

在极度不明朗环境下的超凡市况反弹



上一季市场焦点

- 投资市场与实体经济出现脱节。在经济挣扎复苏之际，不同的资产价格却极速反弹。
- 全球主要中央银行推出空前巨大的量化宽松计划，资产负债表规模急剧膨胀。与此同时，各国政府也向市场带来海量的财政刺激。

根据国际货币基金组织(“IMF”)6 月份的最新预测，环球经济将在 2020 年下滑 4.9%。新冠病毒大流行对全球经济活动带来极大负面影响，复苏步伐将比之前的预测缓慢。IMF 还估计，2021 年全球经济将增长 5.4%，但这远低于 2020 年 1 月新冠病毒大流行前的预测。总体而言，IMF 预期 2020 年和 2021 年全球经济将蒙受超过 12 万亿美元的损失。

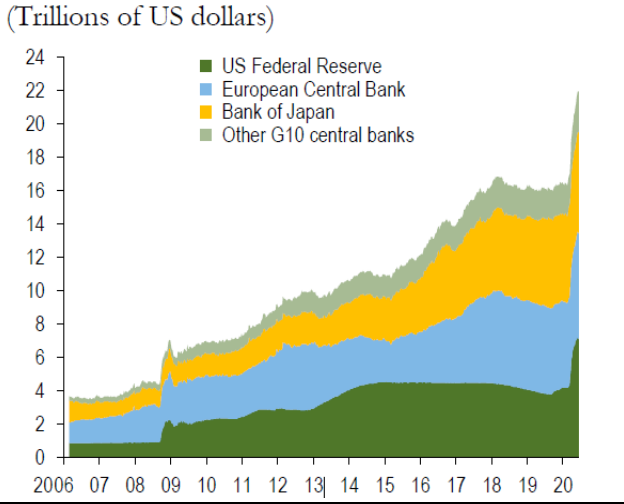
新冠病毒疫情仍未受控，而第二波的威胁亦正在加剧。自 6 月份美国开始重启经济以来，每天的新增感染病例再次攀升，最新数字甚至超过了 4 月和 5 月的高峰。正如美国联储局主席鲍威尔所描述，目前经济前景极度不确定，往后很大程度上取决于能否成功遏制新冠病毒疫情。

尽管全球经济仍在挣扎复苏，投资市场却与实体经济脱轨，出现大幅反弹。在第 2 季度，受到投资者热衷地增持「新经济」股票所影响，MSCI 环球指数飙升约 20%，纳斯达克综合指数升幅更超过 30%，再创历史新高。

环球主要经济体推行了进取的财政及货币政策，是市场在第 2 季度出现显著反弹的主要原因。根据 IMF 最新报告显示，世界各国政府已向个人和企业提供了近 11 万亿美元的大量紧急补贴。此外，主要经济体的中央银行不仅降低利率、承诺未来几年维持在非常低的水平；同时还积极地购买资产为银行体系提供流动性的支持，好让信贷能顺利进入实体经济。根据 IMF 6 月份的数据，自 1 月中旬以来，十国集团 (G10) 中央

银行的总资产就增加了约 6 万亿美元，是 2007 年 12 月全球金融危机往后两年增幅的两倍多，占 G10 生产总值约 15%。

图 1: G10 央行的总资产大幅上升



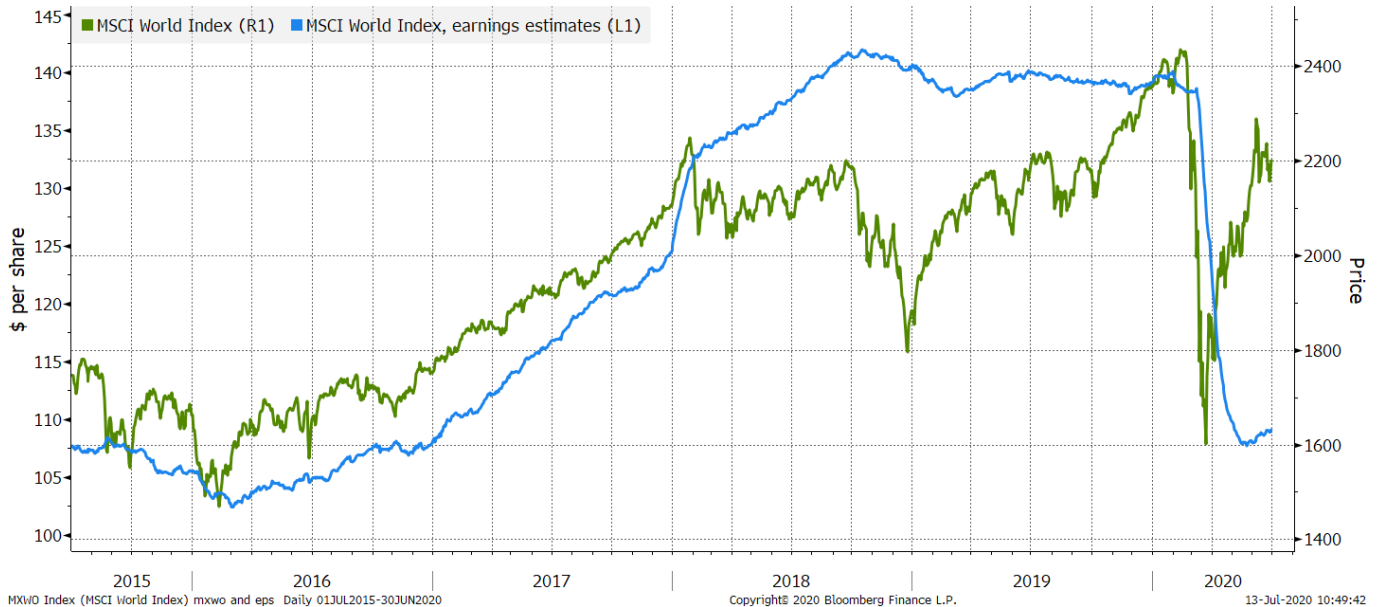
数据源: IMF (至 2020 年 6 月)

在 2020 年上半年，金融市场发生的事情很多都是前所未见，甚至令人难以置信。我们看到全球主要经济体的政府和中央银行采取了非同寻常的措施来刺激经济，同时我们见证了市场在短时间内暴升、暴跌。展望下半年，以下数个要点或许是影响投资市场方向的关键。

市场估价

由于市场流动性充裕，相信短期内再次出现雪崩式下跌的机会不大；但由于除新经济企业外，发达国家企业的盈利预测均普遍大幅下滑，近期的市况反弹似乎缺乏基本面的支持。此外，在急速上升后，许多全球主要股票市场的估值均已经超过了新冠病毒疫情前的水平，实属昂贵。

图 2: 尽管企业盈利预测普遍大幅下滑，环球股市却大幅反弹



数据源：彭博（至 2020 年 6 月 30 日）

新冠病毒疫情发展

其次，由于新感染病例的数量尚未放缓，新冠病毒大流行仍处于无法控制的状态，其负面影响将继续影响全球经济。

美国总统选举

除疫情外，11月美国总统大选可能会为市场带来不确定性。根据最近的民意调查显示，前副总

统拜登的支持度正领先现任总统特朗普。一些分析家认为，如果民主党赢得总统选举，某些减税措施可能会被撤销，这或对市场带来不利。

中美关系

最近的中美关系已恶化到近几十年来的最恶劣的地步，由于两国之间的冲突已扩展到不同的层面，预计紧张局势在短期内将难以缓解。

表 1: 环球股市表现

指数	2020 年第 2 季回报		2020 年全年回报	
	当地货币	以美元计算	当地货币	以美元计算
标普 500 指数	20.54%	20.54%	-3.09%	-3.09%
纳斯达克综合指数	30.95%	30.95%	12.74%	12.74%
欧洲 STOXX 600 指数	13.91%	16.74%	-11.75%	-11.64%
德国 DAX 指数	23.90%	26.98%	-7.08%	-6.82%
巴黎 CAC 指数	13.48%	16.30%	-16.19%	-16.09%
日本日经 225 指数	17.97%	17.91%	-4.74%	-3.80%
香港恒生指数	5.07%	5.08%	-11.87%	-11.43%
香港国企指数	3.74%	3.76%	-10.87%	-10.42%
上证指数	9.79%	10.05%	-1.01%	-2.43%
中国沪深 300 指数	14.16%	14.43%	2.72%	1.24%
新加坡海峡时报指数	6.25%	8.54%	-17.74%	-20.66%
南韩 KOSPI 指数	20.21%	21.95%	-3.82%	-7.32%
台湾加权指数	20.39%	23.21%	-2.32%	-1.17%
印度 SENSEX 指数	18.67%	18.39%	-14.97%	-19.84%
印度尼西亚雅加达指数	9.61%	23.22%	-20.44%	-23.38%
曼谷 SET 指数	20.51%	27.77%	-13.18%	-15.76%
俄罗斯 RTS 指数	20.90%	20.90%	-20.57%	-20.57%
巴西 IBOVESPA 指数	30.18%	23.99%	-17.80%	-39.54%
S&P 泛阿拉伯指数	12.57%	12.57%	-13.77%	-13.77%
MSCI 环球指数	19.57%	19.57%	-5.47%	-5.47%

数据源：彭博（至 2020 年 6 月 30 日）

表 2: 主要货币表现(以美元计算)

货币	2020 年第 2 季变幅	2020 年全年变幅
	以美元计算	
欧元	1.84%	0.19%
英镑	-0.15%	-6.46%

日圆	-0.36%	0.63%
港元	0.01%	0.53%
人民币	0.26%	-1.43%
澳元	12.59%	-1.68%
新西兰元	8.36%	-4.24%
新加坡元	2.04%	-3.42%
南韩圆	1.30%	-3.88%
新台币	2.27%	1.58%
印度卢比	0.04%	-5.47%
印度尼西亚盾	14.34%	-2.80%
泰铢	6.13%	-3.04%
俄罗斯卢布	10.16%	-12.92%
巴西雷亚尔	-4.79%	-26.29%

数据源： 彭博 （至 2020 年 6 月 30 日）

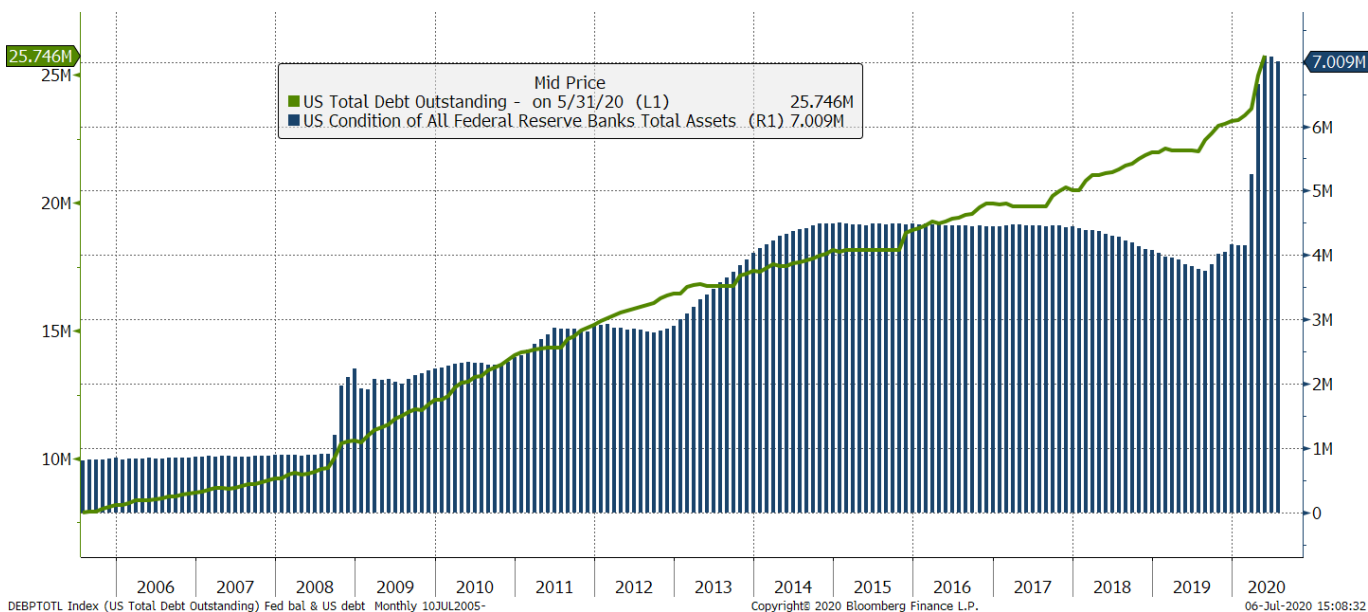
环球回顾及展望

美国

- 由于新冠病毒大流行，美国经济第一季度萎缩了 5%，预计第二季度的下滑幅度将更大。此外，根据 IMF 6 月份最新预测，美国经济预计将在 2020 年收缩 8%，比 4 月份时估计的 5.9% 再倒退。
- 6 月份 ISM 制造业指数从 4 月份的 41.5 和 5 月份的 43.1 大幅跃升至 52.6，同时优于市场预期的 49.5。该数据反映，在经过连续 3 个月新冠病毒的影响后，工厂活动以自 2019 年 4 月以来最强劲的速度增长。此外，在企业封锁后重新开始营业下，6 月份 ISM 非制造业指数也从上个月的 45.5 飙升至 57.1，这是有史以来最大的单月增幅。
- 根据劳工部的数据，6 月份非农就业人数大幅增加 480 万，是历史上最大单月涨幅。尽管该就业报告表现瞩目，但市场普遍认为就业市场距离全面复苏仍路途漫长。首先持续失业人数仍高达 1,950 万人，失业率为 11.1%，反映劳工市场仍处于大萧条时期的状况。此外，美国第 2 波新冠病毒疫情来临，几个州份正在放慢或暂停经济重启，这可能会引发新一轮的裁员潮。

- 与4月份相比，5月份的成屋销售下降了9.7%，经季节调整的年化率为391万户。按年计算，销售额下降26.6%，这是自1982年以来的最大跌幅，当时的利率正处于约18%的高位。然而这些数字是反映已成交的销售，代表3月和4月所签订的合约。鉴于这些月份是新冠病毒疫情带来最严重经济影响的时期，因此数据如此差，实不足为奇。
- 相反，确实反映当月状况的5月份美国新屋销售量，则大幅增长16.6%，经季节性调整后的年率达到676,000户，美国住房市场在经过新冠病毒疫情的重创后，逐渐复苏过来；在房贷利率跌至历史新低及预期将会维持一段长时间下，反弹有望得以继续。
- 自美国爆发新冠病毒疫情以来，美联储已将利率降至零并于3月份启动资产购买计划，以稳定金融市场，美联储局的资产负债表资产从2月的4.159万亿美元跃升至6月份超过7万亿美元。同时，美国国会还通过了3项总额超过3万亿美元的财政援助法案，以向公众提供紧急财政救济。随着美国政府支出继续增加，最终不得不发行更多债务。从世界卫生组织宣布新冠病毒成为大流行之日（3月11日）至6月8日，美国的国债总额就增加了2.5万亿美元，至合计约26万亿美元，是美国历史上最高的债务水平。

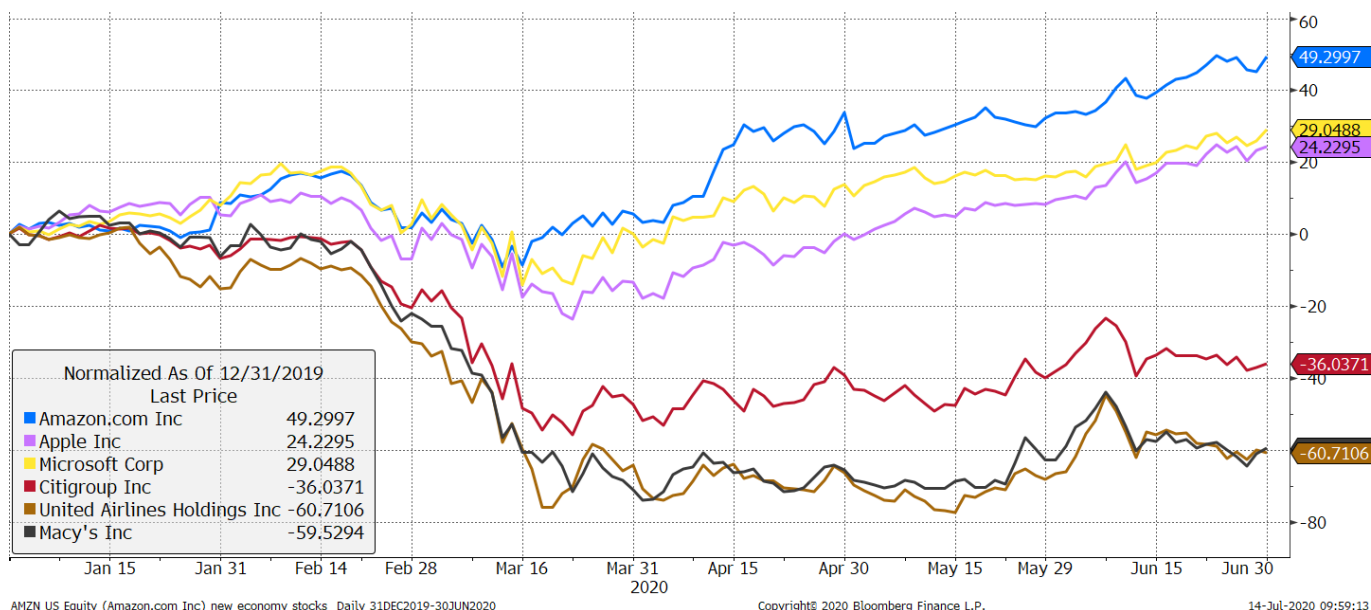
图 3: 美联储局的资产及美国国债总额同创纪录新高



数据源：彭博（至2020年6月30日）

- 受到充裕的市场流动性所影响，标准普尔 500 指数在过去 3 个月反弹了 20%以上，创下了自 1998 年最后一季以来最佳的季度表现。市场上涨的动力主要是来自科技企业，皆因它们的经营模式并未受新冠病毒大流行所影响。相反，一些传统的「旧经济」企业，如银行、航空公司、零售商等，则饱受沉重打击。市场经历了一轮反弹后，一些大型科技公司的估值现已达致新高，可以相信美股后市将会变得波动，而即将发布的企业盈利报告和新冠病毒疫情的发展将主导下一季度美股的去向。

图 4: 「新经济」与「旧经济」企业年初至今的表现 (%涨跌)



数据源：彭博（至 2020 年 6 月 30 日）

欧洲

- 受到新冠病毒大流行影响，欧元区经济在第一季度按季收缩 3.6%，比去年同期则下降 3.1%，这是自 1999 年欧元诞生以来的最大经济降幅。根据 IMF 最新预测，欧元区和英国预计将在 2020 年萎缩 10.2%，比美国的 8% 下滑差。
- 随着封城措施陆续放宽和越来越多的企业重启业务，欧元区 6 月份商业气氛明显出现改善。6 月份 IHS Markit 欧元区 PMI 综合指数连续反弹第 2 个月，升至 48.5，较 5 月份的 31.9 上升了近 17 点。这是该指数近 4 个月以来的最高水平。欧元区所有国家都取得自 2 月以来最佳的经济表现，法国的指数攀升至 51.7，而西班牙则重返接近荣枯分界线的 49.7。尽管经济活动逐渐重启，但投资者对复苏的动力仍保持谨慎。6 月份的基本需求仍疲弱，由于未来经济前景不明确，企业都不大愿意增加开支及增聘人手。

图 5: 欧元区 6 月份的商业气氛明显出现改善



数据源： 彭博（至 2020 年 6 月 30 日）

- 为了支持受重创的经济，欧央行在 6 月的会议决定将紧急抗疫购债计划(PEPP)扩大 6,000 亿欧元，超过预期的 5,000 亿欧元，总额达到 1.35 万亿欧元，并将计划至少延长至 2021 年 6 月。由于欧央行的资产负债表资产规模已扩大至欧元区 GDP 的 50% 以上，许多经济学家认为欧央行正跟着日本央行的路线发展，接下来的两、三年，预计欧洲央行将再增加购买一万亿欧元的资产。
- 欧洲 STOXX 600 指数在第 2 季度上涨了约 14%，2020 年全年计仍下跌约 11%，表现落后于美股。现时市场正关注欧盟成员国能否同意设立 7,500 亿欧元的复苏基金，倘若基金成立，有望提升欧元区的投资气氛及中长期的经济增长潜力。

亚洲

- 受到新冠病毒大流行影响，中国第 1 季度经济按年下跌了 6.8%，但是第 2 季度经济活动迅速回升，IMF 还预测中国将会是唯一的主要经济体在 2020 年录得经济增长。
- 由于中国政府逐渐解除严格的封锁措施并加大投资力度，6 月份中国的工厂生产活动以强劲的速度增长。但由于全球疫情尚未减退、需求受压，出口订单仍然疲软。6 月份官方制造业采购经理人指数为 50.9，比 5 月份的 50.6 为佳，具前瞻性的新订单分类指数从 5 月份的 50.9 升至 51.4，反映内部需求正在回升。然而，出口订单虽然略有好转，但仍处于收缩区域，该分项指数从 5 月份的 35.3 升至 42.6。至于 6 月官方非制造业采购经理人指数也从 5 月的 53.6 升至 54.4，是自 2019 年 11 月以来最强劲的增长。
- 尽管全国的紧急状态逐步解除、企业活动重启，但 5 月份日本家庭开支以破纪录速度下滑，与去年同期相比下降了 16.2%。由于预计失业人数将会上升，未来几个月家庭开支的前景实难以

乐观。同时，5月份工厂产出按月下降8.4%，降至自2009年3月金融危机的水平。日本经济在第一季度已出现2.2%的年度萎缩，是4年半来首次陷入衰退，分析师普遍认为新冠病毒危机将促使日本经济在第2季进一步下滑。

- 在南韩，由于政府发放紧急现金，民间消费活动有所回升，但该国的工业生产仍然疲弱。5月份消费者开支较去年同期增长1.7%，优于4月份的2.2%的下滑。受到新冠病毒大流行所影响，5月份工业生产比去年下跌5.6%，按月则录得1.2%的跌幅。在主要生产项目中，半导体产量按月增长了10.8%，主要原因是各国锁城措施，刺激数据储存需求。另一方面，由于供应链中断，汽车产量则下降21.4%。
- 6月份泰国通缩持续，消费物价按年下跌1.6%，是连续第4个月下跌。由于出口和旅游业仿佛一池死水，泰国经济面临持续低迷，而外部的疲弱勢头已扩展影响国内需求。消费者信心正处于历史低位，失业人数也随着增加。在最近的货币政策会议上，泰国央行甚至将其2020年的经济增长下调至破纪录的收缩8.1%，而早前的预期是下滑5.3%。
- 除了受到新冠病毒大流行所影响，新的「国家安全法」也加添了香港金融市场的不确定性。有些对冲基金经理甚至推测港元会在不久的将来与美元脱钩并贬值。然而，由于套利交易活动增加以及多家中国「新经济」企业在港交所作出大型招股，刺激游资流入了香港市场。港元多次触及联系汇率交易区间的强势端，并触发发管局在6月份10次干预市场，以7.75港元兑1美元的强方兑换保证水平卖出港元。

图 6: 游资流入，港元强势



数据源：彭博（至2020年6月30日）

- 在第2季度亚洲股市大幅反弹。截至6月底，MSCI亚太区指数和MSCI亚洲（日本除外）指数差不多已收复了今年所有的跌幅，然而东盟市场仍下跌约20%。如上一期「投资内望」所述，

东南亚一些发展中国家相对容易受到金融危机的冲击，因为它们的经济比较依赖外部需求。另一方面，中国市场的投资前景或许会是较为乐观，因为近年内需占中国经济增长的比重不断扩大，因此即使新冠病毒大流行令到外围经济转差、需求下降，相信中国仍能维持较稳定的增长。

图 7: 东盟股市在 2020 年上半年表现落后



数据源： 彭博 （至 2020 年 6 月 30 日）

债券

- 在过去 3 个月，美联储局推出了一系列史无前例的救援措施，旨在恢复金融市场的正常运作。美联储于 5 月中旬透过次级市场企业信贷机制（SMCCF）开始购买固定收益 ETF，当中还包括高收益债券 ETF。于 6 月 16 日，该机制更将购买范围扩大至单一公司债券。只要在 2020 年 3 月 22 日仍然是投资级别的美国企业所发行债券，该机制都会在次级市场购买，以支持市场流动性。此外，美联储于 6 月 29 日更启动了一级市场企业信贷机制（PMCCF），把债券购买计划涵盖至新发行的债券。
- 市场充满着流动性，因为环球主要央行都正在同时「印钞」以应对新冠病毒危机。根据 Refinitiv 的数据，全球债券发行量在 2020 年上半年创下历史新高。当中，美国投资级别债券在 2020 年首 6 个月就发行了约 1.2 万亿美元，高于 2019 年的总和。全球高收益债券的发行量也比 2019 年上半年增长 22%，金额达至 2514 亿美元，美国部份的增长更达 61%。
- 彭博全球高收益债券指数在第二季度反弹超过 12%，并差不多回到 2020 年初水平。在价格急速上涨后，其风险溢价随之大幅下降。同时，新冠病毒危机给经济带来了许多不确定性，高收益债券的违约率可能会相应提升。因此，投资者应避免因为收益率相对吸引，而过度投资于评级较低的债券；相反增加投资级别固定收益的投资比重，相信会是一个更为审慎的决定。

商品

- 油价在 2020 年第 2 季，取得 30 年来最佳的季度表现。布兰特和美国 WTI 原油期货分别飙升了约 80%和 90%，但在此期间也经历了非比寻常的波幅。新冠病毒危机导致石油需求降至接近停顿，而石油输入国组织和俄罗斯的减产协议要到 5 月 1 日才生效；在 4 月 20 日，美国 WTI 原油期货价格因此首次跌至负数区域，至每桶-40 美元的低位。
- 尽管在 6 月份有很多国家的隔离及封锁措施都有所放宽，石油需求有一定的缓慢回升，但根据美国能源信息署 (EIA) 的数据，美国仍保持着纪录性的商业原油库存量，原油供应非常充足。原油价格在迅速反弹后，短期内上涨的潜力可能会受到一定限制。

图 8: 美国 WTI 原油期货在上一季度极度波动



数据源：彭博（至 2020 年 6 月 30 日）

- 根据世界黄金协会 (World Gold Council) 的数据显示，在 2020 年上半年，全球黄金 ETF 的净流入量达到 395 亿美元，超过了 2016 年的年度最高纪录。金价在第 2 季度上涨了约 13%，达至每盎司 1,800 美元的水平。由于预计全球超低利率环境将持续一段长时间，因此持有黄金的机会成本变相减低。此外，新冠病毒危机以及中、美之间的冲突可能会增加市场不确定性，并更确定加强黄金成为资金避难所的地位，相信金价的前景仍然乐观。

免责声明

在此提供的数据只供参考之用，本公司并不对该等数据作任何保证，读者亦不应将该等资料视为出售要约、订购招揽或投资建议。投资涉及风险，过往的表现并不表示将来亦会有类似的业绩。在作出任何投资决定前，读者亦应寻求专业理财顾问意见。