



2020年3月

## 市场评论

**环球经济前景**：3月份，受到疫情在欧洲和美国相继出现大幅扩散、甚至情况比中国和亚洲区更严重后，环球经济前景出现大幅插水的情况。为了对抗疫情，欧洲不少国家已跟随中国的经验，实施了严格的人口管理政策，要求民众减少、甚至不可离开家门，以求降低人与人之间的接触，以防止疫情在小区出现更大幅的扩散(到目前为止，美国联邦政府没有实施任何限制民众活动的法案，但美国不少州政府已自行宣布“居家令”，要求民众要减少一切与人接触的活动。受这些严格的民众隔离政策(或自愿的隔离)所影响，不少经济活动已大幅下降、甚至是接近停顿，自然对经济带来史无前例的打击。不少经济学家已估计，美国失业率很可能因疫情打击而在短期内大幅上升至10%、甚至更加高的水平(最坏的情况可以是上升至30%)、美国第二季度经济增长亦有可能因受到疫情的打击而录得20%的倒退。而和美国相比，欧洲可能要面对更急速下跌的经济前景，因为不少欧洲政府都实施了比美国严格得多的民众隔离政策，自然对经济造成更严重的打击(但我们认为，长痛不如短痛，欧洲政府实施更严格的民众隔离政策并不一定是坏事，因为更严格的民众隔离政策将更能对疫情带来更有效的控制)。

**股市**：3 月份 全球股市录得历史以来最快的急挫 美国股市跌 12%(3 月份曾最多跌 28%) 欧洲股市跌 16%(3 月份曾最多跌 28%)、亚洲股市跌 14%(3 月份曾最多跌 22%)。

股市在 3 月份录得急挫，部分是因为受到疫情大幅扩散至欧美所影响。3 月份，疫情录得明显并严重的恶化，疫情由在亚洲区扩散转为在欧洲和美洲区同时大幅扩散。欧洲和美洲受感染的个案大幅上升，欧洲不少政府需要实施严格的民众隔离令，严格限制民众外出和停止大部分日常的经济活动。美国联邦政府虽然没有实施像欧洲般的民众隔离令，但美国不少州份已自行宣布“居家令”，要求民众不要外出，受“居家令”影响的民众已达美国总人口的 1/4。

3 月份，疫情在欧洲和美国相继出现失控的情况，美国更在短时间内成为全球最多人受到感染的国家。欧洲不少国家，如意大利、西班牙、德国和法国等，都受到疫情的大幅打击，受感染个案在 3 月份录得大幅的上升。截至 4 月初，意大利有超过 10 万宗的累计确诊个案、西班牙有超过 8 万宗的累计确诊个案、德国有超过 6 万宗的累计确诊个案、法国有超过 4 万宗的累计确诊个案。至于美国，在过去几天，美国每日新增确诊个案数目都超过两万(甚至曾单日出现四万的新增确诊个案)，令美国在很短时间内，已超过意大利和中国，成为全球累计确诊个案最多的国家(截至 4 月初，累计确诊个案已超过 35 万宗)。

由于疫情在欧洲和美国相继出现失控的情况，疫情已进一步令全球经济活动(不再只是中国、或其他亚洲区)受到更严重的打击(至少未来几个月亦很可能会如是)。一来，受疫情所影响，不少民众已自觉地减少日常的经济活动，如出外购物、出外用餐等；二来，政府为了限制疫情避免进一步在小区大幅扩散，不少政府均实施了“民众隔离令”，严格限制民众的出行，大大影响了日常的经济活动、以至日常的生产；三来，一些国家的工厂因疫情影响而出现停工或生产大幅减慢的情况，令全球生产的供应链亦受到影响，令不少的生产因缺乏原料或半制成品而受到阻碍。预期在疫情持续下，不少的经济数据和企业盈利将会受到巨大的打击(即使部分打击可能只是短期性)，因为受疫情所影响，不少经济活动已/将继续受到严重的影响、而不少企业生意亦已/

将继续受到严重的打击。所以，在未来一段时间，预期不少经济数据将会录得大幅下跌、不少企业盈利将会录得大幅下挫、甚至出现亏损。举例来说，3月底时美国政府公布了每周首次申领失业救济金人数，首次领取救济金人数急速上升至328万，是过去几十年来从未出现过如此高的数字(领取人数亦比市场预期的170万多很多)。除此之外，美国制造业和服务业指数亦录得大幅的下跌(尤其是服务业指数)，两者均反映制造业和服务业同样已受到疫情的波及而录得明显的下跌(制造业指数由50.7下跌至49.2、服务业指数由49.4下跌至39.1)。录得差劲的经济数据不只是美国独有，欧元区的经济数据亦同样因受疫情影响而录得明显的下跌，如制造业指数由49.2跌至44.5、服务业指数由52.6跌至28.4。

3月份股市急挫，除了是因为受到疫情大幅扩散至欧美所影响外，部分亦是因为受到全球资金市场突然变得十分紧绌、令跌势加大所影响。这情况在3月份的第三个星期尤其明显，当时全球资金市场突然变得十分紧绌、金融市场出现了金融海啸般资金断裂的情况，令股市的跌势更有所加大。

为甚么我们认为环球金融市场出现了金融海啸般资金断裂的情况？当时，除了环球股市、以至大部分有风险资产都全面录得巨大沽压外，更突出的例子，是一些本来应该属于避险资产的如美国国债、德国国债、黄金等，在3月份第三个星期都出现了“不寻常”的下跌，而且下跌的幅度并不少(美国十年期国债价格在短短几个交易日下跌了最多8%、德国十年期国债价格在短短几个交易日下跌了最多7%、黄金价格在两星期内下跌了最多15%)。除此之外，一些原本亦应该属于抗跌力较高的资产，如投资级别企业债券、公用公司股票等，在3月第三个星期亦受市场资金紧绌、投资者要钱唔要货所影响，亦不能幸免、亦录得大跌的情况。投资级别企业债券在两星期内下跌了8%、公用公司股票在两星期内更下跌了超过30%。当时市场上资金紧绌的情况除了令卖家需要以贱价才能卖出资产外，部分市场更出现有卖家没买家，令更多投资者被迫要涌向一些仍然有流动性的资产市场(如股市)，令那些资产无辜地面对更多的沽压。

面对3月份信贷市场出现严重紧绌的环境，环球央行已实时出手去舒缓市场资金紧绌的情况，如联储局已实时推出如2008年金融海啸般的应对级别政策，除了下降目标利率1.5%至0%外，联储局亦宣布重启商业票

据融资工具，购买企业用来支付营运开支的无抵押及有资产支持的商业票据、亦向一级交易商提供更大的贷款便利(将接受一级交易商用更大范围的资产向联储局申请融资，包括商业票据和市政债券、以及大范围股票在内的投资级债务担保)、在过去两星期亦向市场紧急注资达两万亿美元。最后，联储局为挽回信贷市场的信心，更宣布提升买债计划至“无上限”，并把买债计划的覆盖面大幅扩展至经济各不同领域，如政府债券、按揭抵押证券、地方政府债券、企业债券、以学生贷款、汽车贷款或信用咭贷款作押抵的债券等。欧洲央行亦在同一时间推出规模达 7,500 亿欧元的紧急资产购买计划，除国债外，亦会买入具备足够信用质量的非金融机构商业票据。

虽然在环球央行出手后，部分信贷市场仍然面对紧绌的情况，但紧绌的情况已明显有所改善、部分信贷市场更已经回复正常的运作。我们相信，在全球央行的持续努力下，不用在很久的时间后，环球金融市场可回复更正常的操作(当然，我们要强调，环球金融市场可回复正常的操作，并不代表所有资产价格都可以实时录得回升，因为回复正常的操作只是能令资产价格更正常/合理地反映基本因素的变化而已)。

除了全球央行外，各国政府亦快速地推出刺激性财政政策，以舒缓疫情对经济所造成的打击。美国政府方面，已在 3 月底正式落实金额达 2 万亿美元的加码救市方案、德国国会亦正式通过了规模最高超过 1.1 万亿欧元的经济援助方案，以对抗疫情对经济所带来的负面打击。虽然如早前所言，不论是央行或政府的救市方案，都不会有助于控制或打击疫情不致于出现进一步的扩散，亦不会令短期的经济活动受到太多的鼓舞(因为在不少国家的限制民众活动政策持续执行下，刺激方案不会令民众可重新如常外出，所以大部分经济活动仍是会受到严格的限制)。不过，全球央行和政府的救市行动，相信可在短期内轻微抵销疫情对经济所带来的严重打击，而更加重要的，是在疫情过后，全球央行和政府所作出的救市行动，可为经济和企业盈利提供较有利的条件，支持它们更快地录得复原。

最后，我们认为在未来几星期、以至未来 1-2 个月，在疫情还未见明显改善前，相信股市录得年初至今下跌 20%左右的幅度亦不失为过(20%的跌幅尚算合理地反映疫情对经济和企业盈利所带来的巨大短期冲击)、但

若股市录得年初至今下跌 40%的幅度的话(如 3 月份的第三个星期般)·我们就认为下跌幅度已经有点过度了(因为一来疫情的负面影响不会是永久和结构性;二来全球不少政府和央行已推出巨大的刺激性财政和货币政策·以部分抵消疫情对经济和企业盈利所带来的负面影响;三来在经过欧洲政府实施严格的民众隔离政策后·欧洲的疫情已见初步的改善[部分欧洲国家每日新增确诊个案增幅已有所减少·甚至部分国家每日新增确诊个案已出现从高位回落])。所以·在未来几星期·以至未来 1-2 个月·我们认为股市应处于年初至今跌幅多于 20%和年初至今跌幅少于 40%之间(直至疫情出现明显的好转)。

最后·我们对疫情的总体看法没有因为近日疫情在欧美出现严重爆发而出现任何“性质上”的改变·我们依旧认为疫情不管变得多严重·对经济和企业盈利所带来的破坏·都会维持“短期性(如不太可能超过一年时间)”·和“非结构性(疫情过后·大部分经济活动和企业盈利都可以慢慢得到复原)”。所以·我们对股市的预期没有出现太大的改变·我们还是认为若投资者在近日股市低迷时买入·并可持有两年或更长的时间·最终结果将可得到很不错的收益。

**债市**：3 月份·全球债市都曾受到资金市场突然变得十分紧绌所影响·令部分债券市场出现异常扭曲的情况(最明显的例子是美国和德国国债市场)。3 月份·受资金市场突然变得十分紧绌所影响·美国国债和德国国债曾在短短几个交易日内下跌了 7-8%；及后·由于全球央行(特别是美国联储局和欧洲央行)大幅增加货币供应和对融资市场作出支持·部分债券市场已重新回复正常的运作(最明显的例子·再次是美国和德国国债市场)。发达国家政府债方面·虽然在 3 月中旬和下旬·发达国家政府债曾因资金市场突然变得十分紧绌而出现了异常的表现·美国债和德国债价格曾在短时间内录得 7-8%的跌幅；但经过全球央行大幅增加货币供应和对融资市场作出支持后·发达国家政府债市场已回复正常运作·大部分发达国家政府债的价格已回复正常和合理的走势。

但企业债和新兴市场债方面·在 3 月份·企业债和新兴市场债都录得较明显的下跌。因为受疫情所影响·环

球经济已/将受到严重的打击，市场担心部份企业会因疫情打击而令财务状况大幅恶化、令这些企业破产的风险大幅增加；市场亦担心部分新兴市场会因疫情打击而令经济出现严重的倒退，而美元上升亦令部分新兴市场需要面对外债负担大幅上升的情况，令这些新兴市场债面对严重的抛售压力。另外，由于资金市场紧绌的情况，令部分企业债和新兴市场债市场缺乏足够的买家，变相令卖家可能要作出大幅折让，才能把债券卖出。所以，在 3 月份，高收益企业债录得 14%的跌幅、新兴市场债录得 11%的跌幅。我们认为若价格维持像 3 月份般录得明显下挫的话，新兴市场债可买(因我们认为即使疫情再严重，也不太担心有大量新兴国家政府会出现债务破产的情况)；投资级别企业债可买(因我们有信心对于大部分大企业，都可有足够的财政实力，捱过当前因疫情而出现的经济难关)；但部分非投资级别企业债就不建议去买，尤其是和石油行业有关的非投资级别企业债(因为油价低迷的情况可能会维持一段不短的时间)，由于部分企业未必有足够的财政实力，自然容易在现时的经济困难时期出现违约、甚至倒闭的情况。

**商品**：3 月份，商品价格指数录得 21%的急挫。除了受疫情所影响，令全球不少消费和生产都陷入停顿，令商品的需求受到严重打击外；沙特政府突然改变其石油政策，由透过减产去支持油价、改为透过增产和减价去推倒油价，令油价在 3 月份录得 54%惊人幅度的崩跌，亦成为拖低商品价格指数的主要元凶。

我们相信，如沙特政府不肯再次改变现时其石油政策的话，石油价格将很可能持续低迷一段不短的时间。本来，疫情的出现已对石油价格带来不少的打击，因为疫情令民众减少出行、减少消费活动、而政府为对抗疫情而实施的严格限制民众隔离政策，更加令大部分日常的经济活动(包括工业生产)受到影响。在出行和经济活动大幅减少下，自然对石油的需求造成严重的打击，市场估计，在过去一个月，全球每日对石油的需求有可能下降了 1,000-2,000 万桶(即正常需求的 10-20%)，自然已对石油价格造成巨大的打击。但这已不再是油价在 3 月份录得崩跌的最大原因，因为疫情再严重，总有一日会过去，到时全球对石油的需求就可慢慢回复正常。所以，沙特政府对其石油政策的改变，才是令石油市场在 3 月份跌入深渊的最主要原因(因为沙特政府政

策的突然改变，令投资者对石油市场前景感到无望)，因为市场可以等疫情过去、全球对石油的需求慢慢复原，但沙特政府改变其石油政策，由透过减产去支持油价、改为透过增产和减价去推倒油价，这政策的改变令市场突然每日多了最少几百万桶石油供应(沙特的产量增加，再加上其他产油国亦有可能增产，如俄罗斯、中东一众产油国等)，这些增加的供应并不是等一段时间就可以消失(除非沙特政府愿意再改变其石油政策)。

## 组合评论

3 月份，我们的进取型、增长型和平衡型投资组合均受到环球股市录得急挫所影响，分别录得 12.4%、11.2% 和 11.0% 的下跌，但我们所录得的跌幅仍然比全球大部分股市小(举例来说，3 月份，美国股市跌 12%[3 月份曾最多跌 28%]、欧洲股市跌 16%[3 月份曾最多跌 28%]、亚洲股市跌 14%[3 月份曾最多跌 22%])。而且，如我们早前所言，我们会在股市下跌时，利用一早已准备好的货币基金(今年 2 月时，我们在投资组合中所持有的货币基金占整个投资组合的 40-50%)；亦如早前所言，我们在近日的股市大跌中，已多次分段买入“便宜”的股票基金，所以现时我们投资组合的股票基金持仓比例亦随多次的买入而不断增加，因此，我们投资组合受到大市下跌所带来的负面影响亦越来越大(如 3 月份)。

现时，投资组合(以增长型计)维持把每月新投入资金(每月新供款，如有)的 55% 投放在股票基金、35% 投放在债券基金和 10% 投放在商品基金(但对于已买入的基金单位，在经过过去一个月的多次投资组合转变后，现时投资组合的资产分配约为 10-15% 在美元货币基金、10-15% 在环球及新兴市场债券基金、15-20% 在成熟市场股票基金、45-50% 在新兴市场股票基金、和 10-15% 在商品股票基金)。

**股票基金方面：**3 月份，我们对投资组合中的股票基金投资分配作出了多个的变动。如过去一样，我们把握当前大跌市所带来买“平”货的机会，把我们在投资组合中一早预留好的货币基金继续分段卖出，分段转到

股票基金上(在今年 2 月初时，我们的投资组合有约 40-50%的货币基金，预留在跌市时买入股票基金)。3 月初时，我们把投资组合的 30%货币基金卖出，买入 50%全球基建基金(因为我们相信全球央行为对抗疫情对经济、以至融资市场的打击，除了大幅下调目标利率外、更重推/加大量宽，在极度低息的环境下，相信能令收入相对较稳定、派息相对较高的基建公司的股价带来中长期利好的作用)、50%中国股票基金(虽然当时中港股市还未算十分便宜，但当时港股已从高位下跌了近 20%，已值得开始作分段买入)。3 月下旬时，我们再次把投资组合的 50%货币基金卖出，买入 50%新兴市场债券基金、50%环球股票基金(3 月中旬和下旬，受疫情在欧美出现严重扩散、资金市场出现十分紧绌的情况所影响，环球股市[尤其是欧美股市；年初至 3 月下旬，欧美股市曾最多下跌超过 1/3]在 3 月下旬录得进一步的下跌，我们认为下跌的幅度已足够、值得进一步在低位作出另一次的分段买入)。

如上文所言，环球股市在 3 月份因疫情在欧美出现严重扩散、资金市场出现严重紧绌所打击，最终录得严重的下跌。3 月份，美国股市跌 12%(3 月份曾最多跌 28%)、欧洲股市跌 16%(3 月份曾最多跌 28%)、亚洲股市跌 14%(3 月份曾最多跌 22%)。受整体市场录得严重的下跌所影响，我们所买入的股票基金在 3 月份自然亦不能幸免、亦录得急跌的情况。成熟市场方面，由于我们在今年 1 月初时已卖出所有在组合内的欧洲股票基金，所以，现时成熟市场中只有环球股票基金和环球基建基金(部分环球股票基金在今年 3 月份才买入、而部分环球股票基金则在今年 3 月前已持有；环球基建基金则在今年 3 月份才买入)。整个 3 月份，环球股票基金录得 14.9%的跌幅(但部分环球股票基金是在 3 月份才买入、自 3 月 23 日买入起计，该部分环球股票基金上升了 14.9%)。自 3 月 6 日买入起计，环球基建基金下跌了 16.6%。新兴市场方面，亚洲股票基金录得 13.8%的下跌、越南股票基金录得 24.7%的下跌、泰国股票基金录得 18.8%的下跌、印度尼西亚股票基金录得 29.6%的下跌、两只中国股票基金分别录得 10.4%和 2.6%的下跌、东欧股票基金录得 24.5%的下跌。

由于我们在近日的股市大跌中多次分段买入“便宜”的股票基金，所以我们投资组合的股票基金持仓比例亦随多次的买入而不断增加，因此，我们投资组合受到大市下跌所带来的负面影响亦越来越大。3 月份，我们

的增长型组合因此下跌了 11.2%，虽然下跌幅度仍然比整体大市少，但已不如今年 1 月或 2 月份般，可限制我们的跌幅只是整体大市下跌幅度的一半、甚至是少于一半。不过，我们认为这是一个必经的阶段(亦是必需的)，因为我们要在股市低迷时买入“便宜”的股票基金，就必需经过一段“守业期”(因为不可能一买入、股市就实时出现反弹)。所以，现时承受一段短时间的下跌幅度，只是作为要在低位买货的“必需成本”。我们相信，在不多于 1-2 年的时间，现时我们买入的股票基金，在疫情过后、经济和企业盈利慢慢回复下，可为我们的投资组合带来 20-40%的潜在回报(其实，在 3 月下旬时买入的环球股票基金，在近日的股市反弹中，已回升了近 15%)。同样的情况，我们在 2015 年、2018 年的大跌市中都曾经历过，事实证明，在当时低位买入的股票基金，都可在 1-2 年内录得十分理想的回报。

**债券基金方面：**3 月份，如上文所言，因为资金市场出现严重紧绌的情况，令不少债券价格都录得明显的下跌、甚至是不合情理的急跌，我们因此决定把握当前难得的机会，在 3 月下旬时把投资组合中约 25%的货币基金卖出，转为买入新兴市场债券基金。自 3 月 23 日买入起计，该新兴市场债券基金已上升了 4.4%(至于原本在组合中约 1%的新兴市场债券基金，则在整个 3 月份录得 18.8%的下跌)。

**商品基金方面：**3 月份，受到商品价格指数录得急跌、再加上环球股市亦录得大跌(因为我们买入的商品基金，主要投资在和商品有关的公司股票上，所以股市录得大跌，亦会对这些商品基金带来更多的下跌压力)，我们所投资的两只商品基金，分别下跌了 15.4%和 22.5%。如上文所言，由于沙特政府政策的改变令石油市场的前景出现不能预计的变坏，所以，商品除了要等待疫情过去令需求回复外、更要等待沙特政策再次出现改变才能为市场带来转机。所以，在沙特政策再次出现改变前，即使现时商品已跌至极度的低残，但我们亦不会再进一步增加商品投资的比例。

## **重要告示及豁免责任声明:**

此文件为资产管理集团有限公司的财产。本文中所载之任何数据仅供参考之用，不应被视为邀请、要约或招揽任何证券买卖、建议任何证券买卖或建议采取任何投资策略。资产管理集团致力确保在本文中所提供数据的准确性和可靠性，但并不保证其完全准确和可靠，也不对由于任何不准确或遗漏所引起的任何损失或损害承担任何责任。本文中的部分资料可能包含有关对未来事件或对国家、市场或公司未来财务表现的预测或其他前瞻性陈述，而这些预测或前瞻性陈述只是作者之个人观点，最终实际事件或结果可能会和预测或前瞻性陈述出现巨大的差异。本文中包含的任何意见或估计都是基于一般原则所编写的，读者不应以此作为任何建议。资产管理集团保留随时对本文中任何表达的意见进行修改或更正的权利，恕不另行通知本文的收件人。禁止任何未经授权的披露、使用或传播本文的全部或部分内容，亦不得将文件复制、拷贝或提供给未经授权的第三者。投资涉及风险，由于汇率或市场波动等不同的市场风险，任何投资的价值及其收入都有可能出现增加或减少，而过去所显示的表现数据亦并不代表未来的表现。本文的收件人如对本文所包含的任何资料有任何疑问，收件人应寻求专业意见。本文未经证券及期货事务监察委员会审阅或批准。

如有任何意见或查询，请电邮至 [info@asset-mg.com](mailto:info@asset-mg.com) 与我们联系。

资产管理集团有限公司

香港干诺道西一一八号四十楼零二室

电话: (852) 3970 9595 传真: (852) 3107 0932