



2020年12月

市場評論

環球經濟前景： 疫苗的出現和被使用(首個使用的發達國家為英國、之後到美國、歐洲、以至全球其他不同的國家)，進一步令市場對 2021 年疫情能得到有效控制加強信心、亦令市場對 2021 年經濟復甦速度的預期大增。不過，這些信心的增強，都只是對 2021 年往後時間的預測，而並非在現時就已經出現。因為在整個 12 月份，全球經濟仍然受著疫情明顯惡化所困擾、實體經濟仍然受著因疫情惡化而令經濟活動受阻所打擊。就以歐洲為例，雖然疫情自 11 月起實施封城政策後已得到一定程度的緩和，但疫情的改善幅度仍未能達致令歐洲各國政府有信心、並可考慮減少現時正在實施中的封鎖政策。所以，歐洲各國可能要維持現時的封鎖政策至少再多一個月、甚至更長的時間，這將對歐洲經濟造成更深的傷害(特別是英國，由於病毒出現變種而令疫情出現更嚴重的惡化，英國政府被迫要宣佈實施“加辣”、比現時更嚴厲的封城政策)。類似的情況，不只於發生在歐洲，亦同時發生在全球各地(只是嚴重程度有所不同而已)，如美國、加拿大、巴西、俄羅斯、日本、南韓等多國身上。以經濟數據為例，美國不少經濟數據已反映在疫情再次變得嚴重後，經濟動力已受到明顯的影響。

美國不同的就業數據，均反映經濟動力正再次出現放緩、甚至是輕微的倒退。美國每星期新增申領失業救濟金人數已連續五個星期回升至 78-89 萬的水平，比更早前的約 70 萬左右錄得有所惡化。美國每月非農新增職位在 11 月份亦只能錄得 33.6 萬的增長，大幅少於 10 月份的增長 65.4 萬。疫情的惡化和變種病毒的出現，已對 2021 年疫情的控制和經濟的復甦帶來不明朗和實質的威脅(雖然市場對此仍然不以為然，仍然有信心疫苗的出現和被使用能迅速將現時已變得更嚴重的疫情打倒)。

股市：12 月份，股市無恐疫情維持惡化，在 12 月份仍能持續著 11 月份的升勢。升市背後的原因，是市場情緒繼續偏向樂觀一方，如期待疫苗在美歐等國家相繼開始安排接種後，可令疫情在短期內得到明顯受控，亦可令經濟在 2021 年內加速復原。另一方面，市場繼續選擇性地忽略一些負面因素，如目前疫情在全球仍然維持十分嚴重，經濟仍然維持受到較嚴重的打擊。

12 月份，成熟市場方面，美國股市升 2.7%、歐洲股市升 2.7%、日本股市升 3.9%；新興市場方面，亞洲股市升 6.4%、整個新興市場升 7.0%、香港股市升 3.0%。

12 月份有利於股市的因素主要有三。一、疫苗被部分國家，如英國、美國等政府正式批准使用，市場預期疫苗的面世，能在 2021 年內令疫情大幅度地停止在全球傳播、令經濟能更快地回復正常；二、美國國會正式通過撥款約 9,000 億美元，以支援受疫情所影響的失業民眾、中小企業、以至受到重大打擊的行業；三、在經過為期近一年的談判後，英國和歐盟在脫歐限期前數天最終達成脫歐協議，令英國不致於出現“硬脫歐”。

不過，自 11 月份至今，環球股市已錄得頗大的升幅。美股、歐股、以至亞股等，在短短兩個月內，已上升了 15%或更多！面對以上的升幅，我們認為股市短線的風險回報比率已下降至不太吸引，尤其是我們認為後市正存在著一定的隱憂！

一、自 11 月起，疫情在歐洲、美國、甚至是全球其他國家或地區，如加拿大、日本、南韓等，

都出現自今年夏天以來最嚴重的再爆發(爆發的程度比今年 3 月份時嚴重得多!)。為了防止疫情更進一步大幅爆發，歐洲不少國家在 11 月份已開始實施嚴格的限制經濟活動政策，如關閉大部分非必要的商店、限制民眾聚會、甚至實施部分禁足等限制。到目為止，歐洲已經歷了接近兩個月的半封城、甚至是全封城狀態，經濟受到打擊是自然不過的事！但問題是，自推出封城政策後，疫情在歐洲雖有改善，但似乎並不足以在短期內令歐洲各國政府取消封城限制，變相歐洲經濟將很可能要面對再多一個月、甚至更長時間的嚴重打擊。相同的情況亦正發生在美國部分洲份、加拿大部分省份、..... 和全球很多城市和地區。

二、 病毒出現變種，令傳播風險增加。12 月份，英國政府宣佈發現變種病毒在英國出現，令疫情在英國出現更嚴重的擴散。根據英國政府的公佈，變種病毒的傳播能力有可能較原有的病毒高 70%(雖然英國政府強調，到目前為止，變種病毒不會令受感染者出現更嚴重的病情、變種病毒亦不會令疫苗的有效防疫能力有所下降)。不過，英國的情況已反映(從新增確診人數大幅上升，現時每日新增確診的人數已由 11 月份的高峰每日 3 萬人、增加至近日每日近 6 萬人)，變種病毒的出現確實有可能令疫情在全球出現更嚴重的失控。

三、 美國參議院補選的結果有可能令市場帶來不明朗。由於在 11 月大選中未能分出勝負(因沒有參選人在選舉中得票過半)，喬治亞洲有兩個參議院的議席需要在 1 月 5 日舉行重選，重選的結果將對拜登政府在未來兩年的施政產生重大的影響。由於在現時的美國參議院，共和黨有 50 票、民主黨有 46 票、有 2 票由無黨籍參議員持有。如果共和黨參選人在補選中贏得其中一個議席，共和黨將可保留參議院的控制權，可反對拜登有可能提出加稅、增加規管等的議案。如果民主黨參選人在兩席補選中獲得全勝，民主黨在參議院的議席將增加至 48 席，再加上 2 名無黨籍參議員，民主黨可取代共和黨重新掌控參議院(因為在 50 對 50 下，屬於民主黨的副總統將可投下決定性的一票，變相令民主黨可控制參議院)；如此情況出現，市場可能會擔心拜登將

加快提出加稅和增加規管。

四、 估值偏高、市場充斥著極度樂觀的預期！估值不可能無止境地持續上升(即使市場利率正處於超低水平，有利市場可接受較高的估值)。另外，市場對 2021 年企業盈利的回升存在著並不低的預期；如美國方面，市場就預期企業盈利在未來 12 個月有超過 30%的回升；歐洲方面，市場就預期企業盈利在未來 12 個月有接近 200%的回升。

債市：12 月份，雖然美國聯儲局在貨幣政策上未有作出更多加碼的行動，但在 12 月份的議息會議中，聯儲局再次強調在 2021 年，聯儲局將維持現時每月買債的規模，直至經濟出現更大、更明顯的復甦。至於歐洲央行，如早前預示一樣，在 12 月份的議息會議後宣佈進步增加買債規模 5,000 億歐元。

全球主要目標利率方面，美國十年期國債孳息率在 12 月份錄得上升，由 0.84%升至 0.91%(如我們早前所言，如債息大幅升穿 1%這個心理關口，有可能令大市出現震動)；德國十年期國債孳息率則維持在-0.57%不變。

至於環球高收益企業債和環球新興市場債，雖然美國國債息率有所上升，但由於市場樂觀情緒高漲，帶動資金持續流入相對較高風險的資產，如高收益企業債和新興市場債，令高收益企業指數在 12 月份升 2.4%、令新興市場債指數在 12 月份升 1.5%。

展望 2021 年，雖然市場對經濟復甦持有強大的期望，但預期至少在上半年，全球央行將很大機會持續著現時超寬鬆的貨幣政策。第一、是經濟復原需時(即使疫苗已開始在各地讓民眾接種)，所以展望 2021 年上半年，央行根本沒有條件對現時超寬鬆的貨幣政策進行收緊；第二、是央行本身亦沒有太大收緊寬鬆貨幣政策的意欲，這可說是 2008 年金融海嘯後的常態！

商品：12 月份，商品價格指數錄得 5.7% 的升幅。

近日推動商品價格上升的原因，主要有以下幾個。一、和股市一樣，商品價格的上升是受到市場樂觀的情緒所帶動（市場預期疫苗的出現，可大幅加速經濟的復甦、令商品的需求錄得大幅的回升）；

二、另一個原因，是市場預期環球各國政府為刺激經濟，必會大幅增加基建的投資，從而大幅增加對商品的需求；三、最後，美元持續錄得下跌，在美元走弱下，自然有利於以美元報價的商品。

不過，和股市一樣，我們認為部分商品市場已有過度樂觀之嫌，因為不少商品價格已升至最近五年、甚至更長時間的高位，如銅價、鐵礦石價格等。就以銅價為例，銅價自 2020 年中至今已上升了約 40%、亦已升至過去七年內的最高位；而鐵礦石價格自 2020 年中至今亦上升了約 60%、亦已升至最少 2013 年以來的最高位。

除了部分商品價格錄得的升幅已十分巨大外，我們亦認為部分利好因素已被過度的放大、令升幅未必能長久地持續下去。一、我們認為基建投資未必會如現時市場預期般出現巨大幅度的增加，因為不是各國政府不願意、而是不可為。以中國為例，中國政府雖然有財力大幅增加基建投資以刺激經濟，但預期中國政府不會這樣做，因為中國政府自吸取 2009 年推出四萬億政策而對經濟造成太多後遺症後（過度刺激經濟，造成資源錯配、產能過剩、重複建設等問題），相信中國政府在今次是不會犯下同樣的錯誤。至於其他國家，老實說，在受到疫情的巨大打擊後，相信大部分國家已沒有多餘的財力去大量投資基建。二、在疫情發生前，這些近日價格大升的商品，根本就沒有存在結構性供應不足的問題。所以，即使部分這些商品近日真的有些供應不足，但都是和一些短線的因素有關，如生產受到疫情、天氣問題、甚或是出於一些政治因素(如中澳衝突)等所影響；三、近日部分商品價格的上升，並沒有反映現時環球疫情仍然嚴重、不少國家實施大幅限制經濟活動政策已一段不短的時間、已/正令部分商品需求受到打擊。而且，由於預期疫情在短期內仍會維持嚴重、所以預期這個打擊還會在短期內持續下去。

所以，在缺乏結構性的需求大幅上升、或結構性的供應大幅下降之下，本來屬於供求穩定、甚至是輕微供過於求的情況，根本就不可能支持商品出現持續長時間、和像現時般大幅度的價格上升。

組合評論

12 月份，我們的進取型、增長型和平衡型投資組合均錄得上升，分別上升 4.1%、3.9%和 3.7%。自 7 月份開始，我們的進取型、增長型和平衡型投資組合均已成功收復今年的失地。截至 12 月底，三個投資組合年初至今表現分別有 17.2%、17.9%和 16.4%的升幅，比同一時間美股升 9.7%和歐洲股市下跌 2.7%理想。

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，投資組合的資產分配為約 25%在美元貨幣基金、10-15%在環球及新興市場債券基金、約 10%在成熟市場股票基金、35-40%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：在 12 月份，我們作出疫情後第二次對股票基金的減持。本來，如我們在過去幾個月一直所強調，我們會等到疫情過去、經濟活動進一步復原後，才會把部分股票基金賣出。不過，由於股市在整個 11 月份已錄得頗巨大的升幅、已將我們預期在未來半年股市可能出現的上升空間大部分提前實現；再加上，近日實體經濟受到疫情再次惡化所影響，令近日實體經濟的情況更進一步大幅落後於股市的升勢；所以，在短線回報和風險比率的考慮下，我們決定在 12 月份再次賣出部分股票基金以先行鎖定利潤。當然，另外一個很重要的原因，是由於在今年 2 月份和 3 月份、股市開始並持續出現大跌時，我們趁著市況低迷的機會買入了不少價格便宜的股票基金、商品基金和新興市場

債基金(合共增持了約 40%[相反，組合中所持有的貨幣基金，由年初的約 50%，下降至 3 月底的約 10%])，令我們在現時有空間作出減持的舉動。現時，我們認為在這刻的經濟環境、以至股市水平，可繼續將部分股票基金作出分段的減持、並再次暫時投放在美元貨幣基金(以等待股市再次出現較大調整時，用來再次買入股票基金)。在 12 月初，我們把投資組合中 15%的亞洲股票基金[在 2020 年，我們所持有的亞洲股票基金錄得 20.7%的升幅]、20%的中國股票基[在 2020 年，我們所持有的兩隻中國股票基金分別錄得 32.0%和 77.7%的升幅]和 20%的世界礦業基金(如有) [在 2020 年，我們所持有的世界礦業基金錄得 33.2%的升幅]賣出(合共減持的幅度約佔整個投資組合的 4-5%)，轉到美元貨幣基金作短線的停泊。

受惠於環球股市在 12 月份持續錄得好表現，我們投資組合中所持有的股票基金，除了環球基建基金外，全部都能在 12 月份錄得上升。成熟市場方面，環球股票基金升 6.9%(表現大幅優於市場指標)、環球基建基金跌 0.7%。新興市場方面，亞洲股票基金升 6.3%、越南股票基金升 8.1%(表現優於市場指標)、泰國股票基金升 0.9%、印尼股票基金升 6.3%、兩隻中國股票基金分別升 6.2%和 10.9%(兩者表現均大幅優於市場指標)、最後東歐股票基金升 7.9%(表現優於市場指標)。

債券基金方面：受惠於股市上升、投資者樂觀情緒持續高漲，投資者對相對較高風險投資的胃納亦隨之而上升，因而亦繼續有利於新興市場債的表現。在 12 月份，我們所持有的新興市場債基金錄得再多 2.5%的升幅。從今年 3 月 20 日買入到 12 月底，這隻新興市場債基金已上升了超過 33.0%，已超出我們在今年 3 月份買入時所訂下的 25-30%盈利目標(由於我們已對股票基金作出部分減持，所以我們暫時會保留新興市場債基金在投資組合之中)。至於環球債券基金，在 12 月份錄得 1.1%的升幅。

商品基金方面：繼續受到市場預期疫苗的出現可加快環球經濟復甦的步伐、有利加快對商品需求的回升、再加上股市錄得大升令投資者情緒高漲所帶動，我們所持有的兩隻商品基金在 12 月份繼續錄得不錯的表現，分別上升 4.6%和 7.6%。不過，如上月時我們所認為，市場對後市前景確實有點過度樂觀(尤其是短期的後市)，因為在最近的一個月，歐美等多個國家都相繼因疫情進一步惡化而需要延長、甚至是加大現時限制經濟活動、以至封城的政策，這對短期經濟活動、以至商品需求必定造成更大幅度的傷害。但和股市一樣，商品市場同樣沒有理會當中的不利、或不明朗因素，我們認為在這方面維持著有點不太合理！所以，在 12 月初，我們決定把 20%的世界礦業基金(如有)賣出，以先行獲利[在 2020 年，我們所持有的世界礦業基金錄得 33.2%的升幅]！

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