



投资服务部

Altruist Financial Group Limited
進邦匯理有限公司

与疫同行；在新常态下作投资部署



上一季市场焦点

- 美股在第 3 季仍然牛气冲天。道琼斯、标准普尔 500 和纳斯达克综合指数分别上涨了 8.22%、8.93% 及 11.23%。
- 美联储局转向采用「平均通胀目标」，并重申其鸽派货币政策的承诺。
- 中国经济出现了强劲、快速的复苏，在过去 3 个月，沪深 300 上扬超过 11%；人民币兑美元则升值 4% 以上。

市场上发生了什么？

尽管我们正在经历自第二次世界大战以来最严重的全球经济衰退，但在环球各国均采取了极度宽松的货币政策和推行庞大的财政刺激措施下，环球金融市场似乎已稳定下来。自 3 月份以来，差不多所有资产价格均出现反弹，但在上一季度，不同资产类别的表现分歧却渐大。

「新经济」股仍然是市场上升的引擎。苹果、亚马逊及微软等美国领先企业的股价于 9 月初均攀升至历史新高，推动纳斯达克综合指数在 6 月至 9 月期间上涨超过 10%。

在亚洲，印度、南韩、台湾和中国的主要股票指数在上季度均录得双位数字回报。当中中国 A 股表现最为出色，以美元计回报率超过 15%。透过推行严格及强硬的防疫措施，中国大大遏制了新冠病

毒的传播，经济得以迅速复苏，经济合作与发展组织（OECD）更预测中国是 20 国集团中唯一能在 2020 年实现正经济增长的国家。

在夏季放松一定程度的社交距离措施后，欧洲感染新冠病毒人数再次激增，股市基准欧洲 STOXX 600 指数在第 3 季表现仅能持平。在东南亚方面，尽管新冠病毒疫情整体上都能受控，但由于该地区经济非常依赖外部需求，他们的股市却表现不济，落后于其他市场。

受到美元疲软和全球超低利率环境所影响，8 月份金价曾攀升至历史高位的每安士 2,063 美元，然而其后在 9 月底回落至每安士约 1,900 美元水平。另一方面，WTI 纽约期油价格在第 2 季度从负数区域大幅反弹后，第 3 季度波动率大大下降，表现持平。

接下来怎样？

美国总统选举

在未来几个月对市场最具影响力的变量，相信会是 11 月 3 日美国总统大选的结果。尽管最近进行的民意调查均显示前副总统拜登在关键州份均领先现任总统特朗普，但最终选举结果仍然是难以预测，因为在 2016 年大选前，希拉里也是同样地在全国大部份民调处领先位置。此外，特朗普在不同场合都曾表示，他可能会拒绝接受大选连任失败的结果，这将可能为美国带来进一步的政治不确定性。

新冠病毒大流行

很不幸地，全球新冠病毒的传播尚未放缓；最近欧、美新增确诊人数均创新高。随着冬天的来临，如果没有实施更严格的防疫措施，疫情只会再恶化下去；然而倘若采取更严厉措施，本身已脆弱的经济相信会进一步下滑，情况可谓进退两难。或许只有等到有安全可靠的疫苗出现，才能真正能够拯救全球经济，而可惜的是我们仍不知道它何时才出现。

高估值的美股，但一些大型科技公司的业绩确实不错

在经济处于衰退的时期，美股指数却攀升至历史最高水平，美股市场已与实体经济出现脱轨。诚然，近年环球经济已渐转变为以科技作主导，而新冠病毒大流行只是加快其改变步伐。代表标普 500 指数五分之一市值的大型科技股，苹果、微软、亚马逊及 Alphabet，其业务均都受惠于因为新冠病毒大流行而出现的封城等措施，他们最近的业绩均非常优异。

更多的财政刺激措施和比预期更长时间的低息环境

为了促进经济复苏，相信全球主要经济体将提供更多的财政刺激措施。此外，随着美联储局在 9 月最近一次会议上将通胀目标改变为平均 2%，这可能暗示美联储局将允许消费物价上涨，因为过去 10 年美国的平均通胀率仅为 1.5%，因此超低利率环境有望维持更长的时间。

图 1: 过去 10 年美国平均通胀率仅为 1.5%



数据源：彭博（至 2020 年 9 月 30 日）

中美关系

毫无疑问，现时的中美关系已恶化至近几十年来的谷底。无论谁赢得美国总统大选，美国对华政策的大方向都不会有太大改变。但是，可以相信两国仍希望以和平的方式去争取双方的经济利益。从最近的贸易数据中，我们发现 9 月份中国从美国的进口总值急增 24.7% 至 132 亿美元，这是自 2018 年 8 月以来的最高水平。此外，据彭博社报导，今年总部设于中国内地的公司，透过美国市场作首次公开认购集资的金额达 91 亿美元，是自 2014 年以来最高的年度集资金额。

快速复苏的中国经济

尽管中国是第一个出现新冠病毒袭击的地方，但与世界各地相比，中国的商业和社会活动几乎已恢复正常，最新公布的第 3 季经济增长更按年上升 4.9%。这实有赖于西方国家难以仿效的严格封城、大量病毒检测及健康码人口追踪等防疫措施，病毒才得以在中国受到控制。

综合而言，我们要认识「新常态」。

- 没有人知道新冠病毒大流行何时会结束，但我们要与有与疫同行的准备。
 - 超低利率环境将远超我们想象的漫长。
 - 中美关系将会持续反复，但两国或会为其本身经济利益作出某些妥协。
 - 随着中国经济增长几乎恢复到危机前的水平，中国对全球经济的影响将越来越大。
-

表 1: 环球股市表现

指数	2020 年第 3 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	8.93%	8.93%	5.57%	5.57%
纳斯达克综合指数	11.23%	11.23%	25.40%	25.40%
欧洲 STOXX 600 指数	-0.70%	3.53%	-12.58%	-8.74%
德国 DAX 指数	3.65%	8.07%	-3.69%	0.70%
巴黎 CAC 指数	-2.03%	2.14%	-17.90%	-14.29%
日本日经 225 指数	4.58%	6.86%	-0.36%	2.81%
香港恒生指数	-2.62%	-2.62%	-14.18%	-13.74%
香港国企指数	-1.90%	-1.90%	-12.56%	-12.12%
上证指数	9.04%	13.45%	7.94%	10.69%
中国沪深 300 指数	11.22%	15.71%	14.25%	17.15%
新加坡海峡时报指数	-3.54%	-1.48%	-20.65%	-21.83%
南韩 KOSPI 指数	10.41%	13.43%	6.38%	5.30%
台湾加权指数	10.31%	12.38%	7.75%	11.06%
印度 SENSEX 指数	9.62%	12.57%	-6.79%	-9.76%
印度尼西亚雅加达指数	-0.31%	-3.08%	-20.69%	-25.74%
曼谷 SET 指数	-7.02%	-9.13%	-19.27%	-23.45%
俄罗斯 RTS 指数	-0.34%	-0.34%	-20.85%	-20.85%
巴西 IBOVESPA 指数	-0.48%	-3.58%	-18.20%	-41.70%
S&P 泛阿拉伯指数	10.40%	10.40%	-4.78%	-4.78%
MSCI 环球指数	8.05%	8.05%	2.14%	2.14%

数据源：彭博（至 2020 年 9 月 30 日）

表 2: 主要货币表现(以美元计算)

	2020 年第 3 季变幅	2020 年全年变幅
货币	以美元计算	
欧元	4.34%	4.53%
英镑	4.19%	-2.54%
日圆	2.32%	2.97%
港元	0.01%	0.53%
人民币	4.02%	2.54%
澳元	3.75%	2.01%
新西兰元	2.53%	-1.82%
新加坡元	2.07%	-1.43%
南韩圆	2.85%	-1.14%
新台币	1.82%	3.43%
印度卢比	2.37%	-3.23%
印度尼西亚盾	-4.13%	-6.81%
泰铢	-2.45%	-5.41%
俄罗斯卢布	-8.30%	-20.15%
巴西雷亚尔	-2.53%	-28.15%

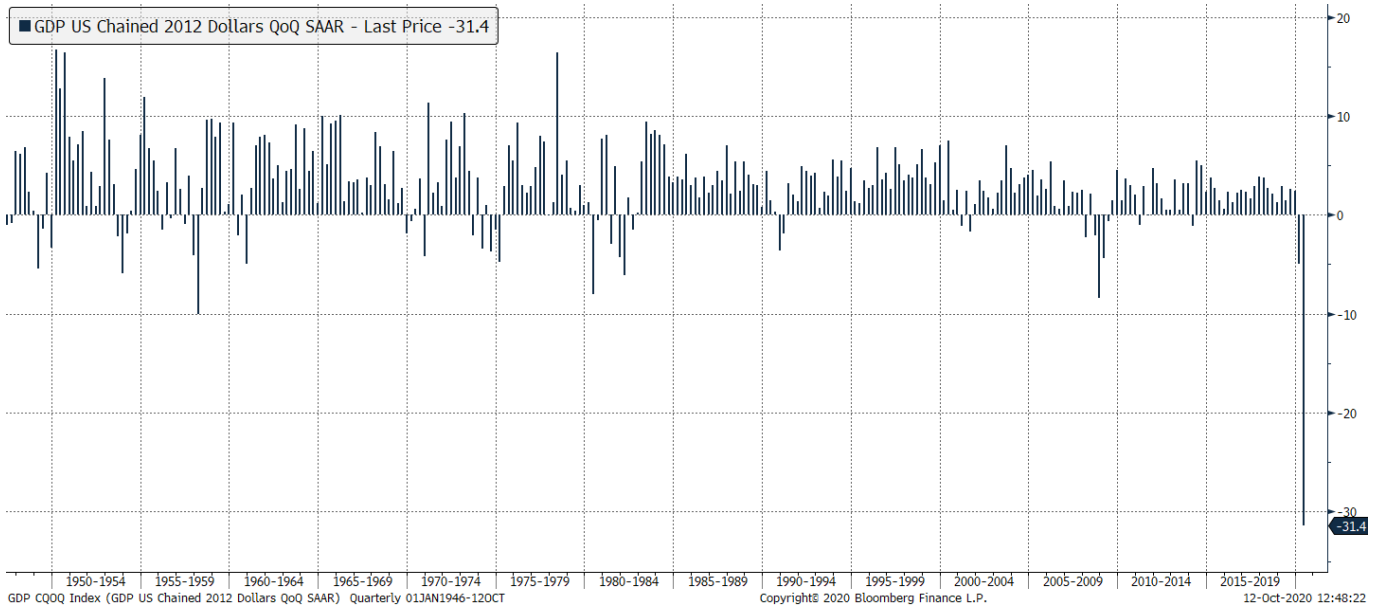
数据源：彭博（至 2020 年 9 月 30 日）

环球回顾及展望

美国

- 2020 年第 2 季度，美国经济破纪录地按季暴跌 31.4%。但是经济学家认为，随着企业重启业务及数以百万计的人重新就业，第 3 季度美国经济将以年率 30% 的速度按季增长。这将打破单季经济增长最大纪录，旧纪录出现于 1950 年第 1 季度在杜鲁门担任总统期间，当季经济增长为 16.7%。

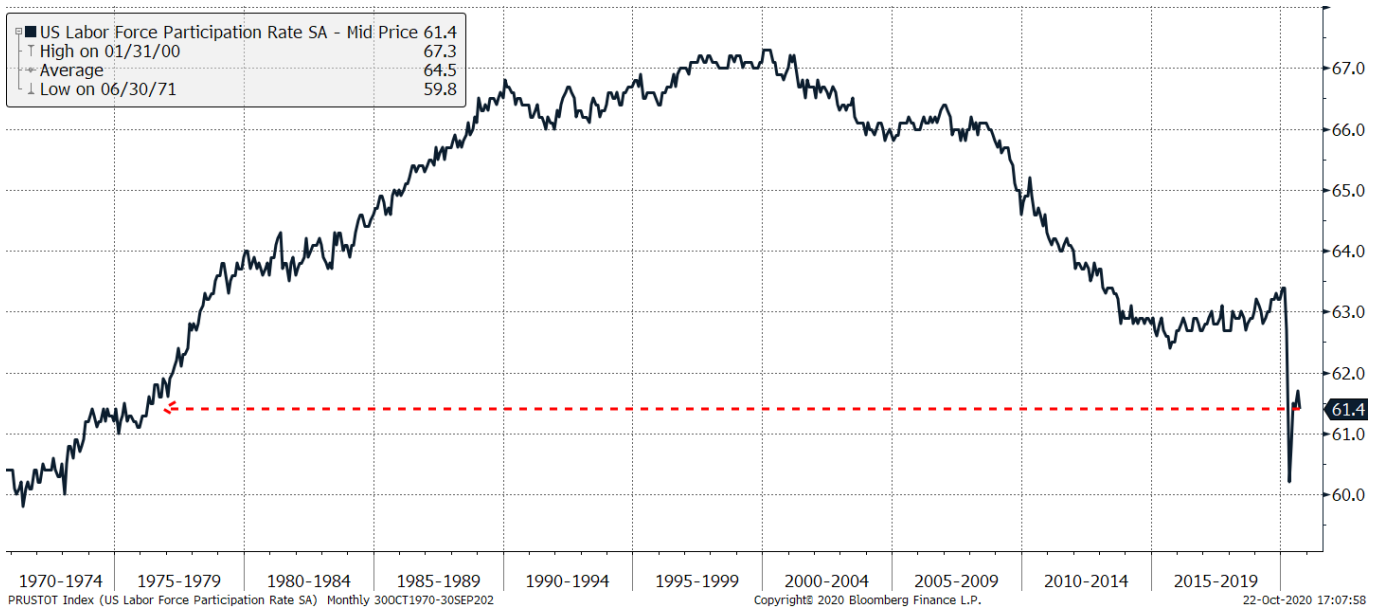
图 2: 2020 年第 2 季度，美国经济破纪录地按季暴跌 31.4%



数据源： 彭博 （至 2020 年 9 月 30 日）

- ISM 制造业 PMI 从上月的 21 个月高点 56 降至 9 月份的 54.6。这是该指数自 4 月份以来首次出现下降并没有达到预期。至于 ISM 服务业 PMI 则增长至 57.8，是连续第四个月出现增长。
- 尽管美国整体经济仍遭受新冠病毒大流行所困扰，但由于美国房贷利率正处于纪录低位，美国房屋市场也火热起来，新屋和现有房屋的销售数量均处于自 2006 年以来的最高水平。8 月份，新屋销售量增长了 4.8%，达到年率计的 100 万套，至于现有房屋销售则增长了 2.4%，经季节性调整后年化率为 600 万套。
- 根据劳工部的数据，9 月份非农就业人数增加了 661,000，低于预期的 80 万，也是自 5 月份就业复苏以来的最小就业增长。同时失业率下降至 7.9%，虽然这是连续第 5 个月下跌，但某程度是由于劳动力减少所致，因为最近就大约有 70 万人停止工作或不再寻找工作。9 月份的劳动参与率是 61.4%，低于上个月的 61.7%，同时也低于 1970 年代至新冠病毒大流行前的任何时间。此外，不同种族的工人，失业的状况也大有不同。白人、黑人、亚洲人及拉丁裔人的失业率分别为 7%、12.1%、8.9%及 10.3%。
- 根据美联储局 9 月份的政策声明和经济预测，美联储局承诺会运用各种工具，以挽救新冠病毒疫情所带来的经济衰退，同时利率将会维持在接近零水平，至少到 2023 年。美联储局同时还就何时加息设定了新的指导方针，指出当局会继续维持货币政策的宽松立场，直到实现最大的就业率，且平均通胀率达到 2%。政策转变反映决策者将允许通胀率在 2%以上，以平衡最近几个季度的价格增长放缓。

图 3: 美国劳动参与率是自 1970 年代最低水平



数据源： 彭博 （至 2020 年 9 月 30 日）

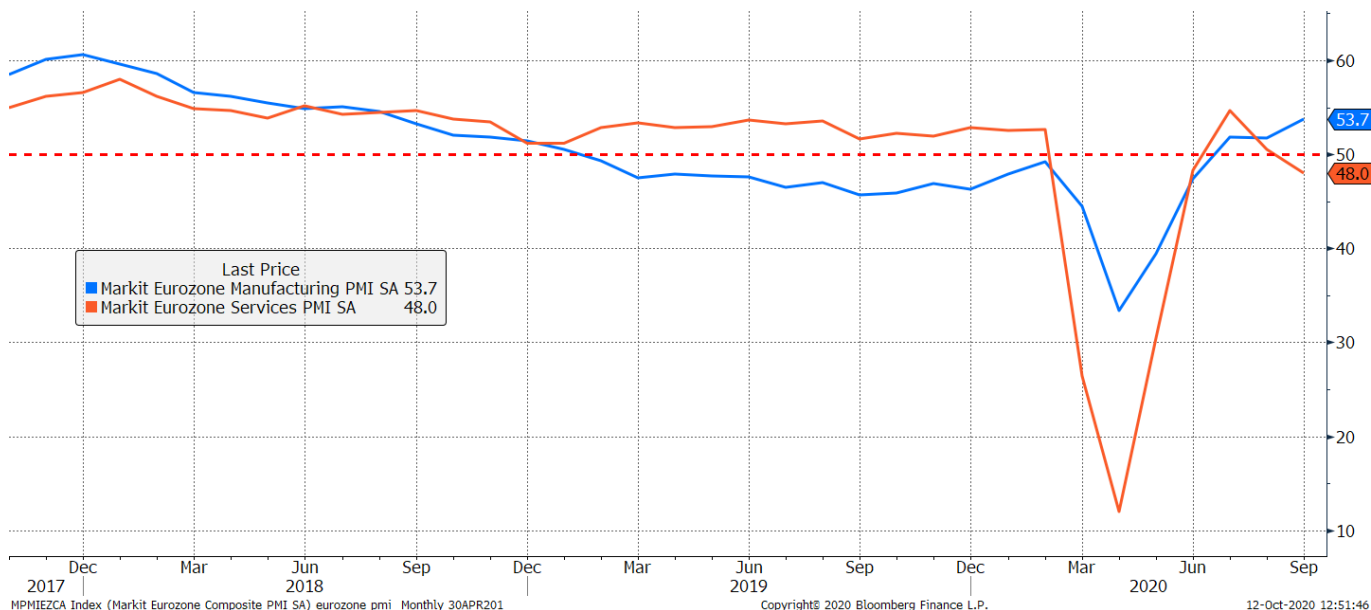
- 美国总统选举将于 2020 年 11 月 3 日举行，尽管最近进行的民意调查均显示前副总统拜登在关键州份均领先现任总统特朗普，但最终选举结果仍然是难以预测，因为在 2016 年大选前，希拉里也是同样地在全国大部份民调处领先位置。无论谁胜谁负，新总统都必须面对来自新冠病毒疫情及中美关系的严峻挑战。
- 美股指数在第 3 季度维持上升势头。跟上一季度类似，上升动力主要是来自那些「新经济」股票。尽管该类企业盈利能力仍然强劲，但它们的估值无疑也偏高。此外，美国新冠病毒确诊病例人数不断上升以及总统大选的政治不确定性，相信短期内美股的波动率都会加剧。然而，由于市场流动性充裕，要再次发生类似今年 3 月份断崖式的暴跌，相信机会不大；相反进取的投资者不妨可考虑趁每次出现若干调整时作增持，毕竟美股在环球市场仍具相当的领先地位。

欧洲

- 2020 年第 2 季度，欧元区的经济比上季下滑了 11.8%，而就业人数则仅下跌 2.9%。由于政府提供保就业资助计划，新冠病毒大流行对就业率的影响相对温和，然而尽管能保住工作职位，但工作时间却明显减少，欧元区的第 2 季工作时间按季减少 12.8%。
- 欧元区 9 月的私营企业增长进一步趋向停滞。尽管制造业表现仍然强劲，IHS Markit 欧元区 PMI 综合产出指数从 8 月份的 51.9 降至 50.4 的 3 个月低点，仅显示轻微扩张。
- 欧元区服务业活动已经重回收缩区域，IHS Markit 欧元区服务业 PMI 从一个月前的 50.5 降至 48，为 5 月份以来的最低水平。在欧元区国家中，西班牙的新冠病毒确诊个案不断增加、进一

步影响日常生活，受到的打击尤其严重。撇除 3 月至 5 月期间第一波疫情高峰期，西班牙服务业 9 月份的收缩是自 2012 年 11 月以来最大。可以肯定第二波新冠病毒疫情能否受控，将主宰该地区服务业活动未来的发展。

图 4: 欧元区制造业与服务业增长出现分歧



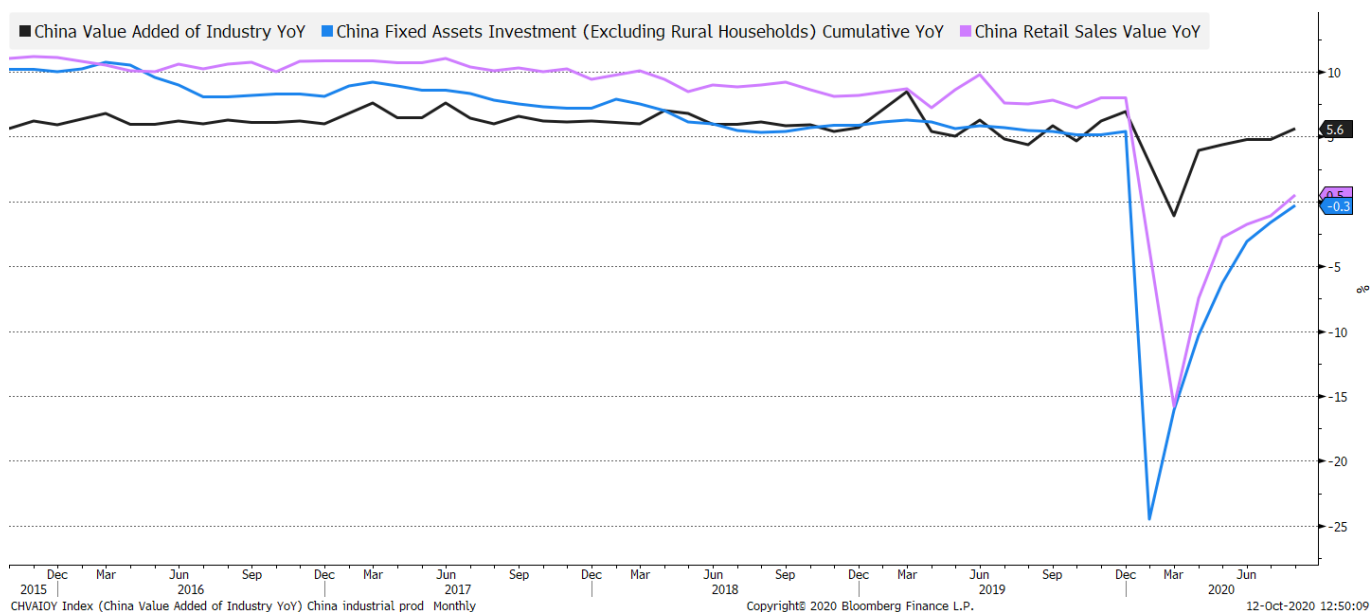
数据源：彭博（至 2020 年 9 月 30 日）

- 英国脱欧后的过渡期将在 2020 年 12 月 31 日结束。但是，欧盟和英国之间仍未就两者关系达成共识。倘若在过渡期后没有新的英欧贸易协议，根据世界贸易组织的规定，关税和边境检查将适用于前往欧盟的英国货物，而英国亦可同时决定对欧盟商品征收什么关税及作怎样的货物检查。尽管欧盟和英国之间的谈判仍在进行，但英国方面拒绝放弃移除其「内部市场法案」的争议条款，因此贸易协议是否能及时达成确是疑问。由于英国脱欧前景不明朗，9 月份英镑兑美元汇率就下跌了约 5%。
- 欧洲股市基准欧洲 STOXX 600 指数在上一季度表现持平。由于大部份欧洲国家都在夏季放宽了社交距离限制措施，感染新冠病毒人数再次激增，未来能否控制新一轮的疫情爆发将会是市场关注的焦点，此外，欧盟与英国之间贸易协议的不确定性，同时都会为市场带来变量。

亚洲

- 中国在很大程度上遏制了新冠病毒疫情，经济在 4 月至 6 月迅速恢复增长，第 2 季度，中国经济按年增长 3.2%，比上一季度则增长 11.7%。同时增长势头仍在继续。
- 中国多项经济指标都见好转。零售销售较 8 月份增长 0.5%，这是疫情爆发以来的首次出现增长。工厂也加快了投入生产，8 月份该国的增值工业产值比去年增长 5.6%，是 8 个月来最快的增幅。在 1 月至 8 月期间，中国固定资产投资与去年同期相比仅小幅下降了 0.3%，降幅与前 7 个月的 1.6% 相比，进一步收窄。

图 5: 中国经济活动正在复苏

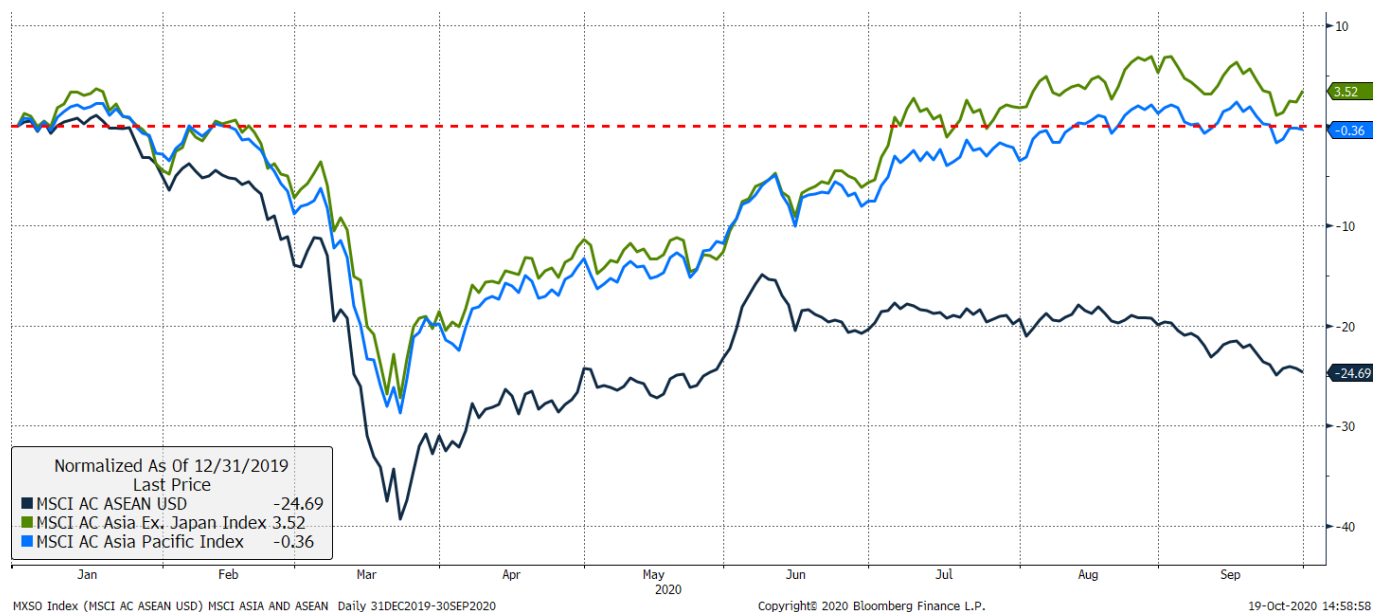


数据源：彭博（至 2020 年 9 月 30 日）

- 日本在第 2 季度经历了有史以来最大的经济下滑，但是在日本央行于 3 月和 4 月通过了扩大资产购买计划及建立新的贷款措施以舒缓企业资金压力后，近日经济已出现复苏迹象。根据日本内阁府的数据，用于衡量包括工厂产出、就业和零售量在内一系列数据的经济领先指数从上月初升 1.1 点，至 8 月份的 79.4。同时日本政府更首次自 2019 年 5 月以来上调对经济的评估。略有改善的经济前景或许对新任首相菅义伟来说，可谓减低了一点压力，皆因他上任时承诺要遏制新冠病毒的爆发，并振兴日本经济。
- 根据南韩产业通商资源部公布的数据，由于全球主要经济体的需求正在恢复，南韩 9 月份的出口比去年增长了 7.7%，达到 480.5 亿美元。这是自新冠病毒大流行以来首次的出口反弹，也是自 2018 年 10 月以来的最佳数字。此外，进口额同时也增长 1.1% 至 391.7 亿美元，贸易顺差达到 88.8 亿美元，为两年来最大。随着南韩最近发布的经济数据有所改善，经济合作与发展组织(OECD)最近修订了其经济增长预测，预期南韩经济在 2020 年只会收缩 1%，仅次于中国，在环球主要经济体中表现排行第二。

- 与西方国家相比，大多数亚洲国家已成功控制了 COVID-19 的传播。此外，相信中国经济的迅速复苏将使其他亚洲国家的经济受惠，亚洲股市的投资前景看起来颇具吸引力。
- 一直以来，东盟市场都是投资者的宠儿，因为它向来代表着投资机会、增长及收益。但是今年 MSCI 东盟指数下跌了 20% 以上，远远落后于其他亚洲股市。如果有进取的投资者寻求未来全球经济复苏的机会，表现落后的东盟股票市场可能是其中不错的选择。

图 6: 表现落后的东盟股票市场

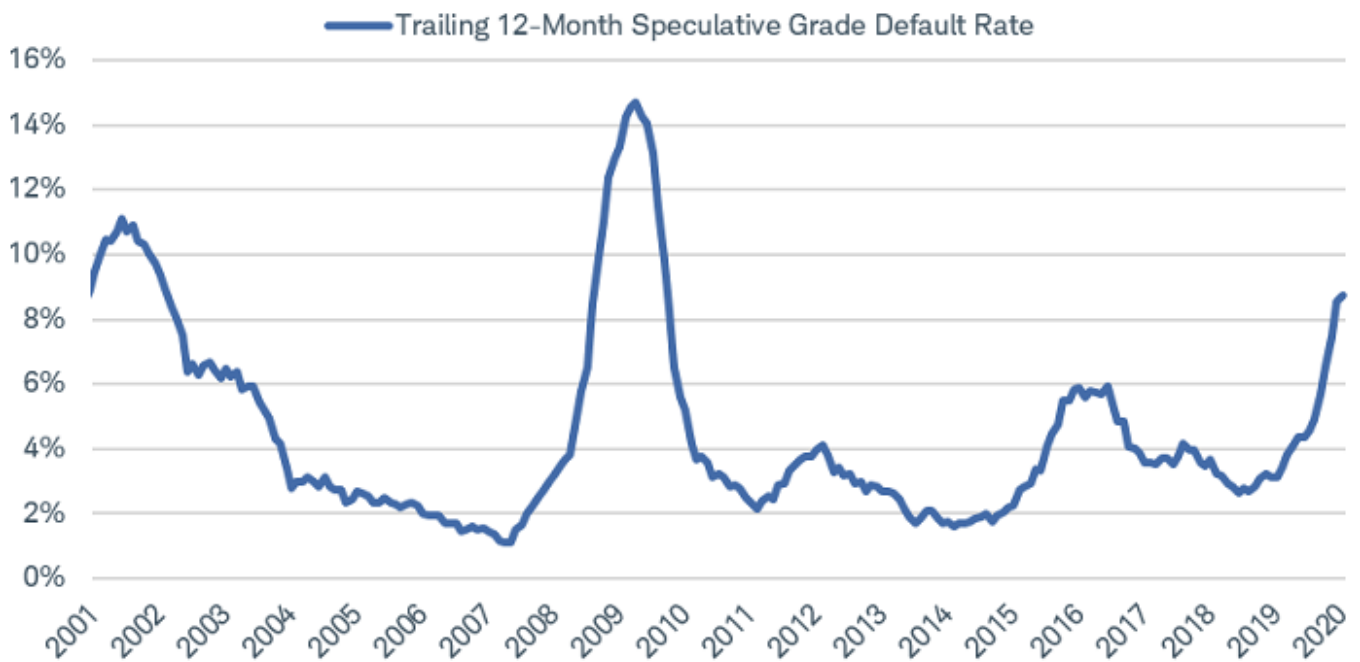


数据源：彭博（至 2020 年 9 月 30 日）

债券

- 受到美联储局宽松货币政策和收窄的风险溢价所影响，根据标准普尔的数据，截至 10 月 7 日美国 2020 年的高收益债券发行额达到 3,456 亿美元，超过 2019 年全年的 2,726 亿美元，并创下新的年度发行纪录。此外，现时 2020 年新发行的高收益债券平均收益率为 6.12%，较 2019 年的平均值 6.60% 低，并有望在 2020 年底再创下借款成本新低纪录。
- 截至 2020 年 9 月 30 日，彭博全球高收益债券指数自 3 月份大规模抛售以来已反弹超过 25%，并几乎弥补了今年的所有亏损。但是，根据穆迪 8 月底的资料，过去 12 个月投机级级别债券的违约率上升至 8.7%，是一年前的两倍多。尽管高收益债券的平均收益率仍接近 6%，为投资者在当前超低利率环境下带来更大的收益机会，但投资者实也应注意到潜在的下行风险。投资于多元化信用质量及不同类别的固定收益组合，相信会是较佳的投资方法。

图 7: 投机级级别债券的违约率正在上升



数据源：穆迪 “Default Trends – Global August 2020 Monthly Default Report,” (至 2020 年 9 月 9 日)

商品

- 最近几个月，石油输出国组织和一些全球主要的石油和天然气公司均不约而同地发布了关于石油需求前景的报告。石油输出国组织预计，全球石油需求将会在 2022 年超过新冠病毒大流行前的水平，并跟道达尔(“Total SE”) 的估计相若，需求将稳定增长大约至 2030 年并会出现饱和现象。另一方面，英国石油(“BP”)声称需求可能已在 2019 年达到顶峰。
- 新冠病毒大流行的来临，全球很多经济活动都突然停顿，石油期货价格在第 2 季度甚至跌至负数区域。从长远来看，它可能对消费者的行为带来持久影响，例如转向在家工作、透过视像会议减少出勤，以及改驾电动汽车等。新冠病毒可能会加快石油需求到达高峰的时间表，这将对石油价格长远构成负面影响。
- 在 8 月 6 日，金价升至历史新高至每安士 2,063 美元，自 2020 年年初以来上涨了 35%，较 3 月份的低点升幅更高达 4 成。然而在升至历史高位后，9 月底金价回吐了 8%，至每安士 1,885 美元。由于美国联储局将会在未来几年维持宽松的货币政策，而无论谁赢得了美国总统，美国新的经济刺激方案很大机会都会通过落实。展望未来，美元可能仍然疲软，并为金价提供进一步的上升的动力。

图 8: 金价创新高后，回吐超过 8%



数据源：彭博（至 2020 年 9 月 30 日）

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。