

# 投資者風險偏好有所修復 但不穩定性因素仍多

全球觀察

胡文洲 中銀國際首席策略分析師

上周，市場預期歐美疫情流行高峰可能已過，美國總統特朗普發佈重啟美國經濟指南，分三階段進行，歐洲多國也正在醞釀逐步鬆綁疫情防控措施。同時，隨着中國各地企業加快復工復產，3月部分經濟指標好於預期，推動投資者風險偏好進一步修復，香港股市繼續反彈。回顧上周行情，恒生指數上漲0.33%，收於24,380點，國企指數上漲0.04%，收於9,815點，港股日均成交金額為1,168億港元，較前周有所上升，南向資金淨流入人民幣為55億元。行業板塊方面，上周各板塊漲跌互現。

其中，資訊科技業上漲4.98%，表現最好，主要是受近期美國科技股大幅反彈的利好因素帶動；非必需性消費業和醫療保健業分別上漲3.00%和2.33%，表現均好於大盤；能源業下跌4.26%，表現最差，主要是受到國際原油價格再次大跌的因素影響；電

訊業和金融業分別下跌1.43%和0.39%，表現均遜於大盤。

## 全球經濟衰退預期升溫

本次疫情直接對全球實體經濟需求側和供給側同時造成巨大衝擊，引發的全球經濟衰退程度將超過2008年全球金融危機，而更接近1929年全球經濟大蕭條時期。截至4月11日，當周美國首次申請失業救濟人數處於525萬的高位，略低於前周的660.6萬人以及截至3月28日當周刷新歷史最高點的686.7萬人，但遠高於2008年金融危機時期的最高點66.7萬人。過去四周，美國首次申請失業救濟人數總計高達2,200萬人，基本抹去了自2008年金融危機以來所增加的所有就業崗位。彼得森國際經濟研究所預計今年美國失業率將超過20%，創1929年全球經濟大蕭條時期以來的最高紀錄。國際貨

幣基金組織(IMF)認為2020年全球經濟將出現衰退，將2020年的全球經濟增速預期由3.3%下調至-3.0%。

全球經濟衰退將對中國經濟形成較大的影響，中國宏觀政策逆周期調節力度有望加大。上周召開的中共中央政治局會議定調，中國經濟展現出巨大韌性，復工復產正在逐步接近或達到正常水平，但當前經濟發展面臨的挑戰前所未有，必須充分估計困難、風險和不確定性。會議明確提出，穩健的貨幣政策要更加靈活適度，綜合運用降準、降息、再貸款等手段。積極的財政政策要更加積極有為，提高赤字率，發行抗疫特別國債，增加地方政府專項債券。會議首次提出「六保」：保居民就業、保基本民生、保市場主體、保糧食能源安全、保產業鏈供應鏈穩定、保基層運轉。會議再次指出，要加強傳統基礎設施和新型基礎設施投資，堅持房

子是用來住的、不是用來炒的定位。

## 中國逆周期調節續加大

今年一季度中國GDP同比下降6.8%，但隨着3月全國各地加快復工復產，部分經濟指標出現積極向好態勢。一季度，全國城鎮新增就業人員229萬人。3月份，全國城鎮調查失業率為5.9%，比2月份下降0.3個百分點；3月份服務業商務活動指數為51.8%，比上月回升21.7個百分點；3月份規模以上工業增加值同比下降1.1%，降幅較1-2月份收窄12.4個百分點。3月份高技術製造業同比增長8.9%；一季度，全國居民人均可支配收入8,561元，同比名義增長0.8%。

筆者認為，中國宏觀政策逆周期調節力度持續加大，有助於更好地應對全球經濟衰退風險，緩和中小微企業的經營壓力，穩定資本市場預期。同時，美聯儲加碼刺激措施，

宣佈購買符合一定條件的高收益債券(垃圾債券)，進一步強化美聯儲將不惜一切代價穩定市場的預期，全球市場震盪反彈。截至4月17日，恒生指數已較3月23日的前期低點反彈了12.4%。但是，當前海外疫情仍在持續蔓延，隨着歐美企業開始復工復產，疫情走勢可能出現新的不確定性，中國防範疫情輸入壓力加大，經濟復甦面臨新的困難和挑戰，股市仍面臨較大的不確定和不穩定性因素。港股市場當前估值仍處於歷史低部區域，如果全球疫情形勢的拐點在今年二季度出現，港股市場企穩反彈行情有望延續。但是，如果全球疫情持續的時間較預期長，那麼風險類資產價格仍將繼續波動。

本文為作者個人觀點，其不構成且也無意構成任何金融或投資建議。本文任何內容不構成任何契約或承諾，也不應將其作為任何契約或承諾。

# 避險需求降 惟經濟復甦路漫漫

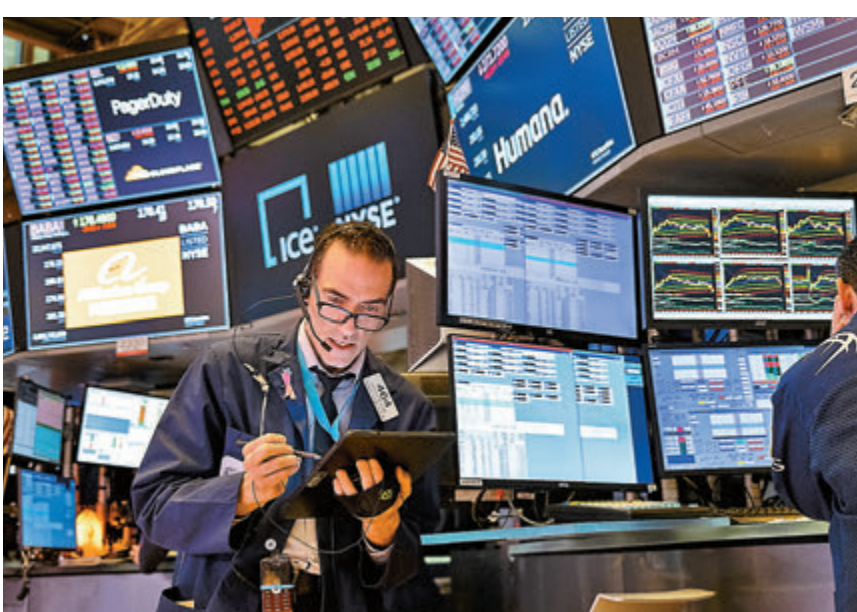
百家觀點

涂國彬 永豐金融資產管理董事總經理

“ 新冠肺炎疫情擔憂減弱，投資者都在等待各國重啟經濟活動的情況。VIX已經連續下跌4周，累計逾四成的跌幅至38.15。資產市場上，資金流出避險資產，轉投風險資產，但當中不無顧慮，尤其實體經濟復甦之路，看來仍是漫長。

是 的，MSCI全球指數連續反彈兩周。在美國宣佈重啟經濟活動的指引，加上瑞德西韋藥物見效，美股延續前日的升勢。三大指數在上周表現樂觀，尤其是納指，全周累計6.09%的漲幅。港股亦已經從3月低位反彈上來，現在已經能夠企穩10和20日線，連續上漲兩周。但上行動能相對有限，上方50日線阻力大，經濟復甦的擔憂仍然存在，並逐漸代替疫情成為焦點。

需求減少拖累 油價續跌 相比於股市一片反彈，大宗商品市場疲弱，主要還是需求端壓力大。首先，歐美的經濟復甦之路還尚未開始，無法太樂觀。紐油原本是反覆測試20美元一線的支持，上周五受到數據影響，沾



市場對新冠肺炎疫情擔憂減弱，VIX已經連續下跌4周，截至上周五跌四成至38水平。展望未來，經濟復甦的擔憂將逐漸代替疫情成為焦點。美聯社

情緒尚未穩定，美元作為一個具有高流動性和高安全性的貨幣，相信還是有不俗的支撐，將繼續保持在高位運行。

## 避險情緒降 金價回落

一同下跌的還有黃金。避險需求回落，黃金原本能夠企穩千七水平，但在上周五跌穿5日和10日線，低見1,679.7美元，最終收在1,683.6美元。好在上一

股趨勢不至於被破壞。現在支持金價走高的因素持續存在。一是寬鬆的貨幣政策環境，二是經濟前景擔憂是主要問題。歐美的經濟復甦之路尚未開始，但也不至於太樂觀。本周先關注業績表現，重點不是那些數字，二是管理層對於未來發展的前瞻。相信金價在短線調整後，仍維持上行趨勢。(筆者為證監會持牌人士，並無持有上述股份之財務權益)

# 4月觀望氣氛濃 後市保持樂觀

姚浩然 時富資產管理董事總經理

港股經過復甦假期前的再反彈後，上周出現整固窄幅上落，恒指現時在24,500點附近徘徊，相信市場需要更多數據和觀察各國疫情受控後如何重振經濟。上周五(17日)，中國公佈了第一季國內生產總值(GDP)按年跌6.8%，雖然稍稍差於預期，但市場對此反應並不算很大，可能因為知道疫情對中國首季打擊最深，現在公佈的GDP數字反而有了打底作用，同時市場亦可憧憬內地未來會推出更多刺激經濟措施。

原定於3月份舉行的兩會會議因疫情關係押後，4月尾將舉行十三屆全國人大常委會第十七次會議，因此相信兩會最快要到5月份才可舉行，市場憧憬屆時會推出更強度的經濟振興措施和作出新的全年目標。早前國務院國資委秘書長、新聞發言人彭華崗表示，「三穩」是要穩經營、穩產業鏈、穩企業，守住不發生重大風險的底線，除了像「殭屍企業」處置外，努力做到出資企業不要出現倒閉和大幅度降薪、裁員，不要給社會增添不穩定因素。因此，若要達到「三穩」，中國的紓緩措施可能更加碼。

## 經濟大洗牌 投資汰弱留強

隨着疫情全球大爆發到現在開始受控，中國於一季度末開始復工復產，歐美各國都開始計劃復工時間表，反映市場預期第二季度起會迎來經濟復甦，惟復甦力度需視乎很多因素，其中最主要的包括以下幾點：1) 復工復產後會否爆發第二波疫情；2) 各國的紓困和刺激經濟措施，以及央行放水力度等；3) 措施執行時間表和效率，例如寬免措施有效期、補貼能否快速到達市民或企業手中等。

面對如此多不確定性，相信市場短期會傾向較為觀望，等待更多消息和經濟數據才決定下一步的投資方向，但筆者對後市看法偏向樂觀，畢竟只要沒有第二波疫情爆發，在環球如此多刺激經濟措施的幫助下，相信經濟可能已見底，隨後便是回升。

另外，經過今輪的經濟大洗牌，投資者可更好地看清哪些企業實力不凡，從而作出更好的投資選擇。美國現正是業績期，雖然預計疫情受惠股會有亮麗成績外，其他都不抱太大期望，但投資者仍可留意企業在這非常時期如何應對未來和它們對未來季度的業績預期等，這種種對選出優質股是很有幫助的。(筆者為證監會持牌人，編號AEI004，一、四、九牌照)



恒指現時在24,500點附近徘徊，相信市場正等候各國推出明確的保經濟措施。美聯社

# 市場運行至一個歷史性轉折點 中國將開始長期跑贏

洪瀛 交銀國際研究部主管

中美股市運行至歷史性轉折點。在美國總統特朗普還在忙於對新冠肺炎爆發處理不當的責任「甩鍋」之際，中美市場運行到了一個歷史性的轉折點。標普500指數(SPX)在經歷了2月份以來的史詩級崩盤後，迎來了一場暴力反彈，最終周度平均指數價格收於2,813點。與此同時，上證綜指(SHCOMP)的周度平均指數點位為2,815點。現在，這兩個全球主要指數的平均點位幾乎相同。美國市場這幾周史無前例的波動比1929年、1987年和2008年更甚，而這兩個經濟體的經濟收縮也是空前的。考慮到市場價格波動反映當前類似大蕭條時期的基本面的方

式，這幾近相同的指數水平可能只是偶然嗎？

歷史數據表明事非偶然。我們的研究發現，自1992年以來，上證綜指一直與標普以一種非常有趣的方式互動：每次上證綜指的絕對水平跌至等於或低於標普的絕對水平的時候，上證綜指就會開始跑贏標普——尤其是在2005年和2007年之間，那時是中國歷史上最大的牛市，上證綜指從1,000點飆升到6,000點；以及從2014年年中到2015年年中，當時中國市場泡沫見證了該指數從2,000點飆升至5,000點。現在，上證綜指再次運行到了這個歷史性的轉折點。

## 中國基本面邊際持續改善

中國將開始長期跑贏美國。有些人可能認為這只是技術上的巧合，沒有基本面支持。我們不敢苟同。市場並不愚蠢，價格有效地反映了所有可獲得的信息。在這個關鍵時刻，美國霸權正在發生微妙而重大的變化。隨着美聯儲瘋狂地「印銀紙」，中國央行卻一直在以謹慎的步伐應對經濟放緩。從全球來看，美國似乎正在放棄對自己和全球社會都有好處的多邊主義，轉而強調「交易藝術」的單邊主義。與此同時，通過「一帶一路」倡議，中國的全球影響力持續增長。中國現在已成為了全球舞台

上一股不可忽視的力量。

在剛剛結束的政治局會議上，現在的施政方向是通過繼續推動要素改革，對沖經濟放緩的負面影響。儘管改革的細節尚未公佈，但方向是明確的：決定未來生產力增長的兩個重要因素——土地和勞動力——將逐步放開並由市場配置。這些指示還強調從長遠角度改善社會福利。近期內，宏觀貨幣政策將更加積極，財政支出和赤字將擴大，更多專項債將發行，存款準備金率、利率將進一步降低，再貸款也將進一步增加。隨着基本面邊際改善，市場繼續長期結構性改革和貨幣寬鬆的前景，中國將開始相對跑贏美國市場。

# 疫情之下公司的「良法善治」

曹志龍 上海市聯合律師事務所管委會主任、上海市律師協會副會長



■ 新冠肺炎疫情持續，公司作為社會和市場最主要的商事主體，或可能通過有效的公司治理轉危為機。新華社

2019年12月以來，隨着新冠肺炎疫情的不斷升級，防控形勢愈發嚴峻。疫情之下，公司作為社會和市場最主要的商事主體，能否通過有效的公司治理轉「危」為「機」，推動公司「良法善治」？我認為公司可以依據《公司法》等法律法規、公司章程等內控

制度，從如下兩個方面着手：

## 首先分析認識疫情影響

首先要深刻分析和認識疫情對自身公司治理的「三大」主要挑戰。一是管理層履職受阻。疫情下，很多公司原定召開股東(大)

會、董事會以及監事會會議的計劃需要調整。管理層人員因無法通過現場辦公或者網絡視頻等方式履行職責，給公司帶來巨大損失。二是風控能力考驗。此次疫情給風險控制能力缺失、組織能力偏弱、日常現金流緊張等類型的公司帶來巨大的考驗，很多公司面臨着合同履行的逾期風險以及股東權益保護的雙層壓力。三是人力資源管理挑戰。假期延長、復工延後等防控措施將直接導致公司的人力成本增加。而且，疫情使公司勞動關係問題變得異常複雜，其中包括疫情期間的工資待遇問題；勞動爭議解決問題等。

其次要加強研究和預防、預測，通過有效的公司治理轉「危」為「機」，推動公司的「良法善治」，既要戰役期間積極應對又要為戰「疫」後的恢復和躍起蓄勢、賦能。我建議做到「四要」：

## 轉危為機 關鍵在於「四要」

一是要以變應變，積極改變履職方式。原

定股東(大)會、董事會以及監事會會議延期或取消、直接形成書面決議以及採用視頻或語音方式召開遠程會議。管理人員可通過線上交流、遠程辦公等形式或經授權後委託他人行使職權。

二是要優化治理結構。疫情期間由於現場會議、管理會受到較大影響，若能通過線上、遠程控制當然可以解決燃眉之急；若必須現場會議或者管理的，公司可依據章程啟動股東會或者董事會會議，決議臨時調整董事、監事、高管人選，或者授權、指定或聘任其他管理人員從事必須的事務，以保障公司的正常決策和運營。

三是要完善公司架構。通過對三會一層等的職能優化組合，通過工作組、設立公司突發事件應對部門等形式實現疫情期間的集中、高效管理，五馬同向形成合力、高效決策，攜手共進、共克時艱。同時要注意調整績效管理體制，穩定或者增加公司現金流。疫情期間一方面要促進正常運轉，另一方面要考

慮對運營不良的關聯公司啟動破產、重整等程序，剝離不良資產。

四要倡導積極履行社會責任和擔當。公司管理層或專門部門應按照統一部署，做好本單位的預防和控制工作。加強與員工溝通協商，靈活採取調整薪酬、輪崗輪休等方式，穩定勞動關係。主動配合實施國家相關部門的信用管理機制，做好信息披露。

最後，疾風知勁草，危與機並存。沒有一個冬天不會過去，沒有一個春天不會到來。對負重前行的公司來說，此次疫情既是挑戰也是機遇。若能轉危為機、轉危為安，是可以完善公司治理，推動良法善治的，相信經過危機淬煉後脫穎而出的公司，必定能夠在激盪中創造新的價值。

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。