



2020 年 3 月

市場評論

環球經濟前景：3 月份，受到疫情在歐洲和美國相繼出現大幅擴散、甚至情況比中國和亞洲區更嚴重後，環球經濟前景出現大幅跳水的情況。為了對抗疫情，歐洲不少國家已跟隨中國的經驗，實施了嚴格的人口管理政策，要求民眾減少、甚至不可離開家門，以求降低人與人之間的接觸，以防止疫情在社區出現更大幅的擴散(到目前為止，美國聯邦政府沒有實施任何限制民眾活動的法案，但美國不少州政府已自行宣佈“居家令”，要求民眾要減少一切與人接觸的活動。受這些嚴格的民眾隔離政策(或自願的隔離)所影響，不少經濟活動已大幅下降、甚至是接近停頓，自然對經濟帶來史無前例的打擊。不少經濟學家已估計，美國失業率很可能因疫情打擊而在短期內大幅上升至 10%、甚至更加高的水平(最壞的情況可以是上升至 30%)、美國第二季度經濟增長亦有可能因受到疫情的打擊而錄得 20%的倒退。而和美國相比，歐洲可能要面對更急速下跌的經濟前景，因為不少歐洲政府都實施了比美國嚴格得多的民眾隔離政策，自然對經濟造成更嚴重的打擊(但我們認為，長痛不如短痛，歐洲政府實施更嚴格的民眾隔離政策並不一定是壞事，因為更嚴格的民眾隔離政策將更能對疫情帶來更有效的控制)。

股市：3 月份，環球股市錄得歷史以來最快的急挫，美國股市跌 12%(3 月份曾最多跌 28%)、歐洲股市跌 16%(3 月份曾最多跌 28%)、亞洲股市跌 14%(3 月份曾最多跌 22%)。

股市在 3 月份錄得急挫，部分是因為受到疫情大幅擴散至歐美所影響。3 月份，疫情錄得明顯並嚴重的惡化，疫情由在亞洲區擴散轉為在歐洲和美洲區同時大幅擴散。歐洲和美洲受感染的個案大幅上升，歐洲不少政府需要實施嚴格的民眾隔離令，嚴格限制民眾外出和停止大部分日常的經濟活動。美國聯邦政府雖然沒有實施像歐洲般的民眾隔離令，但美國不少州份已自行宣佈“居家令”，要求民眾不要外出，受“居家令”影響的民眾已達美國總人口的 1/4。

3 月份，疫情在歐洲和美國相繼出現失控的情況，美國更在短時間內成為全球最多人受到感染的國家。歐洲不少國家，如意大利、西班牙、德國和法國等，都受到疫情的大幅打擊，受感染個案在 3 月份錄得大幅的上升。截至 4 月初，意大利有超過 10 萬宗的累計確診個案、西班牙有超過 8 萬宗的累計確診個案、德國有超過 6 萬宗的累計確診個案、法國有超過 4 萬宗的累計確診個案。至於美國，在過去幾天，美國每日新增確診個案數目都超過兩萬(甚至曾單日出現四萬的新增確診個案)，令美國在很短時間內，已超過意大利和中國，成為全球累計確診個案最多的國家(截至 4 月初，累計確診個案已超過 35 萬宗)。

由於疫情在歐洲和美國相繼出現失控的情況，疫情已進一步令全球經濟活動(不再只是中國、或其他亞洲區)受到更嚴重的打擊(至少未來幾個月亦很可能會如是)。一來，受疫情所影響，不少民眾已自覺地減少日常的經濟活動，如出外購物、出外用餐等；二來，政府為了限制疫情避免進一步在社區大幅擴散，不少政府均實施了“民眾隔離令”，嚴格限制民眾的出行，大大影響了日常的經濟活動、以至日常的生產；三來，一些國家的工廠因疫情影響而出現停工或生產大幅減慢的情況，令全球生產的供應鏈亦受到影響，令不少的生產因缺乏原料或半製成品而受到阻礙。預期在疫情持續下，不少的經濟數據和企業盈利將會受到巨大的打擊(即使部分打擊可能只是短期性)，因為受疫情所影響，不少經濟活動已/將繼續受到嚴重的影響、而不少企業生意亦

已/將繼續受到嚴重的打擊。所以，在未來一段時間，預期不少經濟數據將會錄得大幅下跌、不少企業盈利將會錄得大幅下挫、甚至出現虧損。舉例來說，3月底時美國政府公佈了每週首次申領失業救濟金人數，首次領取救濟金人數急速上升至328萬，是過去幾十年來從未出現過如此高的數字(領取人數亦比市場預期的170萬多很多)。除此之外，美國製造業和服務業指數亦錄得大幅的下跌(尤其是服務業指數)，兩者均反映製造業和服務業同樣已受到疫情的波及而錄得明顯的下跌(製造業指數由50.7下跌至49.2、服務業指數由49.4下跌至39.1)。錄得差勁的經濟數據不只是美國獨有，歐元區的經濟數據亦同樣因受疫情影響而錄得明顯的下跌，如製造業指數由49.2跌至44.5、服務業指數由52.6跌至28.4。

3月份股市急挫，除了是因為受到疫情大幅擴散至歐美所影響外，部分亦是因為受到全球資金市場突然變得十分緊絀、令跌勢加大所影響。這情況在3月份的第三個星期尤其明顯，當時全球資金市場突然變得十分緊絀、金融市場出現了金融海嘯般資金斷裂的情況，令股市的跌勢更有所加大。

為甚麼我們認為環球金融市場出現了金融海嘯般資金斷裂的情況？當時，除了環球股市、以至大部分有風險資產都全面錄得巨大沽壓外，更突出的例子，是一些本來應該屬於避險資產的如美國國債、德國國債、黃金等，在3月份第三個星期都出現了“不尋常”的下跌，而且下跌的幅度並不少(美國十年期國債價格在短短幾個交易日下跌了最多8%、德國十年期國債價格在短短幾個交易日下跌了最多7%、黃金價格在兩星期內下跌了最多15%)。除此之外，一些原本亦應該屬於抗跌力較高的資產，如投資級別企業債券、公用公司股票等，在3月第三個星期亦受市場資金緊絀、投資者要錢唔要貨所影響，亦不能幸免、亦錄得大跌的情況。投資級別企業債券在兩星期內下跌了8%、公用公司股票在兩星期內更下跌了超過30%。當時市場上資金緊絀的情況除了令賣家需要以賤價才能賣出資產外，部分市場更出現有賣家沒買家，令更多投資者被迫要湧向一些仍然有流動性的資產市場(如股市)，令那些資產無辜地面對更多的沽壓。

面對3月份信貸市場出現嚴重緊絀的環境，環球央行已即時出手去舒緩市場資金緊絀的情況，如聯儲局已即時推出如2008年金融海嘯般的應對級別政策，除了下降目標利率1.5%至0%外、聯儲局亦宣佈重啟商業票

據融資工具，購買企業用來支付營運開支的無抵押及有資產支持的商業票據、亦向一級交易商提供更大的貸款便利(將接受一級交易商用更大範圍的資產向聯儲局申請融資，包括商業票據和市政債券、以及大範圍股票在內的投資級債務擔保)、在過去兩星期亦向市場緊急注資達兩萬億美元。最後，聯儲局為挽回信貸市場的信心，更宣佈提升買債計劃至“無上限”，並把買債計劃的覆蓋面大幅擴展至經濟各不同領域，如政府債券、按揭抵押證券、地方政府債券、企業債券、以學生貸款、汽車貸款或信用咭貸款作押抵的債券等。歐洲央行亦在同一時間推出規模達 7,500 億歐元的緊急資產購買計劃，除國債外，亦會買入具備足夠信用質量的非金融機構商業票據。

雖然在環球央行出手後，部分信貸市場仍然面對緊絀的情況，但緊絀的情況已明顯有所改善、部分信貸市場更已經回復正常的運作。我們相信，在全球央行的持續努力下，不用在很久的時間後，環球金融市場可回復更正常的操作(當然，我們要強調，環球金融市場可回復正常的操作，並不代表所有資產價格都可以即時錄得回升，因為回復正常的操作只是能令資產價格更正常/合理地反映基本因素的變化而已)。

除了全球央行外，各國政府亦快速地推出刺激性財政政策，以舒緩疫情對經濟所造成的打擊。美國政府方面，已在 3 月底正式落實金額達 2 萬億美元的加碼救市方案、德國國會亦正式通過了規模最高超過 1.1 萬億歐元的經濟援助方案，以對抗疫情對經濟所帶來的負面打擊。雖然如早前所言，不論是央行或政府的救市方案，都不會有助於控制或打擊疫情不致於出現進一步的擴散，亦不會令短期的經濟活動受到太多的鼓舞(因為在不少國家的限制民眾活動政策持續執行下，刺激方案不會令民眾可重新如常外出，所以大部分經濟活動仍是會受到嚴格的限制)。不過，全球央行和政府的救市行動，相信可在短期內輕微抵銷疫情對經濟所帶來的嚴重打擊，而更加重要的，是在疫情過後，全球央行和政府所作出的救市行動，可為經濟和企業盈利提供較有利的條件，支持它們更快地錄得復原。

最後，我們認為在未來幾星期、以至未來 1-2 個月，在疫情還未見明顯改善前，相信股市錄得年初至今下跌 20%左右的幅度亦不失為過(20%的跌幅尚算合理地反映疫情對經濟和企業盈利所帶來的巨大短期衝擊)、但

若股市錄得年初至今下跌 40%的幅度的話(如 3 月份的第三個星期般)，我們就認為下跌幅度已經有點過度了(因為一來疫情的負面影響不會是永久和結構性；二來全球不少政府和央行已推出巨大的刺激性財政和貨幣政策，以部分抵消疫情對經濟和企業盈利所帶來的負面影響；三來在經過歐洲政府實施嚴格的民眾隔離政策後，歐洲的疫情已見初步的改善[部分歐洲國家每日新增確診個案增幅已有所減少、甚至部分國家每日新增確診個案已出現從高位回落])。所以，在未來幾星期、以至未來 1-2 個月，我們認為股市應處於年初至今跌幅多於 20%和年初至今跌幅少於 40%之間(直至疫情出現明顯的好轉)。

最後，我們對疫情的總體看法沒有因為近日疫情在歐美出現嚴重爆發而出現任何“性質上”的改變，我們依舊認為疫情不管變得多嚴重，對經濟和企業盈利所帶來的破壞，都會維持“短期性(如不太可能超過一年時間)”、和“非結構性(疫情過後，大部分經濟活動和企業盈利都可以慢慢得到復原)”。所以，我們對股市的預期沒有出現太大的改變，我們還是認為若投資者在近日股市低迷時買入、並可持有兩年或更長的時間，最終結果將可得到很不錯的收益。

債市：3 月份，全球債市都曾受到資金市場突然變得十分緊絀所影響，令部分債券市場出現異常扭曲的情況(最明顯的例子是美國和德國國債市場)。3 月份，受資金市場突然變得十分緊絀所影響，美國國債和德國國債曾在短短幾個交易日內下跌了 7-8%；及後，由於全球央行(特別是美國聯儲局和歐洲央行)大幅增加貨幣供應和對融資市場作出支持，部分債券市場已重新回復正常的運作(最明顯的例子，再次是美國和德國國債市場)。

發達國家政府債方面，雖然在 3 月中旬和下旬，發達國家政府債曾因資金市場突然變得十分緊絀而出現了異常的表現，美國債和德國債價格曾在短時間內錄得 7-8%的跌幅；但經過全球央行大幅增加貨幣供應和對融資市場作出支持後，發達國家政府債市場已回復正常運作，大部分發達國家政府債的價格已回復正常和合理的走勢。

但企業債和新興市場債方面，在 3 月份，企業債和新興市場債都錄得較明顯的下跌。因為受疫情所影響，環

球經濟已/將受到嚴重的打擊，市場擔心部份企業會因疫情打擊而令財政狀況大幅惡化、令這些企業破產的風險大幅增加；市場亦擔心部分新興市場會因疫情打擊而令經濟出現嚴重的倒退，而美元上升亦令部分新興市場需要面對外債負擔大幅上升的情況，令這些新興市場債面對嚴重的拋售壓力。另外，由於資金市場緊絀的情況，令部分企業債和新興市場債市場缺乏足夠的買家，變相令賣家可能要作出大幅折讓，才能把債券賣出。所以，在 3 月份，高收益企業債錄得 14%的跌幅、新興市場債錄得 11%的跌幅。我們認為若價格維持像 3 月份般錄得明顯下挫的話，新興市場債可買(因我們認為即使疫情再嚴重，也不太擔心有大量新興國家政府會出現債務破產的情況)；投資級別企業債可買(因我們有信心對於大部分大企業，都可有足夠的財政實力，捱過當前因疫情而出現的經濟難關)；但部分非投資級別企業債就不建議去買，尤其是和石油行業有關的非投資級別企業債(因為油價低迷的情況可能會維持一段不短的時間)，由於部分企業未必有足夠的財政實力，自然容易在現時的經濟困難時期出現違約、甚至倒閉的情況。

商品：3 月份，商品價格指數錄得 21%的急挫。除了受疫情所影響，令全球不少消費和生產都陷入停頓，令商品的需求受到嚴重打擊外；沙特政府突然改變其石油政策，由透過減產去支持油價、改為透過增產和減價去推倒油價，令油價在 3 月份錄得 54%驚人幅度的崩跌，亦成為拖低商品價格指數的主要元兇。

我們相信，如沙特政府不肯再次改變現時其石油政策的話，石油價格將很可能持續低迷一段不短的時間。本來，疫情的出現已對石油價格帶來不少的打擊，因為疫情令民眾減少出行、減少消費活動、而政府為對抗疫情而實施的嚴格限制民眾隔離政策，更加令大部分日常的經濟活動(包括工業生產)受到影響。在出行和經濟活動大幅減少下，自然對石油的需求造成嚴重的打擊，市場估計，在過去一個月，全球每日對石油的需求有可能下降了 1,000-2,000 萬桶(即正常需求的 10-20%)，自然已對石油價格造成巨大的打擊。但這已不再是油價在 3 月份錄得崩跌的最大原因，因為疫情再嚴重，總有一日會過去，到時全球對石油的需求就可慢慢回復正常。所以，沙特政府對其石油政策的改變，才是令石油市場在 3 月份跌入深淵的最主要原因(因為沙特政府政

策的突然改變，令投資者對石油市場前景感到無望)，因為市場可以等疫情過去、全球對石油的需求慢慢復原，但沙特政府改變其石油政策，由透過減產去支持油價、改為透過增產和減價去推倒油價，這政策的改變令市場突然每日多了最少幾百萬桶石油供應(沙特的產量增加，再加上其他產油國亦有可能增產，如俄羅斯、中東一眾產油國等)，這些增加的供應並不是等一段時間就可以消失(除非沙特政府願意再改變其石油政策)。

組合評論

3 月份，我們的進取型、增長型和平衡型投資組合均受到環球股市錄得急挫所影響，分別錄得 12.4%、11.2% 和 11.0% 的下跌，但我們所錄得的跌幅仍然比全球大部分股市小(舉例來說，3 月份，美國股市跌 12%[3 月份曾最多跌 28%]、歐洲股市跌 16%[3 月份曾最多跌 28%]、亞洲股市跌 14%[3 月份曾最多跌 22%])。而且，如我們早前所言，我們會在股市下跌時，利用一早已準備好的貨幣基金(今年 2 月時，我們在投資組合中所持有的貨幣基金佔整個投資組合的 40-50%)；亦如早前所言，我們在近日的股市大跌中，已多次分段買入“便宜”的股票基金，所以現時我們投資組合的股票基金持倉比例亦隨多次的買入而不斷增加，因此，我們投資組合受到大市下跌所帶來的負面影響亦越來越大(如 3 月份)。

現時，投資組合(以增長型計)維持把每月新投入資金(每月新供款，如有)的 55% 投放在股票基金、35% 投放在債券基金和 10% 投放在商品基金(但對於已買入的基金單位，在經過過去一個月的多次投資組合轉變後，現時投資組合的資產分配約為 10-15% 在美元貨幣基金、10-15% 在環球及新興市場債券基金、15-20% 在成熟市場股票基金、45-50% 在新興市場股票基金、和 10-15% 在商品股票基金)。

股票基金方面：3 月份，我們對投資組合中的股票基金投資分配作出了多個的變動。如過去一樣，我們把握當前大跌市所帶來買“平”貨的機會，把我們在投資組合中一早預留好的貨幣基金繼續分段賣出，分段轉到

股票基金上(在今年 2 月初時，我們的投資組合有約 40-50%的貨幣基金，預留在跌市時買入股票基金)。3 月初時，我們把投資組合的 30%貨幣基金賣出，買入 50%全球基建基金(因為我們相信全球央行為對抗疫情對經濟、以至融資市場的打擊，除了大幅下調目標利率外、更重推/加大量寬，在極度低息的環境下，相信能令收入相對較穩定、派息相對較高的基建公司的股價帶來中長期利好的作用)、50%中國股票基金(雖然當時中港股市還未算十分便宜，但當時港股已從高位下跌了近 20%，已值得開始作分段買入)。3 月下旬時，我們再次把投資組合的 50%貨幣基金賣出，買入 50%新興市場債券基金、50%環球股票基金(3 月中旬和下旬，受疫情在歐美出現嚴重擴散、資金市場出現十分緊絀的情況所影響，環球股市[尤其是歐美股市；年初至 3 月下旬，歐美股市曾最多下跌超過 1/3]在 3 月下旬錄得進一步的下跌，我們認為下跌的幅度已足夠、值得進一步在低位作出另一次的分段買入)。

如上文所言，環球股市在 3 月份因疫情在歐美出現嚴重擴散、資金市場出現嚴重緊絀所打擊，最終錄得嚴重的下跌。3 月份，美國股市跌 12%(3 月份曾最多跌 28%)、歐洲股市跌 16%(3 月份曾最多跌 28%)、亞洲股市跌 14%(3 月份曾最多跌 22%)。受整體市場錄得嚴重的下跌所影響，我們所買入的股票基金在 3 月份自然亦不能倖免、亦錄得急跌的情況。成熟市場方面，由於我們在今年 1 月初時已賣出所有在組合內的歐洲股票基金，所以，現時成熟市場中只有環球股票基金和環球基建基金(部分環球股票基金在今年 3 月份才買入、而部分環球股票基金則在今年 3 月前已持有；環球基建基金則在今年 3 月份才買入)。整個 3 月份，環球股票基金錄得 14.9%的跌幅(但部分環球股票基金是在 3 月份才買入、自 3 月 23 日買入起計，該部分環球股票基金上升了 14.9%)。自 3 月 6 日買入起計，環球基建基金下跌了 16.6%。新興市場方面，亞洲股票基金錄得 13.8%的下跌、越南股票基金錄得 24.7%的下跌、泰國股票基金錄得 18.8%的下跌、印尼股票基金錄得 29.6%的下跌、兩隻中國股票基金分別錄得 10.4%和 2.6%的下跌、東歐股票基金錄得 24.5%的下跌。

由於我們在近日的股市大跌中多次分段買入“便宜”的股票基金，所以我們投資組合的股票基金持倉比例亦隨多次的買入而不斷增加，因此，我們投資組合受到大市下跌所帶來的負面影響亦越來越大。3 月份，我們

的增長型組合因此下跌了 11.2%，雖然下跌幅度仍然比整體大市少，但已不如今年 1 月或 2 月份般，可限制我們的跌幅只是整體大市下跌幅度的一半、甚至是少於一半。不過，我們認為這是一個必經的階段(亦是必需的)，因為我們要在股市低迷時買入“便宜”的股票基金，就必需經過一段“守業期”(因為不可能一買入、股市就即時出現反彈)。所以，現時承受一段短時間的下跌幅度，只是作為要在低位買貨的“必需成本”。我們相信，在不多於 1-2 年的時間，現時我們買入的股票基金，在疫情過後、經濟和企業盈利慢慢回復下，可為我們的投資組合帶來 20-40%的潛在回報(其實，在 3 月下旬時買入的環球股票基金，在近日的股市反彈中，已回升了近 15%)。同樣的情況，我們在 2015 年、2018 年的大跌市中都曾經歷過，事實證明，在當時低位買入的股票基金，都可在 1-2 年內錄得十分理想的回報。

債券基金方面：3 月份，如上文所言，因為資金市場出現嚴重緊絀的情況，令不少債券價格都錄得明顯的下跌、甚至是不合情理的急跌，我們因此決定把握當前難得的機會，在 3 月下旬時把投資組合中約 25%的貨幣基金賣出，轉為買入新興市場債券基金。自 3 月 23 日買入起計，該新興市場債券基金已上升了 4.4%(至於原本在組合中約 1%的新興市場債券基金，則在整個 3 月份錄得 18.8%的下跌)。

商品基金方面：3 月份，受到商品價格指數錄得急跌、再加上環球股市亦錄得大跌(因為我們買入的商品基金，主要投資在和商品有關的公司股票上，所以股市錄得大跌，亦會對這些商品基金帶來更多的下跌壓力)，我們所投資的兩隻商品基金，分別下跌了 15.4%和 22.5%。如上文所言，由於沙特政府政策的改變令石油市場的前景出現不能預計的變壞，所以，商品除了要等待疫情過去令需求回復外、更要等待沙特政策再次出現改變才能為市場帶來轉機。所以，在沙特政策再次出現改變前，即使現時商品已跌至極度的低殘，但我們亦不會再進一步增加商品投資的比例。

重要告示及豁免責任聲明:

此文件為資產管理集團有限公司的財產。本文中所載之任何資料僅供參考之用，不應被視為邀請、要約或招攬任何證券買賣、建議任何證券買賣或建議採取任何投資策略。資產管理集團致力確保在本文中所提供資料的準確性和可靠性，但並不保證其完全準確和可靠，也不對由於任何不準確或遺漏所引起的任何損失或損害承擔任何責任。本文中的部分資料可能包含有關對未來事件或對國家、市場或公司未來財務表現的預測或其他前瞻性陳述，而這些預測或前瞻性陳述只是作者之個人觀點，最終實際事件或結果可能會和預測或前瞻性陳述出現巨大的差異。本文中包含的任何意見或估計都是基於一般原則所編寫的，讀者不應以此作為任何建議。資產管理集團保留隨時對本文中任何表達的意見進行修改或更正的權利，恕不另行通知本文的收件人。禁止任何未經授權的披露、使用或傳播本文的全部或部分內容，亦不得將文件複製、拷貝或提供給未經授權的第三者。投資涉及風險，由於匯率或市場波動等不同的市場風險，任何投資的價值及其收入都有可能出現增加或減少，而過去所顯示的表現數據亦並不代表未來的表現。本文的收件人如對本文所包含的任何資料有任何疑問，收件人應尋求專業意見。本文未經證券及期貨事務監察委員會審閱或批准。

如有任何意見或查詢，請電郵至 info@asset-mg.com 與我們聯絡。

資產管理集團有限公司

香港干諾道西一一八號四十樓零二室

電話: (852) 3970 9595 傳真: (852) 3107 0932