势，并逐渐将其纳入投资流程。为了提高 ESG 在岸市场投资意识，受访公司认为，与“内资资产管理公司”进行更多的互动以及当地监管机构的参与是成功的关键，尽管“治理”是最难监控和分析的环节。

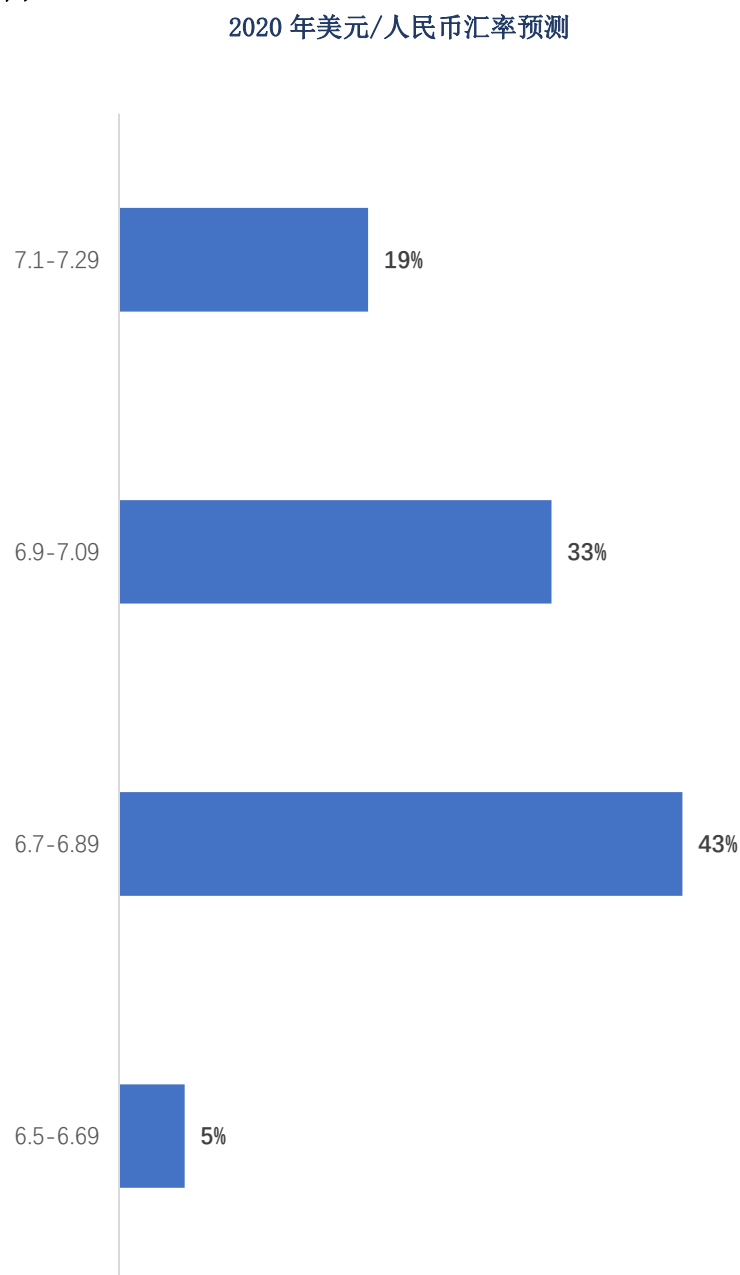
谈及中国的政策改革，许多受访公司希望扩大保险公司的对外渠道和投资范围。并非所有受访公司都在中国设立了外商独资企业 (WFOE)，但它们中有很多都认为，在中国进行业务扩张时，监管缺乏透明度。

## 2020 年中国大陆市场展望 详细调研数据

### 多数受访公司认为，2020 年美元/人民币汇率将在 6.7-6.9 之间波动

与 2019 年 12 月 31 日的 6.99 相比，超过 95% 的受访公司认为美元/人民币汇率将在 6.7 以上；而超过 40% 的受访公司认为，这一汇率在 2020 年将介乎 6.7-6.89 之间。多数受访公司认为，2020 年美元/人民币汇率将在 6.7 - 6.9 之间波动。

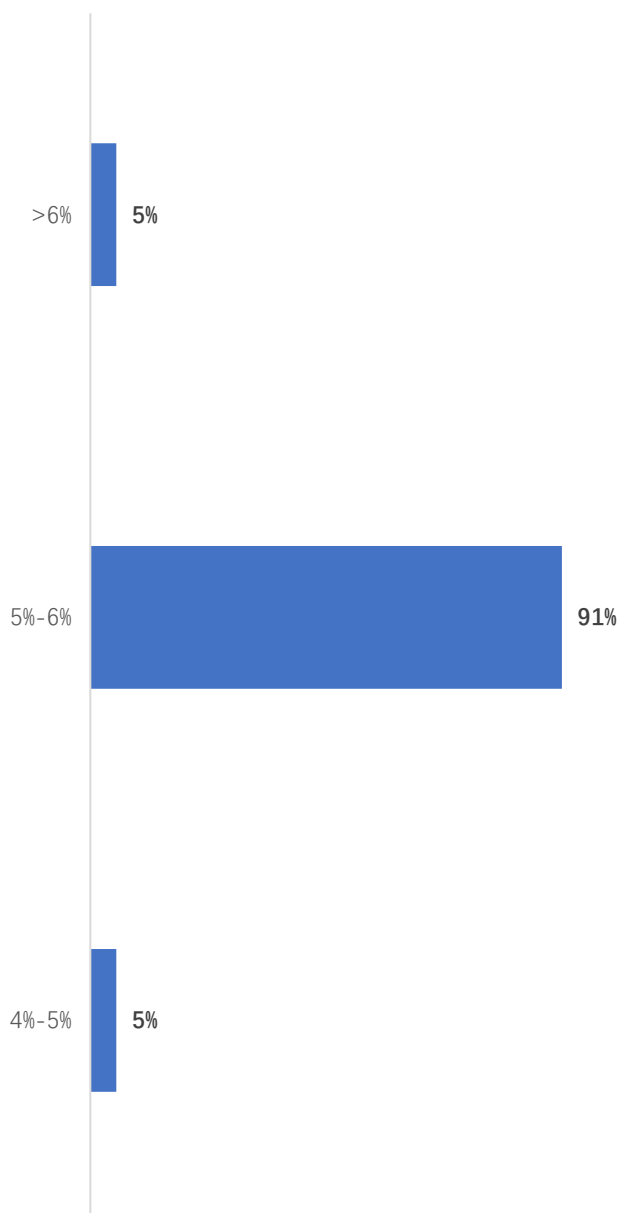
图 22



## 多数受访公司预计，2020年中国国内生产总值(GDP)增速将放缓

图 23

2020年中国经济的增长率预测



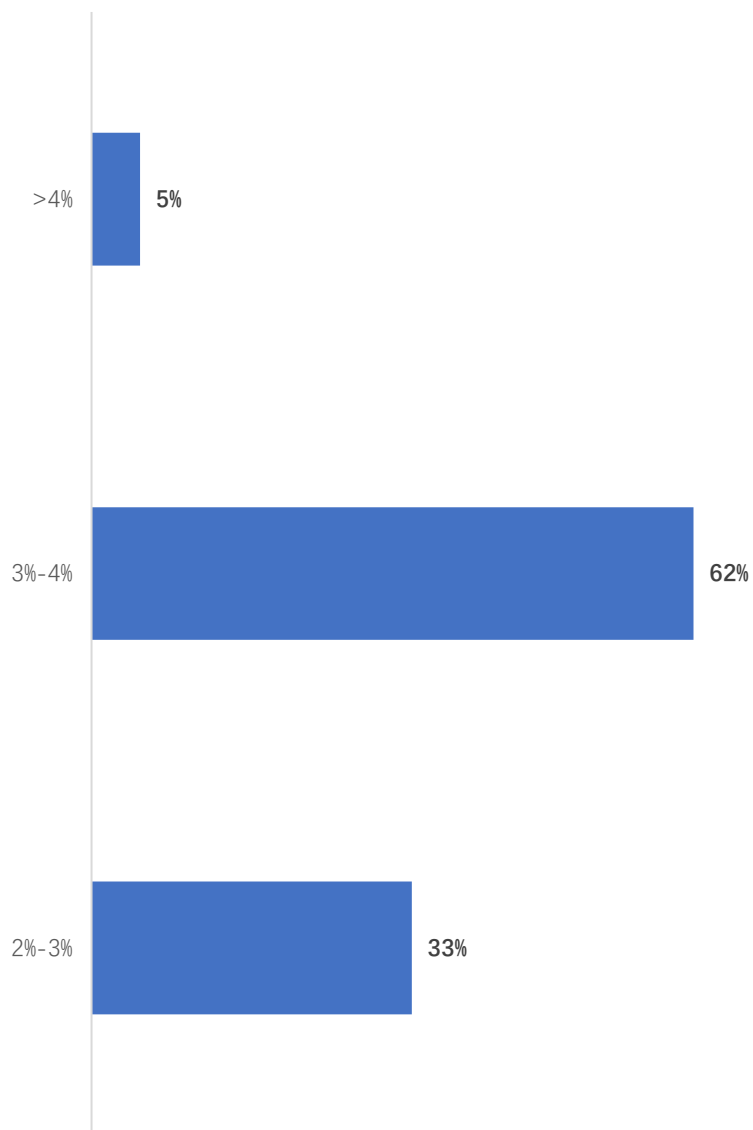
与 2019 年 6.1% 的经济增速相比，超过 90% 的受访公司预计，在不确定的环境下，2020 年中国经济增速将进一步放缓至 5%-6%。

## 三分之二的受访公司认为，2020年中国的CPI将升至3%-4%

与2019年2.9%的CPI相比，近三分之二的受访公司预计2020年中国CPI将升至3%-4%之间；三分之一的受访公司预计中国CPI将保持在目前2%-3%的水平。

图 24

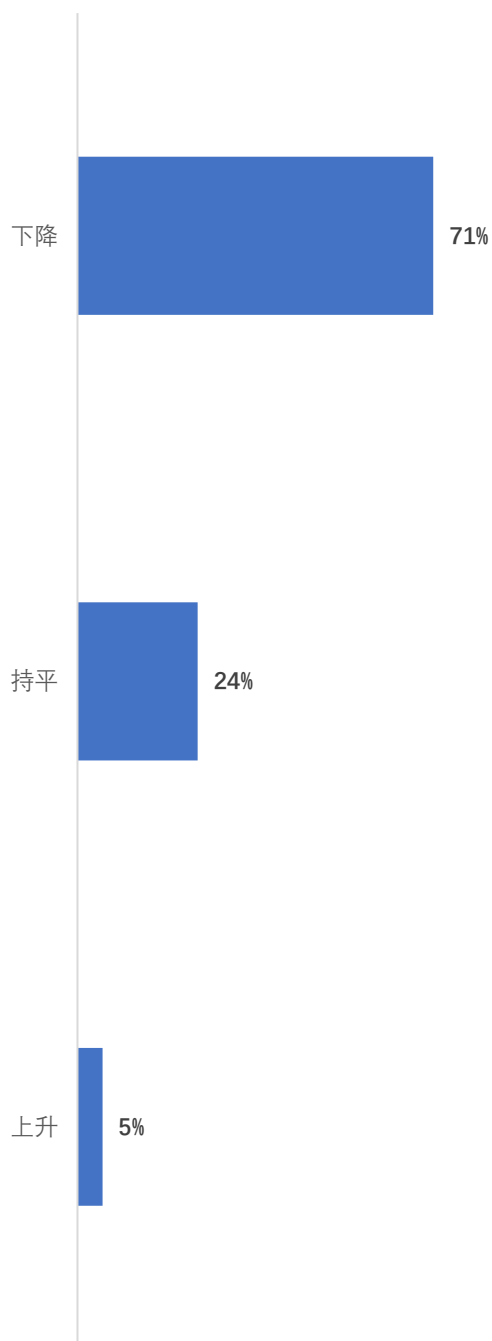
2020年中国的通胀率预测



## 多数受访公司预计 2020 年会降息

图 25

2020 年中国利率预测



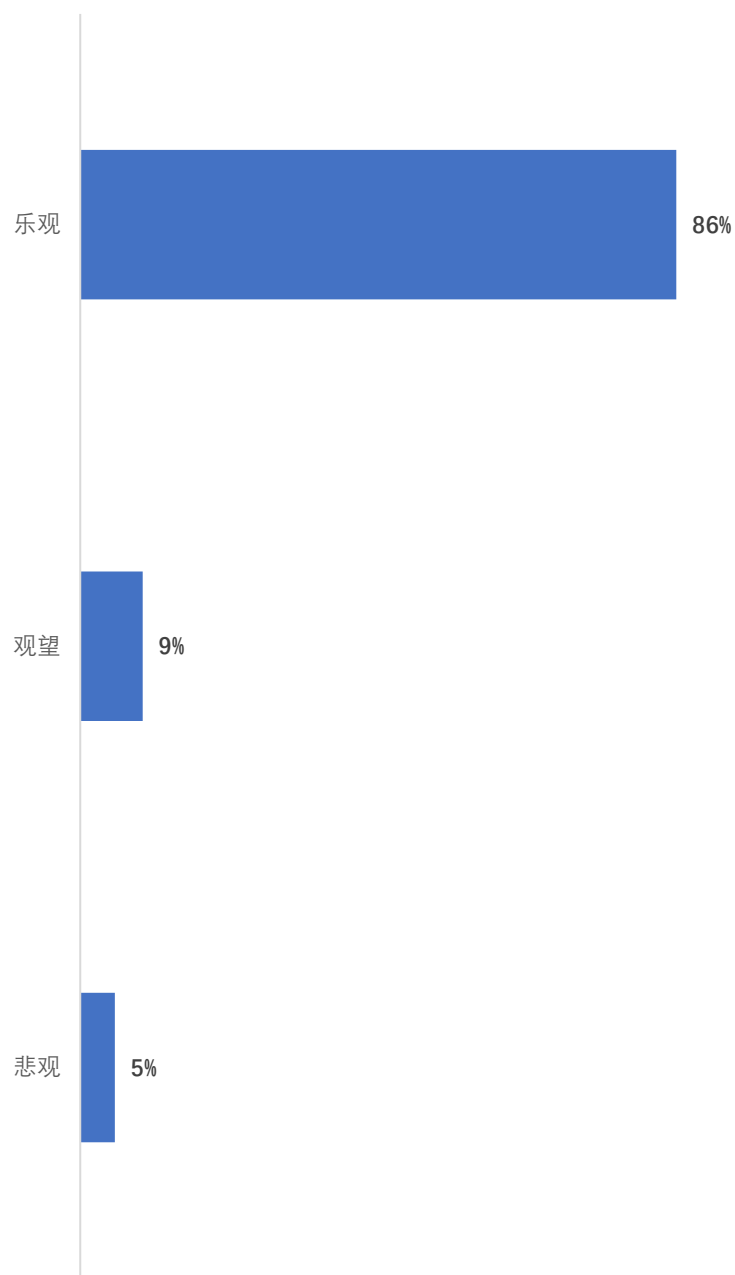
与第 26 个问题关于经济放缓预期相呼应的是，超过 70% 的受访公司预计中国将在 2020 年降息。

## 总的来说，外国资产管理公司仍看好 2020 年的中国 A 股市场

继 2019 年的强劲表现（回报率达到 22.3%）之后，大多数资产管理公司在 2020 年仍看好中国 A 股市场。有意思的是，尽管大多数受访公司认为中国经济将在 2020 年放缓，但它们中的大多数仍然对 A 股市场持乐观态度。

图 26

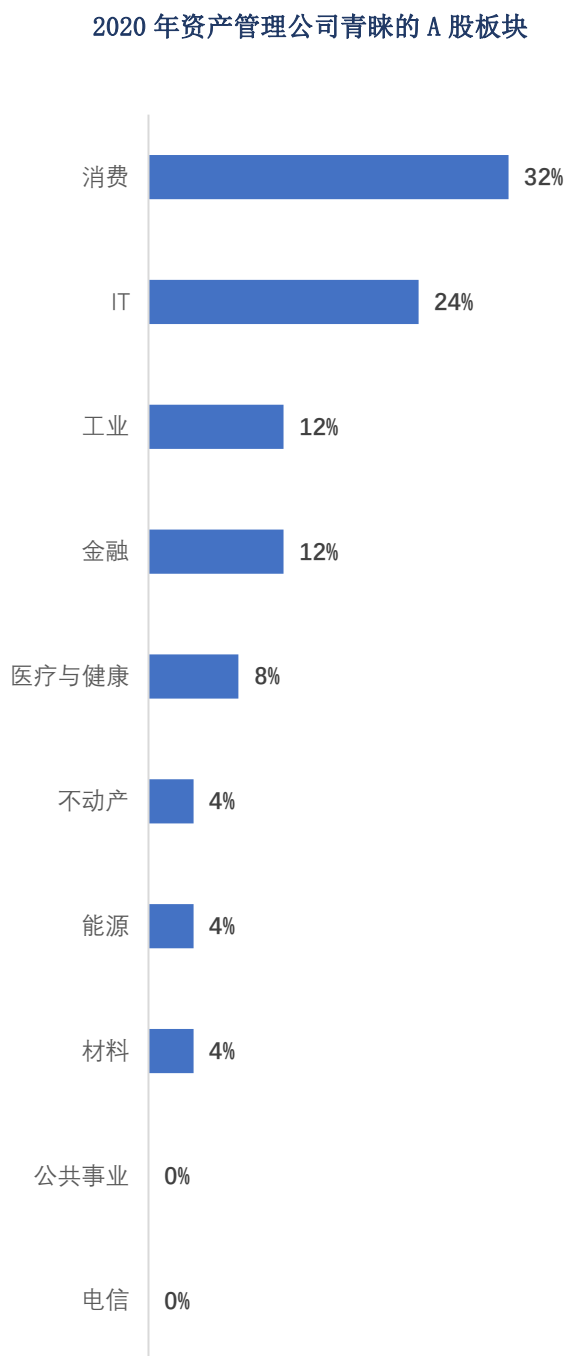
2020 年对中国 A 股市场持何种态度



## 预计今年中国消费行业的表现将跑赢大盘

与 2019 年的业绩表现相比，资产管理公司最受青睐的是消费行业，其次是 IT 行业，这意味着 2020 年内需是关键。

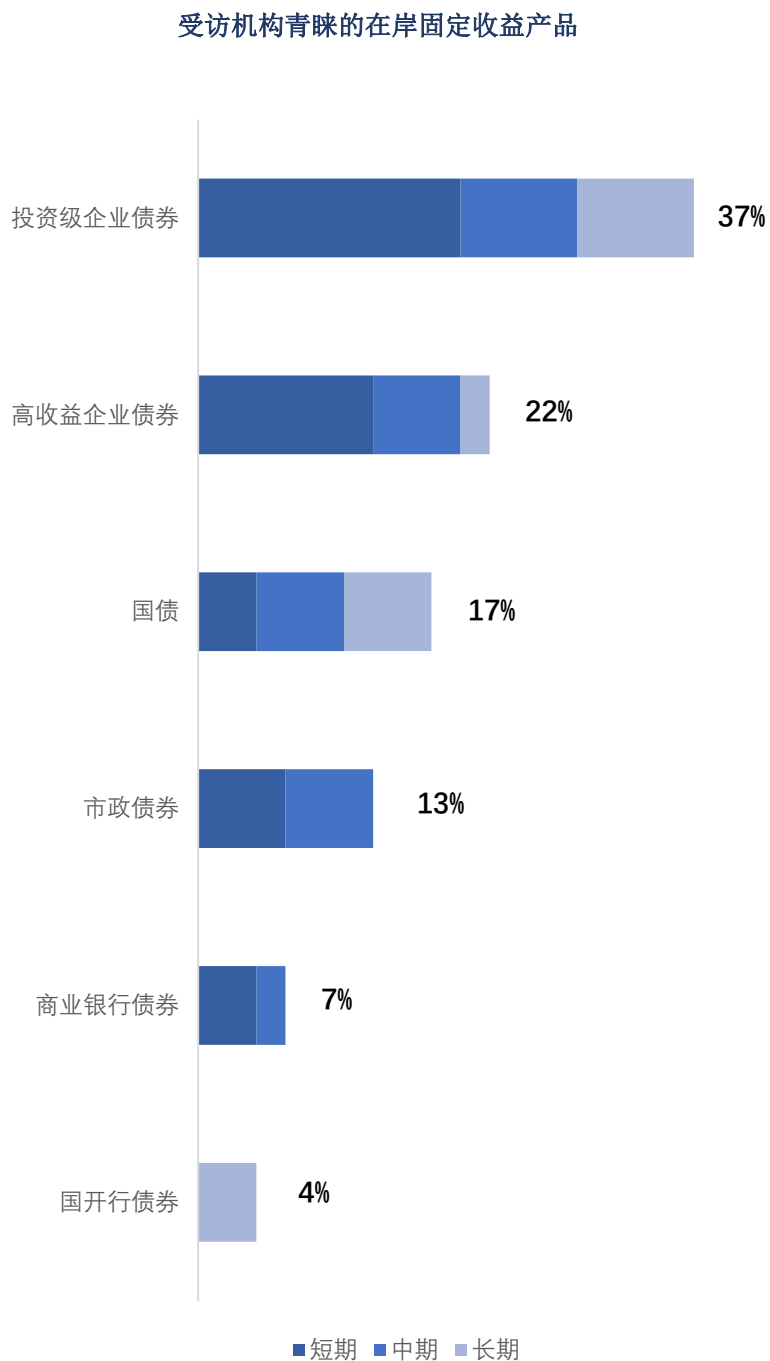
图 27



## 就在岸债券而言，外国资产管理公司更看好投资级公司债券，尤其是短期债券

总的来说，资产管理公司青睐投资级企业债券，尤其是短期债券。相反，它们对国开行债券最不感兴趣。除投资级企业债券外，外国资产管理公司也看好短期至中期债券。

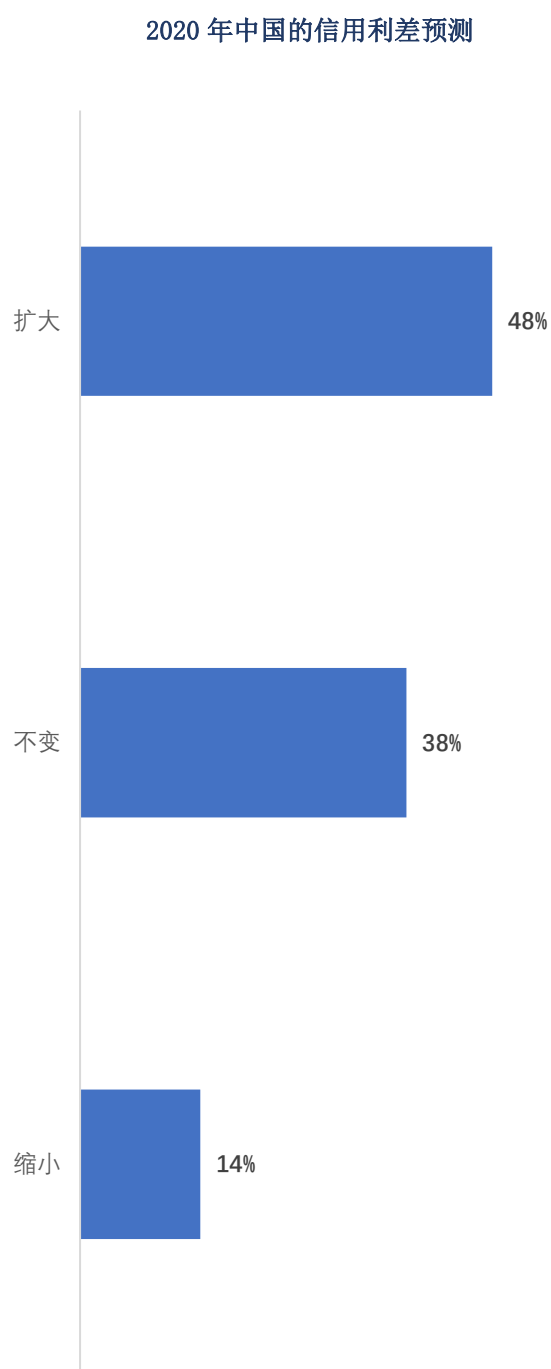
图 28



## 关于 2020 年在岸信用利差的走势观点不一

外国资产管理公司对 2020 年中国信用利差持有不同看法。然而，近一半的受访公司认为，到 2020 年，这一比例将会扩大。

图 29

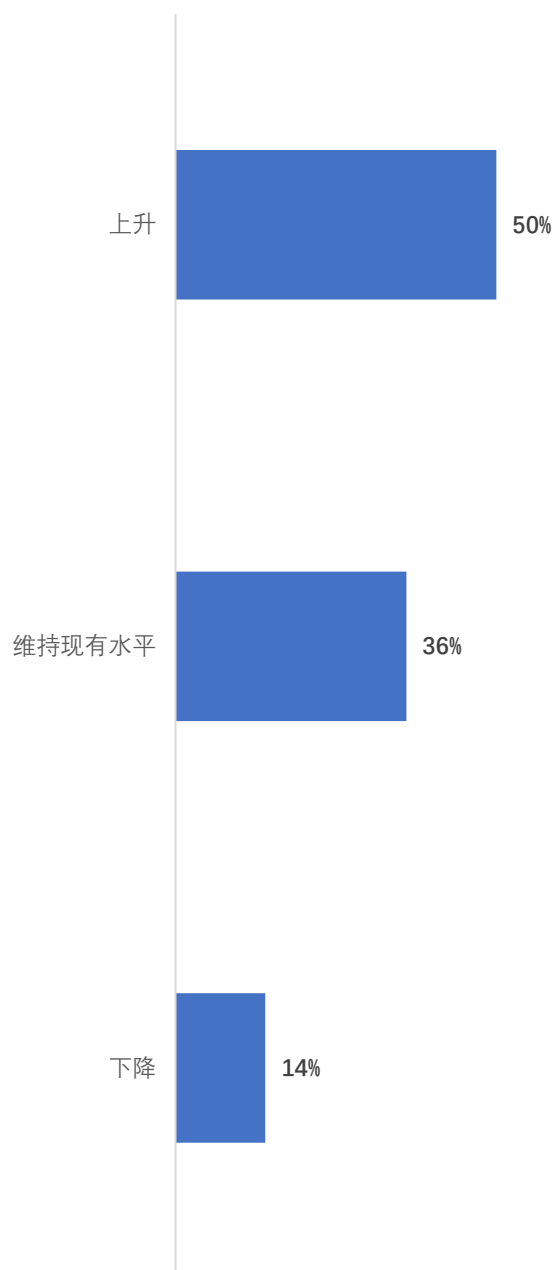


## 中国上升的违约率仍将是资产管理公司的一大担忧

半数资产管理公司预计，2020 年中国的违约率将上升。这呼应了图 28 的数据，即投资级信贷备受青睐。只有少数受访公司认为在岸违约率会下降。

图 30

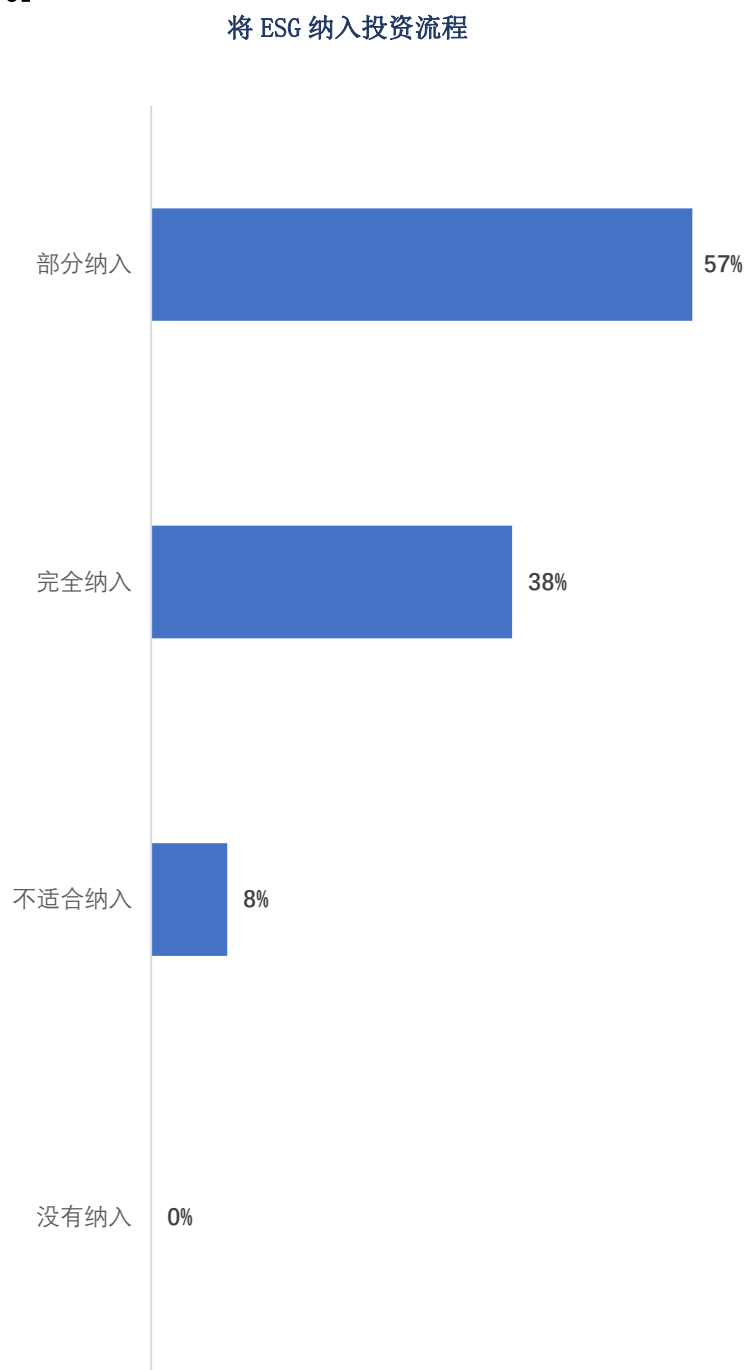
2020 年中国的违约率预测



## ESG 是一种全球趋势，正逐步被外国资产管理公司纳入其投资流程

随着 ESG 成为热门话题，超过 95%的资产管理公司正在部分或完全地将 ESG 纳入其投资流程。这表明，近年来，特别是在离岸市场上，企业非常注重负责任的投资。

图 31

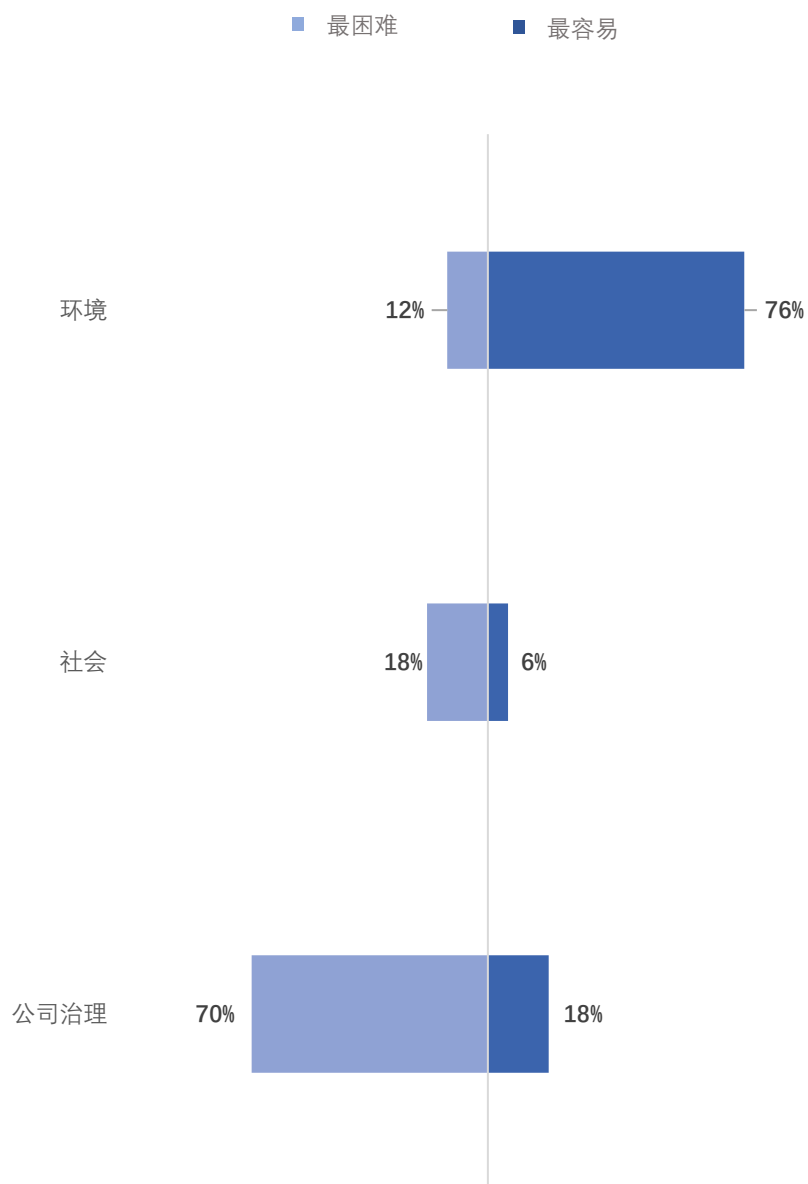


在 ESG 的三个组成部分中，外国资产管理公司发现，“治理”是在中国最难以监控和分析的环节而“环保”则相对容易实施

在环境、社会 and 治理方面，大多数资产管理公司认为“环境”因素是最容易监控和分析的，因为相关的测量或工具已经到位；而大多数认为，“治理”是在岸市场中最难监控的。

图 32

ESG 在中国最容易/最难监控/分析的是哪个环节

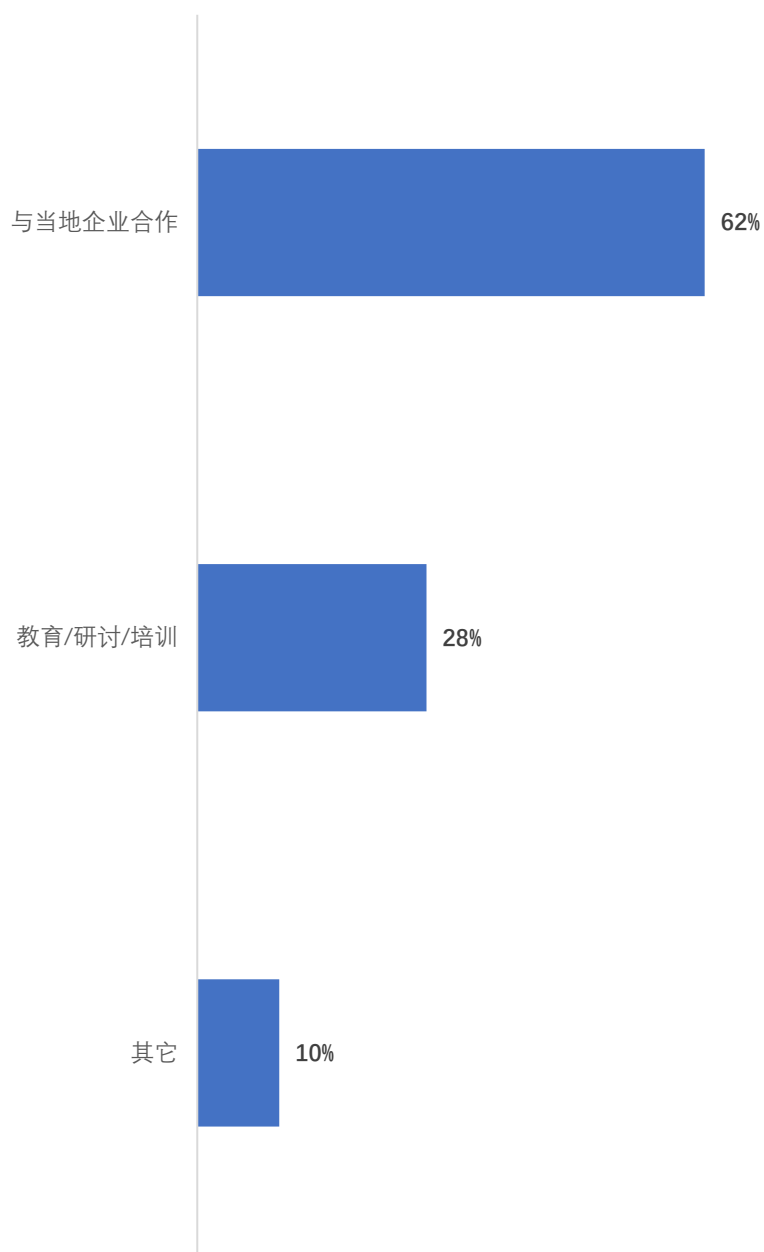


## 与当地企业合作有助于促进 ESG 在中国在岸市场的评分整合

大多数离岸资产管理公司认为，与本地公司合作将是在岸市场上促进 ESG 评分整合的最有效方法。其中一些管理公司还建议中国政府和监管机构参与其中，因为与其它离岸市场相比，中国是一个政策导向型的市场。

图 33

中国市场上促进 ESG 评分整合最有效的方法

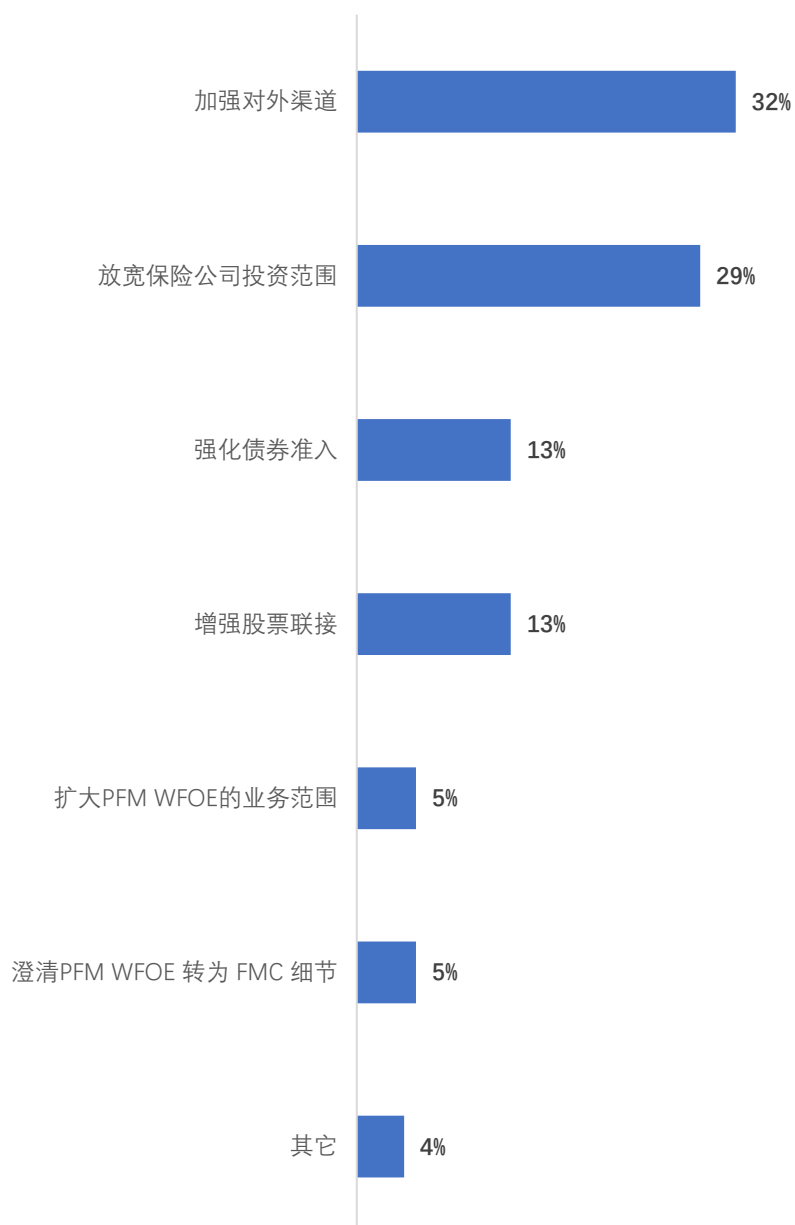


## 外国资产管理公司倾向于扩大保险公司的对外渠道以及放宽其投资范围

离岸资产管理公司在 2020 年最希望看到的是中国政府放宽对外渠道。许多管理公司认为对外渠道仍有扩宽的空间。既可以是扩大配额，也可以是增加渠道的数量。它们还希望放宽保险公司的投资范围。由于政策限制，目前在岸投资公司的投资范围受限，从而影响了其投资的风险/收益状况。离岸资产管理公司还希望它们能拥有更多的风险管理工具。

图 34

资产管理公司希望中国在 2020 年实施的三项政策

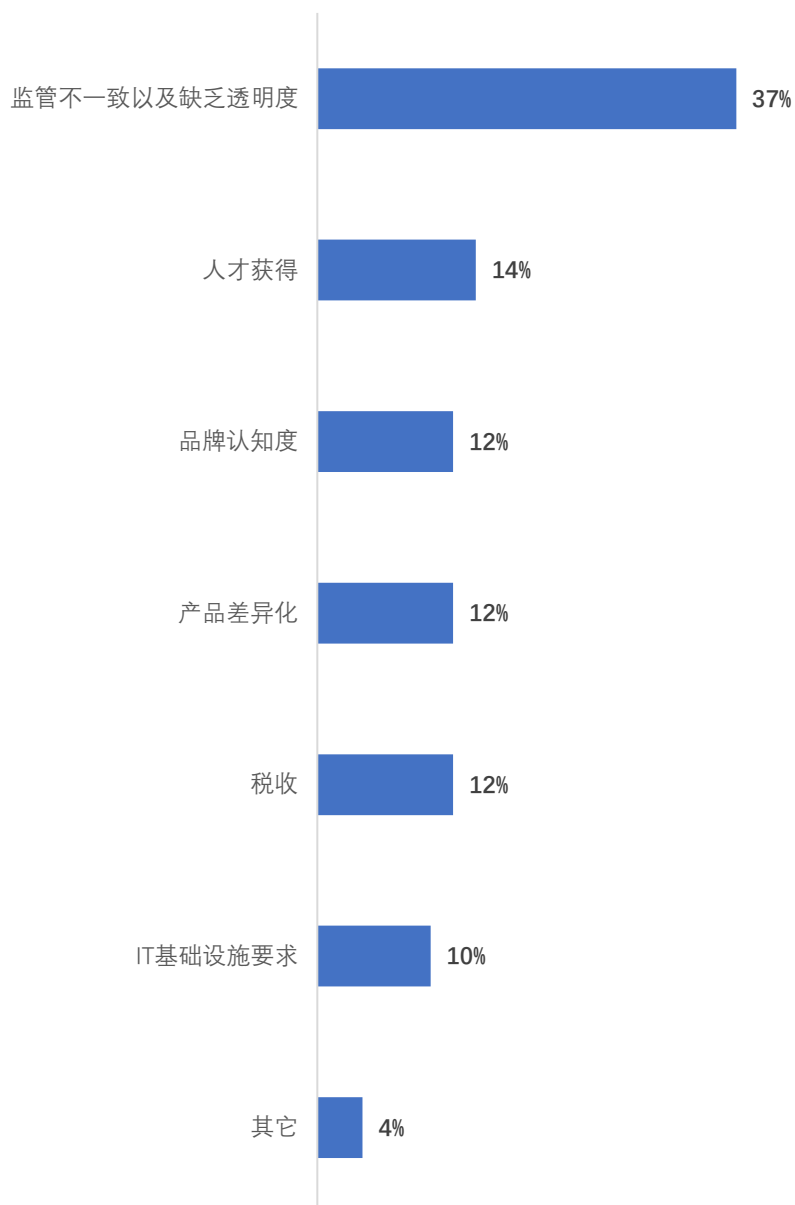


## 监管不一致是扩大中国业务的主要障碍

由于监管不一致和缺乏透明度，超过三分之一的离岸资产管理公司在进入中国市场时遇到了困难。它们中的一些还发现很难在中国市场上获得人才。此外，遇到的其它问题还包括品牌认知度较低、与本土企业相比产品差异化不足，以及税收问题和 IT 基础设施方面的要求。

图 35

资产管理公司进入中国市场时遇到的风险和壁垒



## 最新机构观点

### 瑞银资产

# 疫情之下的新兴市场：投资者需保持谨慎

瑞银资产管理 | 新兴市场和亚洲股票团队

## 关键点

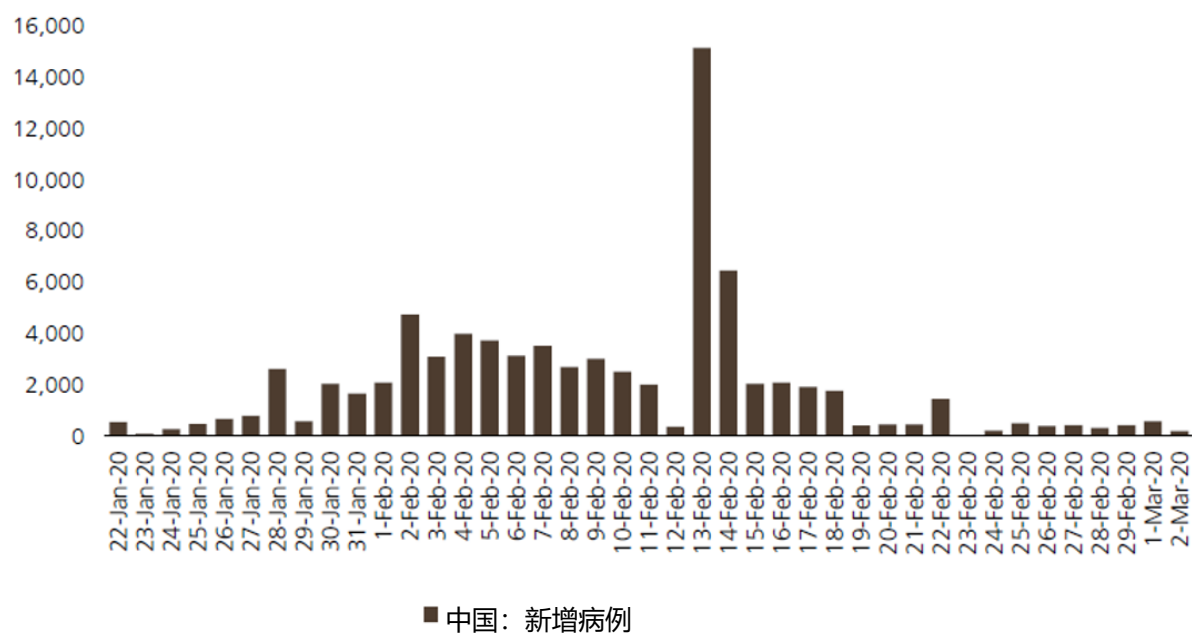
- 疫情将给中国以及亚洲各国经济带来显著的短期影响；
- 疫情的影响程度和持续时间将取决于能否遏制住疫情在亚洲和全球的蔓延,以及政策支持力度有多大。中国内地及香港和新加坡都已出台支持措施；
- 全球市场近期对疫情做出负面反应,而且近期有可能处于波动状态；
- 在中国,疫情促使一系列趋势加速发展,包括:
  - **正在进行的产业整合:**许多小企业举步维艰,有可能退出市场。实力强的大型企业有望从中受益,扩大市场份额。
  - **业务从线下转向线上:**在课后辅导、银行、医疗诊断等行业,这种趋势更为显著;只有线下业务的企业可能会丧失市场份额；
  - **研发投资和创新:**中国对自动化解决方案、人工智能技术、高质量医疗保健以及线上娱乐和通信服务的需求不断增加,促进研发投资和创新。
  - **供应链转移:**疫情导致供应链更加多样化,最受欢迎的迁入地为东南亚和印度,此外还有企业回迁,特别是回迁到北美、韩国或日本。
- 我们仍对新兴市场正在发生的长期基本面变化充满信心,我们的策略是专注于与这些变化相关的优质企业。
- 尽管疫情影响之下市场表现出了韧性,但是我们仍保持谨慎,同时我们认为,投资者在看待疫情对经济和企业盈利的影响时可能过于乐观。

## 短期影响明显，准备采取刺激措施

疫情对中国经济的短期影响可能非常明显，这主要是因为中国采取了大量预防措施，例如旅行限制和工厂停工。

虽然中国的新增病例已明显减少，但全球其他地区的新增病例正在快速增加。

中国：2020年1月23日至3月2日的新增病例



资料来源：约翰·霍普金斯大学系统科学与工程中心（CSSE），2020年3月2日

中国多数大型企业和国有企业已经复工复产，但小企业的处境更加艰难。估计停工所造成的影响可能会持续一到两个季度，具体时间取决于企业所在行业和疫情进展。

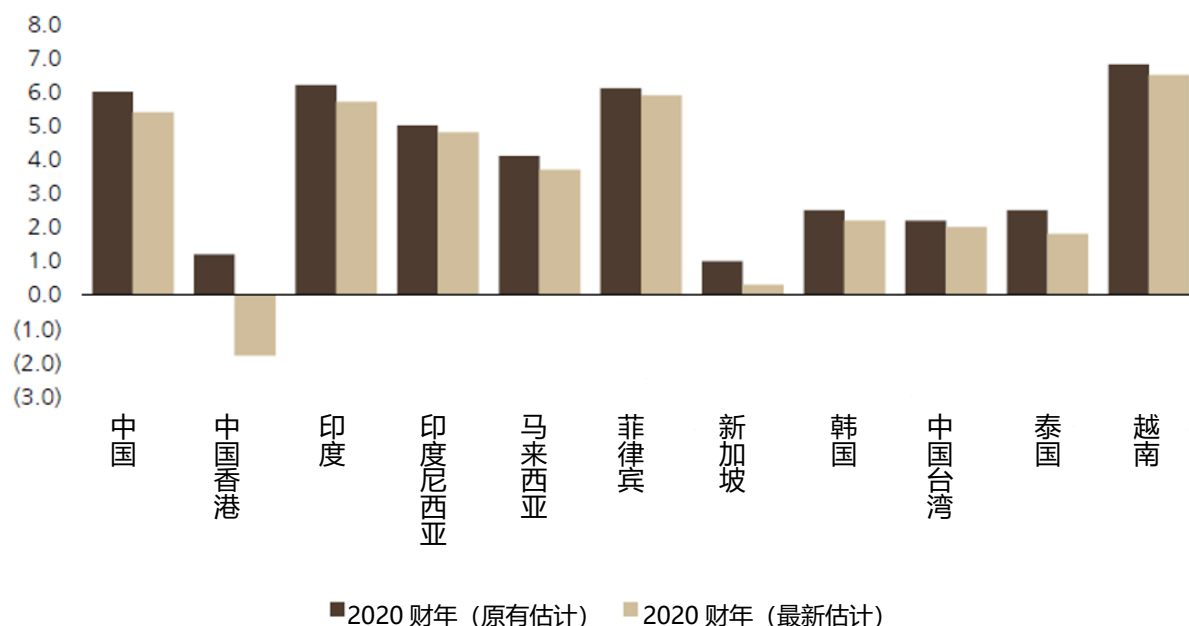
中国政府多措并举支持经济，包括降息，定向降准（RRR），支持中小企业，放松部分地区的购房限制等。

亚洲经济体可能会受到溢出效应的影响，其中依赖旅游业、大宗商品出口和贸易的国家所受影响最大。

以亚洲旅游业为例，中国游客占旅游支出的很大一部分。在泰国，旅游支出占约占 GDP 的 12%，其中近 28% 来自中国游客。其他受中国内地游客影响较大的亚洲经济体有香港、新加坡和马来西亚。

不过，亚洲地区经济体已开始出台支持措施，包括中国内地的基建投资以及香港和新加坡的刺激措施。另外，进一步降息的可能性也越来越大。

## 2020 财年：亚洲经济体 GDP 预测：新旧对比



资料来源：瑞银，2019 年 12 月 20 日和 2020 年 2 月 28 日

## 供应链正在恢复中，一些企业正在将业务迁出中国，但是并未出现迁出潮

全球许多行业的部分供应链与中国紧密相关，短期来看，这些行业有可能在 1 季度甚至 2 季度面临供应瓶颈。亚洲其他地区的供应链也在很大程度上受中国影响。

平均来看，中国占亚洲其他地区进口额的 20%。不过，供应链目前正在恢复中。例如，物流公司的运输能力已从 15%的低点上升到约 80%。

大企业和国有企业的复工复产率要高得多，而小企业的处境更艰难。采煤、钢铁和食品加工企业的复工复产速度更快。

汽车行业复工复产速度较慢，估计目前只达到产能的 30%，这部分是因为预期需求较低。

降低对中国供应链依赖早在疫情爆发前就已经开始，其背后的动因是，中国成本的上升以及自动化水平的提高缩小了人工成本差异、贸易摩擦和关税，以及普遍希望分散中国供应链风险。疫情则进一步促进了分散中国供应链风险的做法。

这种分散遍及各行业，但进程缓慢。许多企业都在考虑采取“中国+1”策略，因此中国仍将是它们重要的生产基地。

最受欢迎的迁入地是东南亚（越南为首选之地）和印度，另外就是企业回迁至北美、韩国或日本。

产业链重组通常伴随着自动化，那些专注于工厂自动化的公司将从中受益。东南亚和印度的某些公司也有望将受益，但其影响更为分散。

## 我们对各行业的看法

<p>消费：预计会放缓，但影响程度有所不同</p>	<p>中国消费业近期增长将放缓，但每个消费细分领域所受影响程度和所需复苏时间不尽相同。</p> <p>由于各地采取强制封闭措施，餐饮、运动服饰、白酒啤酒等子行业受到的影响最大。</p> <p>例如，百胜中国<sup>3</sup>宣布关闭 30%的中国门店，一些连锁餐厅也宣布暂停营业。</p> <p>此外，中国汽车行业的销售和 production 短期内可能会大幅下降：目前我们看到整个供应链的利用率为 30%-50%，中国内地只有 20%-30%的经销商开门营业。</p> <p>中国政府很有可能推出一系列支持政策，比如削减购置税、延长对电动汽车的补贴以及增加车牌配额。</p> <p>除了需要囤积必需品外，超市和消费必需品行业似乎不会受到严重的长期影响。拥有 O2O（线下/线上到线上/线下）业务模式的零售商受到的影响要小于单纯的线下零售商。</p>
<p>消费：潜在的赢家为在线教育、大型连锁餐饮和运动服饰行业</p>	<p>线下辅导机构关停，导致线上课后辅导需求激增，我们认为，对于业内领先的线上教辅公司来说，这是一个抢占市场份额的好机会。</p> <p>如果像我们所预期的那样，小型餐厅将被迫退出市场，那么餐饮界的领军企业可能将从中受益。大型餐饮企业可以趁机以优惠条件租到好地段。</p> <p>如果消费者在选择餐厅时更加注重卫生和健康保障，那么规范化的品牌</p>

<sup>3</sup>市场观察，2020 年 2 月

(<https://www.marketwatch.com/story/yum-china-closes-30-of-stores-due-to-coronavirus-2020-02-05>)

	<p>餐厅也可能长期受益。出于同样的原因，食品制造业也可能出现整合。</p> <p>由于患有基础疾病的人容易转成重症，我们预计中国国内将更加重视体育和锻炼。鉴于进入壁垒较高，一些中国领先的运动服饰公司，可能会因为消费者健康意识的提高而取得更好的销售业绩。</p>
--	---

<p>互联网：虚拟经济服务需求增加</p>	<p>疫情期间，中国消费者的旅游和工作活动受到了限制，同时，由于餐厅停业和出于卫生考虑，人们转为在家烹饪用餐，在线旅游和餐饮外卖均受到不利影响。</p> <p>疫情对中国电子商务和在线广告业的影响相对中性。</p> <p>对于电子商务来说，虽然服饰和家电的销量减少，但是健康用品和食品杂货的销量增加，两者互相抵消。对于在线广告商来说，网络游戏和教育公司的广告支出强劲增长，但其他广告主则取消了营销预算。</p> <p>虚拟经济子行业受益最大。</p> <p>以网络游戏为例，春节期间，用户流量增长了 30%至 50%。社交视频提供商发现用户每日在线时长有所上升，对在线诊断服务的需求也大幅增加，</p> <p>此外，对软件即服务 (SAAS) 的需求也出现了明显的变化。工作交流 App 成为苹果中国 iOS 商店下载量最大的 App 之一，</p>
<p>医疗保健：预计中国医疗系统将发生巨大变化，四大业务类别可能从中受益</p>	<p>短期内，患者尚不愿意去医院就诊，可能会对医院的治疗服务或药物销售产生不利影响。</p> <p>行业层面，病例激增凸显出中国基层医疗卫生机构的脆弱。我们期望政府部门能采取补救措施，共同努力来改善医疗服务，以下领域的公司可能会因此迎来需求增长：</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• 检测设备：如聚合酶链式反应 (PCR) 检测和用于肺部成像的电子计算机断层扫描 (CT) 设备。中国国家药品监督管理局 (NMPA) 在一月底批准了七款快速检测试剂盒。</li> <li>• 诊断：中国内地采取多科室协作 (MDT) 模式的医院，其新冠肺炎的重症率较低。我们相信，这将成为一种趋势或工作模式，从而推动对跨区域合作技术的投资。</li> <li>• 治疗：包括开发抗病毒药物，提高血浆自给自足能力，建立重症医学科和重症监护室 (ICU)。ICU 对设备和器材的需求很高，如除颤器、心电图仪 (ECGs)、血液净化器和生化分析仪。这些设备大部分是进口的，我们相信国内厂商会加强产品创新和设计能力以满足更高的需求。</li> <li>• 防疫解决方案：如高质量疫苗。</li> </ul>

<p>金融: 2020 年上半年, 经济活动减速, 数字化业务能力将成为关键的竞争优势</p>	<p>新冠肺炎疫情对保险、财富管理等需要面对面进行的业务造成的短期影响最大。在中国和某些亚洲城市等严重疫区, 这些业务受到的冲击尤其显著。</p> <p>在中国, 由于人员活动限制和商业活动暂停, 贷款需求下降。在现金流走弱的情况下, 资产质量压力越来越大, 不过政府释放流动性以及银行放宽偿债条件在一定程度上抵消了其负面影响。</p> <p>与中国相比, 亚洲其他地区新冠病毒的传播速度没那么快, 而且政府采取了较为严厉的措施, 所以迄今尚未造成重大影响。然而, 疫情导致旅游活动和社交聚会减少并阻断了供应链, 从而对这些地区的经济活动造成影响。</p> <p>我们预计政府将采取支持措施, 包括为中小企业提供流动性支持、发放现金以及放宽对不良贷款的认定标准, 以确保贷款额度得以延续。2010 年上半年的经济减速已在预料之中, 但大多数公司认为如果病毒传播减弱, 下半年商业活动将出现快速反弹。</p> <p>疫情爆发将加速数字银行的发展, 各家银行的数字化业务能力将面临更严格的检验。表现良好的银行将从中受益。</p>
<p>网络贷款</p>	<p>中国网络贷款行业的贷款额同比大幅下降, 部分是由于贷款需求下降, 同时也是因为放贷机构政策收紧, 降低了审批率, 只倾向于现有贷款客户。</p> <p>管理层正面临资产质量压力, 而且违约率有可能更高。目前, 收贷团队已有 80%复工。</p> <p>银行和金融机构面临提高贷款规模的压力, 它们渴望获得高质量的资产, 但市场上缺乏高质量的借款人。作为贷款服务商的大型网络贷款平台可能成为它们潜在的资产来源。</p>
<p>半导体: 短期供应面临挑战, 对网络互联的长期需求增加</p>	<p>短期内终端需求将会放缓。在供给侧, 企业不仅需要应对终端需求的下滑, 还得确保获得充足的上游组件, 同时还需确保中国生产工厂人员的安全返工。</p> <p>从长远来看, 由于异地办公和交流的增加, 当前的危机可能会带来更大的设备需求。此类设备需要具备更好的连接性、移动性、更快的带宽等, 因此对网络和数据中心的投资可能会增加。</p> <p>在供给侧, 这场危机可能凸显出生产集中于一个国家或地区存在风险,</p>

	<p>从而加速某些生产设施向中国以外地区转移。自动化的投资步伐也可能会加快。</p>
--	--

<p>工业: 自动化和监控成为长期赢家; 石油行业面临整合</p>	<p>中国政府向公用事业企业施加压力, 迫使其降低价格, 发电厂(燃煤和核电)和污水处理企业受到的影响最大。由于处于准垄断地位, 燃气分销商享有一定程度的定价权, 受到的影响较少。</p> <p>工业部门中, 供应链复杂冗长的子行业面临的风险最高, 如汽车玻璃供应商和建筑公司。</p> <p>然而, 自动化和监控公司可能会成为长期的赢家。对机器人系统和监控系统的需求(如仓库管理)有可能上升。此外, 使用红外线温度计或人工智能的监控技术已经广泛用于检测、监控和跟踪患者和隔离人员。</p> <p>炼油厂的需求正在放缓, 有人估计这一需求缺口占全球石油消费的20%-30%。在供给侧, 大型国有炼油厂已经削减10%至13%的运转率, 而私营企业削减的幅度较小。</p> <p>小型的“茶壶式”炼油厂已经将运转率降低了40%-50%, 达到过去五年来的最低水平。如果目前的情况持续存在, 行业整合可能会加速, 这可能会对现金成本较低的私营综合炼油厂有利。</p> <p>从地区层面来看, 炼油厂可能还会面对更多潜在不利因素。中国内地的库存可能会增加, 这意味着2020年二季度出口增加, 令地区炼油厂的利润承压。此外, 最近全球确诊数量激增可能会导致需求进一步下降, 从而迫使地区炼油厂降低运转率。</p>
<p>房地产: 销售将放缓, 行业整合将加速</p>	<p>在中国的房地产销售和施工至少需要一到两个月的时间才能回升。开发商不太可能在三月下旬之前启动项目, 农民工复工缓慢将对项目建设产生不利影响。</p> <p>流动性危机不太可能马上发生, 但小型开发商将继续面临困境, 据媒体报道, 今年以来有80家小型开发商破产, 相比之下, 2019财年有400多家破产。</p> <p>房地产市场情绪不振以及融资紧张可能会推动行业整合, 国有企业和大型开发商可能会获得更多市场份额。</p> <p>一般来说, 零售物业会受到更多负面影响。物业需要帮助租户应对销售额的下降。此外, 购买行为将会加速向线上转移, 有可能会给零售物业带来长期的商业损失。</p>

供中华人民共和国(“中国”)有关法律法规允许的合格投资者。本文件及其内容未经中国任何监管部门或其他相关机构审核,没有呈交给中国任何监管部门或其他相关机构,也没有在中国任何监管部门或其他相关机构进行登记。本文件仅供参考,不得被解释为直接或间接向公众发出的买卖证券的要约或邀请。本文件仅在中国适用法律允许的范围内进行有限分发。不提供有关本文件任何接收人依据中国法律收购证券权益之合格性的任何声明。

未经瑞银资产管理事先书面同意,禁止使用、复制、再传播或重新出版本文件的任何部分。所作出的有关投资表现目标、风险和/或回报率目标的任何声明,都不构成该等目标或预期将会实现的声明或保证。本文件所含的信息和意见基于被认为可靠和善意的来源处获得的信息,但不承担任何错误或疏漏责任。所有此等信息和观点如有变动,恕不另行通知。本文件中的很多评论都基于当前的预期,并被认为“前瞻性声明”。实际的未来结果可能被证明不同于当前的预期。所表达的意见反映了瑞银资产管理在编纂本文件时的判断,无需承担因新信息、未来事件或其他情况而导致的更新或更改前瞻性声明的义务。建议您谨慎对待本文件。本文件内的信息不构成意见,且未考虑到您的投资目标、法律、财务或税务情况或任何其他方面的特别需求。投资者应该明白,过往的投资业绩并非未来业绩的指引。有可能盈利的同时,也有可能可能会出现亏损。如果您对本文件的任何内容有任何疑问,您应该征求独立的专业意见。

所有数据和图表的来源(另行注明的除外): 瑞银资产管理。

文中所述证券或产品有可能只被允许向特定获得批准的中国境内投资者和/或中国有关法律法规允许的合格投资者发售。中国境内的投资者有义务去获得相关监管部门的批准/牌照/登记等(如适用),并遵守相关的法律法规。

©瑞银, 2020 年版权所有。本文的主要标志和 UBS 标志属于瑞银的注册或未注册商标。版权所有。

法巴资产

## 中国新型冠状病毒危机:最新评估

*在汉语中,“危机”这个词由两个字组成。一个代表危险, 另一个代表机会。*

*——约翰·肯尼迪*

中国爆发的新型冠状病毒疫情还在蔓延。到处是噪音和不实报道。我们试图理性地评估这一局势。

### 中国政府的反应

政府对当前的健康危机的处理态度完全不同于 2003 年时针对非典, 这一次不仅反应更加迅速, 而且也更加透明。中国的医疗服务比 17 年前先进得多。沟通更加有效, 对病毒传播的知识以及应对病毒的能力也都更强了。

在首例病毒感染发现后三周内, 北京方面在 12 月底即宣布武汉爆发了疫情。两周后, 即 2020 年 1 月 15 日, 北京已经识别了基因组序列并且发布在网上供全世界分析。习近平主席还宣布任何试图隐瞒疫情的官员将被视为“千古罪人”, 将被严厉处罚。武汉封城以及发布前往武汉的警告都是前所未有的措施。

### 中国增长受挫

由于为了控制感染而实施的严厉措施, 悲观估计一季度 GDP 增长将受到重创, 下滑 4 个百分点。政府决定把春节假期延长三天到一周, 这将导致一季度的总体产值损失 2 个百分点。

湖北省彻底封锁（占全国 GDP 的 4.5%）至少到二月底将导致全国 GDP 下降 1.5 个百分点。同时，限制旅游与交通的政策也将对其他行业产生负面影响（零售、餐饮、文化服务等），预计将使 GDP 损失 0.4 个百分点。

我最近指出 1, 2003 年非典对 GDP 增长造成了严重但是短暂的影响。病毒并没有打击中国的 GDP 增长，从 2002 年同比增长 9.1% 提高到 2003 年的 10.0%，2004 年的 10.1%，这得益于中国政府激进的政策宽松。

这一次也很可能是这种情况，因为我认为今年与 2010 年相比中国实际 GDP 翻一番的政策目标非常重要，是硬性的。而且今年 GDP 必须增长 6% 左右，才能实现这一目标。最近调整 GDP 数据不会从根本上改变这一图景。

因此从政策的角度上讲，GDP 增长不存在下行余地。鉴于严峻的宏观经济环境，任何严重拖累 GDP 增速跌破 6% 的威胁都将触发激进的政策宽松，以保证隐含的增长目标。

因此，危机达到顶点后增长可能会强劲反弹。眼下修改我对 2020 年全年同比增长 6.1% 的预测还为时尚早。

### **如有需要政策将大幅宽松**

值得注意的是非典期间中国的增长依然强劲，北京方面的政策宽松力度很大。而如今受中美贸易战影响，增长势头疲软。消费和服务业目前的规模比非典时更大，这表示受重创的行业对增长的影响将大于非典期间。除非经济硬着陆，否则不会出现大规模宽松。

好消息是贸易战风险正在企稳。中国经济最薄弱的环节，电子和汽车行业，正在复苏，其他行业也出现了经济萌芽。GDP 翻一番的政策目标将迫使北京方面加大宽松力度。在保持可持续的 GDP 增长与去杠杆，控制金融风险之间的平衡上，北京确实显示出了政策的灵活性。

我认为，在紧急情况下，可能会出现更大力度的存款准备金率和利率下调，更大的基建和财政支出，甚至是政策宽松，以提振楼市，确保稳健的 GDP 增长。

## 市场影响

一、二季度受挫的行业和板块：零售、交通和休闲以及文化产业（旅游、酒店、餐饮服务、娱乐和社会服务）。

受益的行业和板块：电子商务、网络视频、电脑/手机游戏、包装食品和食品零售商（因为人们要避免接触和户外活动）、医疗（由于对疫苗/体检的需求增加）。

同时，大宗商品价格正受到遭遇病毒袭击的中国降低全球需求的严重影响。视疫情发展情况而定，2020 年上半年全球增长可能会下滑 0.2 个百分点左右。不过这将意味着今年偏鸽派的全球政策环境。

罗念慈，高级经济学家

法巴资管

## 免责声明

本资料由法国巴黎资产管理亚洲有限公司（本公司）刊发及拟备。本公司的注册地址为香港鲗鱼涌英皇道979号太古坊林肯大厦17楼。本数据未经香港证券及期货事务监察委员会审阅。本资料仅供参考，并不构成：

1. 购买要约或出售邀请，亦并非任何合约或承诺的基准，或不应就任何合约或承诺而加以依赖，或
2. 投资建议。

本资料提述若干在其成立的司法管辖区获认可及受监管的金融工具。

本公司并无就促使金融工具在任何其他司法管辖区获准公开发售而采取任何行动，但在相关金融工具的最新基金章程、销售文件或任何其他数据（如适用）所述必须采取的行动除外，特别是在美国向美国人士（定义见1933年美国证券法S规例）采取的行动。在该等金融工具的注册国家进行认购前，投资者应核实可能就认购、购买、拥有或出售金融工具而施加的法律约束或限制。

考虑认购金融工具的投资者应仔细阅读最新的基金章程、销售文件或其他数据，包括风险因素，并查阅金融工具的最近期财务报告。本文件可从阁下法国巴黎资产管理的当地联络人（如有），或从推广该等金融工具的实体索取。

本资料所载意见构成本公司在指明时间的判断，而且可予更改而毋须通知。本公司并无责任更新或修改本资料所载的讯息或意见。在投资于金融工具前，投资者应咨询其本身的法律及税务顾问，以获取法律、会计、居籍及税务意见，以便就有关金融工具投资（如许可）是否适合及其后果作出独立的决定。请注意，本数据所载的不同类别的投资涉及不同程度的风险，并不能保证任何特定投资对客户投资组合适合、恰当，以及能为客户投资组合赚取利润。

投资涉及风险。受经济及市场风险所限，本公司无法保证金融工具将可达到其投资目标。回报可能受（其中包括）金融工具的投资策略或目标，以及重大的市场及经济状况，包括利率、市场条款及一般市况影响。适用于金融工具的不同策略可能对本数据所述的表现构成重大影响。过往业绩并非未来表现的指引。金融工具的投资价值可升亦可跌，投资者可能无法取回原本投资的金额。

本资料反映的表现数据（如适用）并未计入佣金、发行与赎回所产生的成本，以及税项。

本文件不得在中华人民共和国境内复制或重新分发。

本文件并不构成向中华人民共和国境内提出要约或游说的非法人士出售或购买任何金融工具的要约邀请。

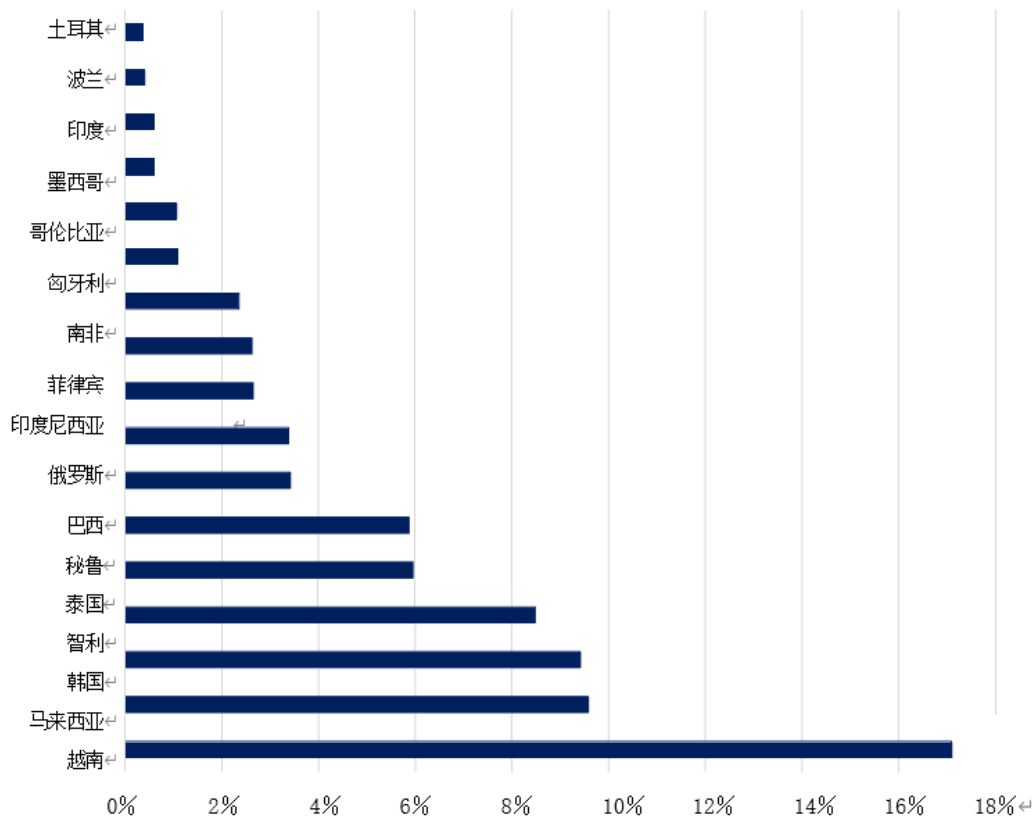
## 天利投资

# 冠状病毒和新兴市场前景

由于冠状病毒的影响，全球 GDP 增速开始放缓。在过去一周中，各国特别关注冠状病毒对中国和新兴市场的预期影响。截至 1 月 31 日当周，MSCI 新兴市场指数(EM Index)回落 5.1%，而全球基准指数(ACWI)下跌 2.5%，原因是冠状病毒的报告病例数量增加了两倍多，导致投资者的风险偏好降低。现有 2 万多人感染该病毒，菲律宾出现中国境外的首个死亡病例。当前的冠状病毒疫情比 SARS 更具传染性，但致命性较低，目前处于感染加速阶段，因此引发了市场恐慌。

与 2003 年 SARS 来袭时相比，中国目前在全球 GDP 中所占的比例要比当时大得多(现在是 16%，当时是 4%)，其目前债务占 GDP 的比例是当时的两倍，GDP 增速比当时要低(现在是 6%，当时是 10%)。不同新兴市场经济体中对中国的风险敞口差异很大。从 1 月 20 日到 1 月 31 日，严重依赖中国大陆的台湾和韩国股市分别下跌了 6%和 9%(同期标准普尔 500 指数下跌 3%)。考虑到跟泰国相比，印尼对中国旅游业的依赖程度较低，预计此次疫情对印尼 GDP 的影响将比泰国小得多。印尼约 4%的 GDP 来自旅游业，中国约占其全部入境游客数量的 13%，而泰国的相关比例分别为 11%和 30%。东南亚国家旅游协会(South-East Asian Nations Travel Association)认为，鉴于泰国和越南对旅游业的高度依赖，它们面临较大的风险。

图表 1：对华出口占当地 GDP 的比例



来源：Columbia Threadneedle Investments。所载数据截至 2018 年 12 月 31 日

据估计，2003 年 SARS 疫情对中国当年 GDP 的影响为 1%。然而，现在中国的经济结构跟 2003 年相比已大不相同，消费支出创造近 70% 的 GDP 增长。因此，此次疫情对中国经济以及那些依赖中国消费者的经济体的影响可能会更为持续。也就是说，此次疫情虽然会带来短期的负面影响，但预计不会破坏资产类别的长期驱动因素。

我们预测疫情只会对经济造成短期影响，一旦病毒得到控制，经济增长将迅速反弹。我们预计，一旦疫情得到遏制，市场将意识到盈利失误和指导不力。鉴于湖北省(疫情爆发的中心)已封省，我们正在关注湖北以外地区的最新感染率。当这一感染率呈现出线性增长而非指数增长时，我们将更乐于称之为市场底部。

未来几个月，天气情况和各国央行所采取的措施都很重要。与流感季节一样，SARS 和 MERS 冠状病毒感染力随着天气变暖而减弱，3 月和 4 月初的变暖趋势可能有助于降低当前病毒的传播能力。面对更高的波动性和更弱的全球经济增长，我们预计中国和其他国家的央行行长将会采取行动促进金融体系的流动性，以此阻止市场持续低迷。中国央行已经宣布，将向市场注入 1.2 万亿元人民币（约合 1,730 亿美元），并承诺使用货币政策工具确保充足的流动性，援助受病毒影响的企业。

尽管我们预计波动将持续一段时间，但我们对新兴市场和中国的前景仍持建设性态度。事实上，疫情爆发前我们一直在中国获利。鉴于中美第一阶段贸易协定签署后，风险/回报组合变得不那么有吸引力，估值在短期内更加充分，过去几个月一些投资组合的持有量迅速上升。根本而言，我们的新兴市场投资组合在受疫情最严重的行业（如旅游、餐饮服务、运输和零售）中的风险敞口较小。在那些可能受到冠状病毒冲击的行业，我们的合作伙伴是业界翘楚，它们有办法降低疫情对其的不利影响。

展望未来，鉴于过去几个月的调整，我们有充足的“干火药”(即可用于投资的现金总额)，一旦抛售变得明显，我们将会进行资金配置；与此同时，我们正在积极寻找机会去低价收购顶级公司/特许经营权。电子商务和在线娱乐(游戏和流媒体)显然是此次疫情的受益者，因为中国大部分地区都处于封锁状态。一旦采取遏制措施，我们预期现代零售业会迅猛发展，因为政府会打压那些被认为是这种（和其它）病毒起源的老旧、卫生条件差的湿货市场。辅导培训公司也应该看到，在当前环境下，这种转变将会加速。这些公司已经开始将学生的个人辅导从线下

转向数字在线平台。此外，这次疫情还可能会强化人们对医疗保健质量和保险需求（我们投资组合的重点领域）的重视力度。

## DARA WHITE

### 全球新兴市场股票主管

**本文资料来源：**MSCI（摩根士丹利资本国际公司）；纽约时报（New York Times）；彭博社（Bloomberg）；全球经济指标数据网（Trading Economics）；CNBC（美国消费者新闻与商业频道）；华尔街日报（Wall Street Journal）；路透社（Reuters）；标准普尔（Standard and Poor's）；Columbia Threadneedle Investments

BLOOMBERG 是 Bloomberg Finance L.P. 及其附属公司（统称为“Bloomberg”）的商标和服务标志。BARCLAYS 是 Barclays Bank Plc 及其附属公司（统称为“Barclays”）获批使用的商标和服务标志。彭博（Bloomberg）或彭博的许可方，包括巴克莱（Barclays），拥有彭博巴克莱指数（Bloomberg Barclays Indices）的全部所有权。彭博和巴克莱均未认可或背书本文件，也不保证本文件中任何信息的准确性或完整性，并在法律允许的最大范围内，亦不对由此产生的任何后果作出任何明确或暗示的担保，双方因对本文件而引致的任何伤害和损失概不负任何责任或承担任何义务。

#### **过去的表现并不能确保未来的业绩。**

此处说明并不代表任何特定投资的业绩表现。此类信息具有内在的局限性，并不能预测未来的结果。请务必记住，任何方案、模型或工具本身都不能用来确定要购买或出售哪些证券，或何时购买或出售它们。

#### **重要信息：仅供专业和/或合格投资者使用（不得发放给散户投资者）**

本文件中的材料仅供参考，对未授权要约的司法管辖区的任何人均不构成购买或出售任何证券或其他金融工具的要约或招揽，也不构成提供投资建议或服务的要约或招揽。

只能根据相关要约文件中披露的信息以及相关申请表下的条款和条件进行要约。投资有风险。建议您对此文件采取谨慎态度。有关详细信息和风险因素，请参阅相关的要约文件。过去的表现并不能指导未来的业绩。投资价值及其收入均不能保证，有可能会涨，也有可能跌，还可能受到汇率波动的影响。这意味着投资者可能无法收回投资本金。本文件包含的研究和分析由 Columbia Threadneedle Investments 针对其自身的投资管理活动进行，可能在本文件发布前就已经用作行动的依据，在这里附带提供。所载观点均以发表之日为准，如有变更恕不另行通知，并且不应将其视为投资建议。我们认为从外部来源获得的信息是可靠的，但不能保证其准确性或完整性。任何提及的特定股票或债券均不应被视为交易建议。本文件包括前瞻性陈述，以及对未来经济和金融状况的预测。Columbia Threadneedle Investments 及其董事、高级管理人员或雇员均未就这些前瞻性陈述的准确性作出任何陈述、保证、担保或以其他形式确认。未经 Columbia Threadneedle Investments 的明确书面许可，不得以任何形式复制本文件的全部或部分内容，也不得将其全部或部分内容转交给任何第三方。本文件不构成投资、法律、税务或会计建议。投资者应就其与 Columbia Threadneedle Investments 进行的投资有关的任何投资、法律、税收或会计问题咨询自己的专业顾问。本文件及其内容未经任何监管机构审查。

由 Threadneedle Investments Singapore (Pte.) Limited [“TIS”]，ARBN 600 027 414 发行。根据《澳

大利亚公司法》，TIS 不需要持有澳大利亚金融服务许可证。TIS 依据 Class Order 03/1102 以及 2001 年《澳大利亚公司法》第 761G 条所载规定向澳大利亚机构客户提供金融服务。新加坡金融管理局根据《证券与期货法案》（第 289 章）对 TIS(注册号:201101559W)进行监管，这与澳大利亚法律有所不同。

由 Threadneedle Investments Singapore (Pte.) Limited 发行，地址: 3 Killiney Road, #07-07, Winsland House 1, Singapore 239519, 由新加坡金融管理局根据《证券和期货法案》（第 289 章）在新加坡监管。注册编号: 201101559W。本广告未经新加坡金融管理局审查。

由 Threadneedle Portfolio Services Hong Kong Limited 天利投资管理香港有限公司发行。香港康乐广场 8 号交易广场 2 号 3004 室，已获得证券及期货事务监察委员会（“SFC”）的许可，可以进行 1 类受管制的活动（CE: AQA779）。

根据《公司条例》（第 622 章）第 1173058 号在香港注册。

Columbia Threadneedle Investments 是 Columbia and Threadneedle 集团公司的全球品牌。

# 积极寻找配置机会，应对疫情压力测试

本次新冠肺炎疫情传播速度快，影响范围广，因而国家给予了高度重视，迅速采取了各项防控措施以控制疫情发展。由于措施高效有力，湖北省外各地的疫情从二月中旬开始基本得到控制，湖北省内的情况也开始好转。因此，政策的重心逐步由疫情防控转向经济增长，各地的复工复产工作正在有序推进，湖北省外的经济活动有望在三月底左右基本恢复正常。在此基础上，疫情对经济增速的影响将主要体现在一季度，而各项经济指标将于二季度开始回升。基于这一认识，国内市场的投资者普遍将目光放在疫情以后的长期增长前景，而较少关注经济在短期受到的冲击，这驱使 A 股主要指数在经历了节后的短暂下跌后出现持续上行的趋势。

本轮疫情对于各行业和上市公司来说是一次压力测试，而对投资者而言，则是一个识别未来经济的增长点、选择长期投资主题的机会。经过疫情的洗礼，5G、互联网、医疗卫生等行业的优秀公司显示出长期的增长优势，而在消费、金融服务等传统行业，也出现了一批利用先进技术进行服务和管理转型的企业。这些领域也正在成为基建投资升级的重点，将获得更多的政策支持。因此，我们坚持将这些领域作为长期配置的主题。

一季度经济增速下滑，将明显拖累 2020 全年的增长。因此，在政策领域，减税免费、基建投资等财政措施将成为稳定经济的重要手段，而货币政策也将保持适度宽松以支持实体经济的投资和中小企业。值得重视的是，疫情在境外大规模传

播的风险仍然存在。虽然美联储和全球主要央行都采取了降息措施，但货币宽松可能不是一个对抗供给侧和需求侧同步收缩的有效手段。因此，在配置策略上，我们需要坚持在跨地区、跨资产类别、跨行业的多元配置，并需要保持灵活性，以应对潜在的投资风险。在长期投资主题上，我们则继续偏好中国市场的机会。

朱超平

摩根资产管理（中国）有限公司副总裁，市场策略师

Disclaimer:

The below insights provide data and commentary on China markets without reference to products. Designed as a tool to help clients understand the markets, the insights explore the implications of current economic data and changing market conditions.

This below is a general communication being provided for informational purposes only. It is educational in nature and not designed to be taken as advice or a recommendation for any specific investment product, strategy, plan feature or other purpose in any jurisdiction, nor is it a commitment from J.P. Morgan Asset Management or any of its subsidiaries to participate in any of the transactions mentioned herein. Any examples used are generic, hypothetical and for illustration purposes only. This insights do not contain sufficient information to support an investment decision and it should not be relied upon by you in evaluating the merits of investing in any securities or products. In addition, readers should make an independent assessment of the legal, regulatory, tax, credit, and accounting implications and determine, together with their own professional advisers, if any investment mentioned herein is believed to be suitable to their personal goals. Investors should ensure that they obtain all available relevant information before making any investment. Any forecasts, figures, opinions or investment techniques and strategies set out are for information purposes only, based on certain assumptions and current market conditions and are subject to change without prior notice. All information presented herein is considered to be accurate at the time of production, but no warranty of accuracy is given and no liability in respect of any error or omission is accepted. It should be noted that investment involves risks, the value of investments and the income from them may fluctuate in accordance with market conditions and taxation agreements and investors may not get back the full amount invested. Both past performance and yields are not a reliable indicator of current and future results.