

# 放鬆限制期望帶動股市續漲

Mark Haefele 瑞銀財富管理全球首席投資總監

周三股市動揚，因投資者更為關注疫情蔓延逐漸得到控制的跡象。

標普500指數於4月8日上漲3.4%，較3月23日的低點反彈23%，距離2月19日的紀錄高點僅相差18.6%。

## 全球疫情料出現轉機

市場情緒依然動盪，但投資者似乎不再局限於總體病例數的增加，而是更為關注疫情蔓延逐漸得到控制的跡象，這也燃起對限制措施較快放寬的期待。

周三出現一些正面進展：  
■美國國家過敏和傳染病研究所所長安東尼福西表示，疫情可在本周後開始出現轉機。美國總統特朗普也發推文表示該國經濟活動重新開放「宜早不宜遲」。

■在內地，疫情最先發生的城市——武漢在封城76天後解封。政府仍不鼓勵非必要出行，但航班、公路和鐵路已重新開放，未感染新冠病毒的旅客可以出行。

■在意大利，新增確診病例數上升至3,836例，但這反映的是每天檢測數量顯著增加，實際上每日測試結果呈陽性的比率進一步下降至7.4%，低於周二的9%和上周四的17%。

■桑德斯宣佈退出美國民主黨總統候選人角逐也為市場帶來支持。前副總統拜登在黨代表票上的領先優勢幾乎已是不可動搖，但仍有人擔心桑德斯尋求參選可能為市場帶來動盪，他可以在黨代表大會上推動一些更為極端的政見。桑德斯退選降低了這一風險，有助於在黨代表大會中奠定對市場更為友好

的中間派基調。

再加上奧地利及丹麥計劃在復活節假期後放鬆限制措施，以及檢測、追蹤以及戴口罩逐漸被認可是對抗疫情的有效手段，這燃起市場樂觀期待部分歐洲地區及美國或能像中國一樣快速回到「正常」經濟活動。不過，疫情變化難測，現在判斷全球疫情已到拐點仍然太早。英國周三公佈的每日死亡人數是疫情爆發以來最高。而根據川普的說法，美國仍然面臨「非常艱難的一周」。

## 信用債風險回報較佳

廣泛來看，我們認為市場定價計入了經濟活動將在5月初至5月中恢復正常，但復甦的步調緩慢，2020年企業獲利將不如2019年水平。在高度不確定的環境中，我們認為

以下情況出現將為市場進一步上行提供更多支持，包括：刺激政策奏效，更多貨幣及財政措施推出，我們更加清楚政府對抗疫情策略的脈絡，或是在疫苗、治療等醫學方面出現突破。下行風險包括新增確診人數突然上升，封城措施在復活節後延長實施，或是有跡象顯示目前的貨幣及財政措施不足以緩和企業倒閉及失業。

此刻，我們偏好對股票精挑細選，並認為信用債的相對風險回報較佳，因其定價接近我們的下行情景。我們認為，美國高收益債券、美國投資級債券、以及美元計價的新興市場主權債券以及綠色債券提供了具吸引力的機會。

## 宜關注歐美超跌股票

但是，這並不意味着股票就不存在投資機會。對於關注股票上行潛力的投資者，我們建議聚焦在：1) 美國、歐洲和瑞士股價超跌的股票；2) 相對抗跌的股票（部分必需消費類股和醫療保健，以及全球優質股）；3) 長線贏家，譬如：基因療法、數位化轉

型、腫瘤療法以及食品相關。  
擔心市場再度大跌的投資者，也有幾個替代方案。他們可以提高在策略配置中高評等債券的部位，特別是長期美國公債，或是增加動態資產配置策略的資本投入。投資者也可考慮黃金，以及資本保護策略，以便在市場若進一步上漲時把握機會，同時也鎖定近期漲幅。在亞洲方面，我們認為估值相對便宜且獲利受疫情影響較有限的股票具投資機會。同時，穩定且優質的全球股票應能在市場承壓時相對具韌性。

由於危機的高度不確定性，在近期股票大幅反彈之後，部分投資者可能希望等到下一波回跌再入市。但是，這可能導致長時間場外觀望並在較高價位買入的風險。建構長期頭寸的一個方法是，結合分批入市和賣出看跌期權策略。分批買入較高風險的資產，有助於投資組合平順度過短期震盪。對於可以使用期權的投資者而言，賣出看跌期權策略能夠提供額外收益，並在市場進一步下跌時預先鎖定參與的機會。

# 不再一面倒向下 投資者回復觀望

涂國彬 永豐金融資產管理董事總經理

市場整體氣氛主要呈觀望狀態。沒有之前極度擔憂而引發的無差別拋售，但也還沒有到完全放鬆的時候。客觀所見，VIX已經從3月高位回落，本周已經跌回50水平下方，雖然也有反覆，但整體趨勢很明顯，相信很快回到30至40的運行區間。這樣一來，不是很高，但也不是很低，意味着投資者逐步消除早前套現拋售壓力，但卻遠未回到之前的樂觀，這樣的押注不容易，不再是一面倒的向下，但也缺乏明顯偏低的博反彈機會。

不妨檢視一下跨市場的動態吧。說避險，不能不說金價，已經從3月低位反彈，重拾200、100和50日線，技術指標已經有改善，近日正在反覆測試1,650美元一線。好消息方面，各國央行包括美聯儲保持寬鬆貨幣環境，以及不少政府開展直升機撒錢，加上疫情帶來的經濟衰退擔憂這些都利好金價。

## 變現潮暫告一段落

與此同時，桑德斯退出總統提名戰掃除了政治不確定性。風險偏好開始有所回升，股市作出反彈。加上美元保持在高位，這些限制了金價的上漲空間。短線金價或還需要調整，但仍有買盤支持，後市仍有較大率突破千七。

另一個作為市場情緒風向標，便是美元，尤其真的其有系統性風險，例如之前的大幅拋售，最終資金的避難所仍是美元。一如金融海嘯時一樣，即使危機的風眼可能正是美國，當年如是，如今疫情亦如是。無論如何，當極度恐慌時，投資者盡量變現，那股力量非同小可。但相信這個階段已暫告一段落。

美元從3月下旬回落後，從4月重回升勢，很快回到100水平，在4月6日更逼近101一線，不過這幾日出現調整，重新測試100的支持，但明顯看出美元仍有買盤支持，即使調整，空間有限，後市仍有望再次挑戰103，甚至創新高。

對於後市，不敢太樂觀，現在市場還沒有完全反映出經濟衰退的危機。



市場對於產油國或能達成減產協定的憧憬支持油價走高，油價周內一度逼近30美元。資料圖片

疫情的確會過去，但經濟修復需要多久時間，能否像特朗普說的以火炸方式重啟，怕只是嘴中的美好願景，後市還要密切關注經濟數據。

## 油價擔憂仍然持續

說起經濟，尤其實體經濟，相信大家不易樂觀，油價是最好反映。無論需求面或供給面，都是備受打擊。目前主要在20至30美元的區間上落。對於產油國或能達成減產協定的憧憬支持油價走高，周內一度逼近30美元一

線，但目前還沒有完全確定。不僅如此，EIA公佈的庫存增幅大於預期，給油價帶來壓力。紐油在4月8日反彈6.18%至25.09美元。

目前就在等待產油國最後的決定，油價短線偏多，只是在做多的同時，還是要留意需求端的問題。雖然疫情開始有好消息傳出，但經濟恢復需要時間，同時還面對經濟衰退的風險，這是阻礙油價出現超大幅反彈的主要因素。（筆者為證監會持牌人士，無持有上述股份之財務權益。）

# 石油戰令市場再添陰霾

史立德 香港中華廠商聯合會第一副會長

近日油價大幅下挫，令產油國或產油公司承受龐大壓力，甚至面臨倒閉危機，而銀行業作為石油公司的重要債權人，借出巨額貸款，一旦被拖累，隨時出現骨牌效應，引起更嚴重的金融危機。

隨着疫情導致全球工業活動近乎停頓、貨物進出口及旅遊受阻令陸空運輸需求放緩，國際能源署推算今年的原油每日需求量將比去年下跌9萬桶，全球原油需求將面臨金融海嘯以來首次萎縮。上月，沙俄未能就減產協議達成共

識，觸發油價急跌，更曾一度跌至21美元一桶，創下17年來的新低。石油價格探底，加上「OPEC+」油組國會議議延遲，令國際油價持續低迷。

在正常情況下，油價大幅下降有利降低企業原材料成本、工業生產、物流業和交通運輸業等，可以舒緩營運壓力，增加競爭力。然而，在疫情下，正常的經濟活動大受打擊，全球航班取消、各地工廠被迫停工、市民減少外出等，都大大抑制了汽油燃料和航空燃料需求，以及各行各業，其

產生的全球性負面影響遠遠抵消油價下跌帶來的好處，同時為市場引來多一個不明朗因素。

## 需求銳減 油價大跌

觀乎過往三次石油危機，皆是產量下降導致油價急升，工業成本因而大增，觸發全球經濟放緩。與過去不同，這次是需求銳減的情況下，油價大幅下跌，加上疫情持續肆虐，全球石油企業大受衝擊，令市場擔心原油出口國經濟狀況、石油公司倒閉及連

約風險。事實上，開採石油的成本價格根本不只21美元一桶，而美國開採頁岩油的成本更高。現時美國頁岩油企業懷汀石油公司(Whiting Petroleum)已申請破產，一旦與Whiting Petroleum債務規模相似的其他大型石油公司也出現債務違約或破產，勢將觸發全球信貸緊縮危機，甚至有機會影響金融業，為本已脆弱的環球經濟增添下行壓力，亦令美國聯儲局不得不繼續無限量寬。

今年經濟本來已經不景，加上新冠肺炎疫情打擊，對企業而言是雪上加霜。現時中東地緣政治衝突尚未明朗，市場陰霾滿佈，企業更要小心行事，步步為營。

# 桑德斯的傳奇

洪灝 交銀國際研究部主管

剛剛，我的手機屏幕閃出了一道消息：桑德斯退出總統競選，全球市場暴漲。我突然覺得語塞。

昨晚市場有許多重要的消息：石油談判似乎取得了一定的進展，油價強勢反彈；美聯儲公佈會議紀要；當然，還有桑德斯退出總統競選。在市場的一片漲聲中，桑德斯退出競選的這條新聞熱度很快地消退了。美聯儲的會議紀要只有一些過時的舊聞。畢竟，市場公開數據顯示美聯儲擴張的速度是2008年的十幾倍，增長速度年化近80%，規模到達十萬億美元指日可待。而市場照單全收。

## 滿腔熱血推結構性改革

這是一個拒絕改變的市場。桑德斯參加競選時，提出了一系列激進的社會改革措施。市場曾認為桑德斯如果勝出的話，將是一個利空。然而，他的一系列競選演講，讓人感覺到這是一個滿腔熱血要推進改革的政治家。他並不是一個政客，否則他在拉票的時候可以選擇中庸的政治主張，而不是宣揚長期的結構性改革。

比如：如果美國有完善的醫保制度的話，那麼這場疫情導致美國社會的焦慮不安或者不會像現在這樣如此緊張。對於工人的就業保障和福利的改革，或也不會造成現在這樣的、比大蕭條時期更

嚴重的失業問題。現在的美國，仍然是一個犧牲大部分人的利益以成就極少數人的兩極化社會。看看貧富懸殊的矛盾就一目了然了。

美聯儲史無前例地放水印錢，也只是對於過去政策的加碼，並沒有什麼根本的改變。然而，在十年寬寬嚴重扭曲了市場的定價和社會結構之後，市場仍然為量寬加碼而雀躍。量寬如果真有效，那麼我們今天就不會如此尷尬了吧：資產價格奇貴；通縮壓力高企；貧富懸殊劇目；經濟結構脆弱。

不幸的是，這就是我們短期要面對的現實。在昨天的白宮資訊會上，特朗普被問及他對於他最後的競選對手、民主黨候選人拜登的看法。特朗普輕蔑地說：「為什麼奧巴馬一直不公開支持特朗普拜登呢？肯定有問題，不是嗎？你不知道，只有我知道。我知道你不知道，你不知道我知道你不知道……」這種政客的行徑，正是拒絕改革的代價。

儘管如此，美國社會已經開始改變。桑德斯的支持者以年輕人居多。他成功地把一種在資本主義社會裡曾被邊緣化的思潮傳授給了美國的年輕人。一個七旬老人，最後成了一個80、90後的偶像和代言人，這或許正是桑德斯的傳奇吧。市場總是高估短期的波動，卻低估了長期的趨勢。這次也沒有什麼不同。

# 美國黃金十年的終結

龐溟 華興證券宏觀及策略研究主管

328.3萬人以及預期的350萬人。3月28日當周美國的失業人口為數據時間序列的53年歷史裡此前記錄的近十倍——1982年10月，周內有69.5萬人申請失業金。3月28日當周的數據，也已經達到1987年股災峰值的20倍、2000年互聯網泡沫時期峰值的14倍、2008年金融危機時期峰值的10倍。3月份其他宏觀經濟數據也不容樂觀：美國最新的ISM與IHS Markit公佈的服務業與製造業PMI已經全部跌至榮枯分界線以下；密歇根大學消費者信心指數也已經從2年新高的101.0回撤至89.1。

可以預期，美國失業率有可能在未來數月內大幅上升。今年2月份，美國失業率剛創下50年來的新低3.5%。但現在的周度初請失業人數急劇上升的速度，已經超過此前經濟衰退時勞動力市場惡化的節奏——在1980年與2008年的經濟谷底期，失業最嚴重的四個星期內初請失業人數合計也未超過200萬人。美國的就業結構主要依賴於服務業，而這些行業在疫情中嚴重受挫。失業率上升或公司利潤下降通常會令個人收入承壓。失業率上升通常也與個人支出下行、GDP增長率放緩、經濟步入衰退及公司盈利停滯有關。

## 美貨幣政策選項有限

筆者認為只有財政刺激才能部分抵消疫情給美國經濟帶來的負面影響。疫情一旦開始影響消費者和企業信心，廣泛的開支

削減及就業緊縮將不可避免削弱美國的經濟發展——美國經濟活動中約70%與消費部門有關。美國還可使用的其他貨幣政策選項有限，財政政策將會成為重點。

3月25日，美國國會參議院以96票贊成、0票反對的投票結果通過了2萬億美元財政刺激計劃，幫助企業、員工以及醫療系統紓解疫情帶來的影響。這是美國迄今規模最大的財政刺激計劃。3月30日，特朗普總統宣佈正考慮提出2萬億美元基建刺激計劃。

與美國及其他主要經濟體面臨的有限政策空間相比，我們認為內地在政策寬鬆和刺激措施上具備更大靈活性，中美債利差仍處高位，有助人民幣匯率減少承壓。基於其增長潛力、有利的匯率走勢、全球投資者的資產配置需求，我們依然看好內地股票。內地新增感染病例數見頂後，內地股票已在一個月內觸底反彈。內地經濟目前面臨的風險包括：全球經濟放緩、全球供應鏈擾動、外需疲弱。我們繼續預計政策刺激和需求釋放，有助於宏觀經濟從今年下半年起企穩反彈。我們認為主要的逆週期調控措施包括：定向和普惠寬鬆；稅費減免；財政刺激與基建投資拉動等等。預算赤字率也有可能進一步提高，但決策層對大水漫灌式的貨幣寬鬆、過度的財政刺激和激增的債務壓力帶來的風險有充分的意識。

題為編者所擬。本版文章，為作者之個人意見，不代表本報立場。