

經濟陷入冰封期持續下行：新冠肺炎拖累 環球市場下挫

2020年3月

有關新冠肺炎疫情影響的六大要點分析

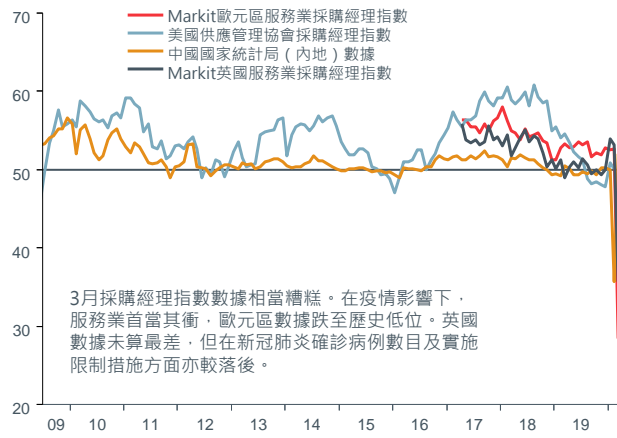
- ▶ 新冠肺炎疫情對**環球資產**的影響在3月顯現，除黃金外，近乎所有主要資產類別均急劇下跌。連串重大市場事件導致各地股市暴跌，主要外匯、信貸及債券市場陷入冰封期，而美元作為避險資產卻出乎意料地上升。
- ▶ 環球金融市場實際上**同時遭受三重打擊**，單是其一已足以造成重大衝擊，而三者疊加導致金融資產出現自全球金融危機以來最大單月跌幅，甚至輕易打破在1930年代創下的若干歷史紀錄。**首先是**全球陷入嚴重經濟衰退的可能性增加，部分經濟學家預測已發展國家的經濟放緩幅度在3%至7%之間。**其次是**流動性衝擊，債券及外匯市場的買賣價差大幅擴闊，顯示流動性趨緊。由於股票孖展補倉急需現金，導致金價下跌，且跌勢蔓延至債券、股票及商品市場。**第三是**油價暴跌，沙特阿拉伯與俄羅斯未能就延長減產協議達成共識，其後數天內油價下跌三分之一。
- ▶ **全球各地央行及政府**推出大規模貨幣及財政刺激計劃，以應對經濟放緩加速的局面，帶動股市在熊市下錄得14%升幅（見「股票」一節）。事實上，聯儲局於3月推出的措施比其在全球金融危機整個期間推出的措施還多，歐洲央行亦放寬量化寬鬆計劃的限制，可為受打擊最嚴重的歐洲國家意大利及西班牙直接提供支持。新興市場方面，雖然有跡象顯示中國經濟活動重啟，但中國仍繼續放寬貨幣政策，並推出新的財政刺激措施。此外，新興市場央行紛紛下調利率，部分央行減息幅度較大（見「經濟」一節）。
- ▶ 月內第三週市場表現最差。大流行疫情先後在歐洲及美國迅速蔓延。但部分國家的政府起初並不重視疫情，未能及時推出保持社交距離及/或封城措施，導致病毒迅速傳播，這令不明朗因素加劇，引發市場恐慌並出現拋售。美國及歐洲市場在這方面受到嚴重影響，中國及日本股市表現相對領先，因疫情在當地受到控制，且對經濟的影響逐漸明朗。
- ▶ 為遏制病毒傳播，各地推行封閉管理措施，截至月底**全球三分之一人口受到影響**。部分較早受病毒影響並提早實施檢疫及檢測計劃的國家病例及死亡人數大幅下跌。**中國、南韓、日本及新加坡**似乎已成功抑制病毒加速傳播。甚至有跡象顯示意大利（疫情重災區之一）的封鎖措施亦對控制病毒傳播奏效，但其他國家仍面對病毒加速傳播、醫療設備短缺及醫院超出負荷的嚴峻挑戰。**美國成為大流行疫情的中心**，紐約疫情嚴重，難以應付大量患者。此外美國路易斯安納州及加利福尼亞州亦出現令人憂慮的跡象，反映當地疫情可能遠未受控。
- ▶ 環球市場受到的第三個重大打擊是俄羅斯與以沙特阿拉伯為首的石油輸出國組織（「石油輸出國組織及其盟友」）就**石油減產協議**進行的談判破裂。沙特阿拉伯隨即表示，將以較低價格向因經濟疲弱而需求下滑的全球經濟體出售更多石油，導致原油價格由月初的每桶接近60美元跌至略高於20美元，加上高收益債券市場陷入冰封期，拖累能源股價格暴跌，不僅小型企業股票遭大幅拋售，大型企業股票亦遭受重創。

股市

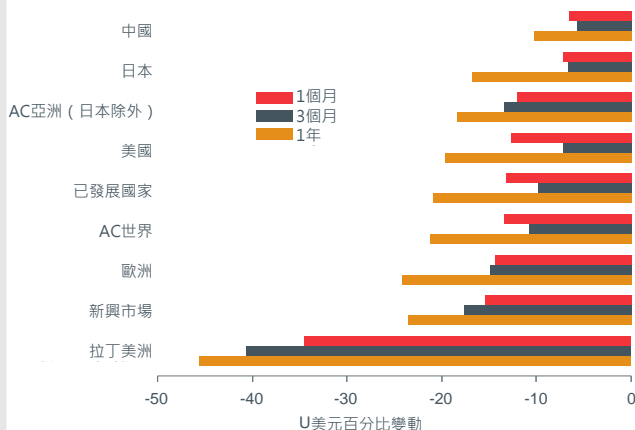
圖一：MSCI所有國家世界指數



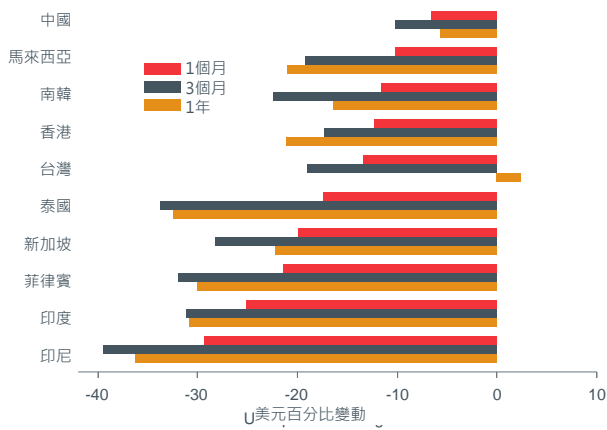
圖二：3月採購經理指數數據



圖三：地區股票指數



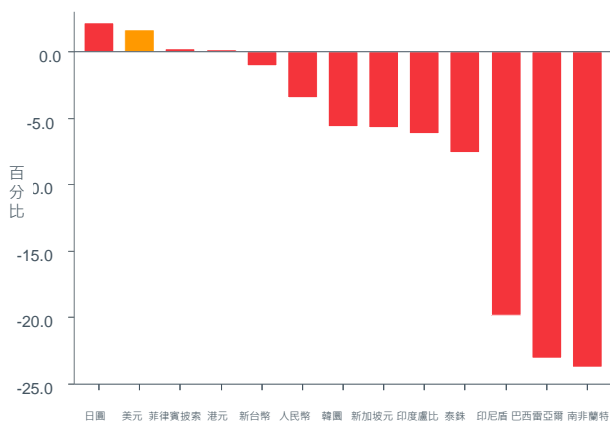
圖四：亞洲股票指數



圖五：主要債券收益率 (%)



圖六：自1月20日以來新興市場貨幣表現



資料來源：瀚亞投資。圖表數據來自Refinitiv Datastream，截至2020年3月31日。代表指數及縮寫的詳細資料，請參考附錄的備註部分。所述回報為MSCI總回報，以美元計。

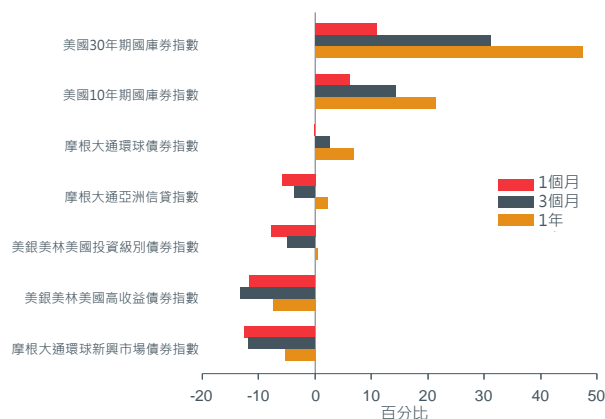
股市

- ▶ **環球股市**在3月連續第二個月大幅下跌，MSCI世界指數在年內首三個月錄得2008年以來最差季度表現。地區方面，拉丁美洲跌幅最大，因區內經濟體較依賴商品，貨幣遭大幅拋售，拖累股市下跌34.5%。歐洲、中東及非洲亦錄得較大跌幅（下跌21.1%），南非表現尤其疲弱，因評級下調拖累蘭特跌至歷史低位。
- ▶ **已發展市場**方面，美國表現略為領先，MSCI美國指數下跌13.2%，歐洲指數則下跌14.4%。聯儲局及政府推出的刺激措施帶動標普500指數回升，創下1933年以來最大三日升幅，但此前信貸及外匯市場陷入冰封期，美國債券收益率下跌，導致「套現」需求飆升，令股票遭拋售。MSCI美國指數截至月底下跌12.7%，年初至今則下跌19.6%。
- ▶ **歐洲**方面，雖然歐洲央行及區內所有國家政府推出一系列大規模刺激計劃，但遠不足以帶動市場回穩，區內指數錄得雙位數跌幅。其中西班牙下跌22.1%，意大利下跌22.5%，表現顯著落後。這兩國市場在推出貨幣及財政舉措後數日雖然略有回升，但未能扭轉跌勢。工業大國法國及德國的股市均下跌約17%。雖然英國首相約翰遜及三個內閣成員先後確診患上新冠肺炎，但英國市場在賺取美元收益的大型企業支撐下，錄得16%跌幅。
- ▶ 月內**亞洲**亦表現疲弱，但表現未算最差，主要受**中國**市場領先表現帶動，MSCI中國H股指數僅下跌6.6%，A股指數則下跌7.1%，主要由於有跡象顯示病毒在中國傳播速度減慢以及經濟活動重啟。亞太（日本除外）指數月內下跌14%，自1月17日錄得高位以來下跌23.9%。與中國股市相若，台灣股市表現亦相對領先，因科技股佔指數比重較高，帶來一定支持，但於3月仍大幅下跌13.4%。中國重啟經濟活動利好南韓股市，該國指數下跌11.5%，但月內韓圓亦下跌。
- ▶ **東南亞**市場表現較為落後，因區內多國政府在實施疫情管控措施方面遇到挑戰，例如印尼經濟狀況迅速惡化，但可用於刺激經濟的工具較少，且出現基金撤資潮。雅加達市場在六個交易時段內四次觸發「熔斷機制」，馬尼拉市場則在疫情最嚴峻時停市兩日，其後錄得史上最大單日跌幅。MSCI印尼指數下跌29.3%，菲律賓指數則下跌21.4%。
- ▶ 其他市場方面，**澳洲**下跌25.1%，是全球表現較疲弱的市場之一，其礦業股暴跌，銀行股亦受央行減息拖累股價下跌。雖然**新加坡**推出有史以來最大規模的刺激計劃，但股市仍下跌19.9%。**日本**表現則大幅領先，僅下跌7.0%，主要由於日圓作為避險資產備受追捧。雖然油價下跌帶來支持，但印度推行全面封鎖措施，令股市下跌25.1%。
- ▶ 由於經濟放緩似乎難以避免，**季內**全球所有主要MSCI指數均下跌，部分跌幅較大。貨幣較易受影響的國家跌幅最大，在表現最差的市場中，印尼下跌39.4%，巴西下跌50.2%，泰國下跌33.7%。亞洲表現相對出色，雖然期內大部分時間中國是大流行疫情的中心，但僅下跌10.2%，而日本因日圓避險性質再次得到印證，僅下跌16.6%。

固定收益

- ▶ 隨著風險資產市場出現波動，**環球政府債券**亦未能獨善其身。投資者對疫情在中國以外地區迅速蔓延及死亡人數持續攀升的憂慮加劇，導致核心債券市場劇烈波動。除疫情相關憂慮外，沙特阿拉伯與俄羅斯就石油減產談判破裂，導致油價暴跌，加劇恐慌情緒，拖累基準10年期美國國庫券收益率在月內較早時候首次跌穿1%，並於3月9日觸及0.32%的歷史低位。
- ▶ 多國加強封鎖措施，令全球經濟陷入衰退的可能性上升，主要央行推出一系列大規模寬鬆措施（詳情見「經濟」一節）。聯儲局率先兩次緊急減息，共下調150個基點，並推出7,000億美元資產購買計劃。英國央行及歐洲央行亦大幅放寬貨幣政策。
- ▶ 各地政府承諾推出巨額刺激計劃，以抵禦難以避免的經濟下滑對全球經濟造成的衝擊，美國宣佈2萬億美元紓困措施，但未能帶動風險資產企穩，環球股市大幅下跌。10年期美國國庫券收益率從歷史低位回升，於3月底為0.67%，下跌48個基點，而季內下跌125個基點。
- ▶ 亞洲方面，多家央行均下調利率，新加坡則重置政策利率區間，以減慢新加坡元上升步伐，政策立場重新調整至中性。然而，3月區內當地貨幣政府債券表現參差。中國、香港及印度市場的當地利率下跌有利總回報，但其他市場則由於債券收益率上升而表現落後。其中印尼表現最差，10年期政府債券收益率上升96個基點，反映在避險情緒下，資金流出新興市場基金令該國市場遭受衝擊，印尼盾大幅下跌12%亦印證這點，進一步加劇債券市場跌勢。
- ▶ 信貸市場方面，隨著流動性趨緊，息差於3月大幅擴闊。美國方面，市場對高收益信貸違約的憂慮加劇，投資級別債券亦開始出現低價交易。聯儲局承諾為優質債券提供擔保，以協助企業獲得更多貸款。
- ▶ 亞洲方面，月內美元信貸息差亦大幅擴闊，拖低總回報，尤其是高收益主權債券。亞洲投資級別債券亦有所下跌，但受惠於美國國庫券上升，抗跌力相對較強。風險胃納下跌，區內一手市場活動陷入停滯，3月新債發行總額約為60億美元，按年下跌67%。然而，與整體新興市場主權債券市場的雙位數跌幅相比，亞洲美元信貸仍較為優勝。

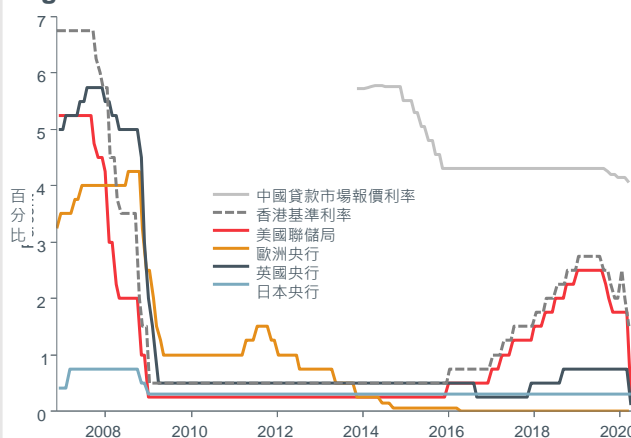
圖七：以美元計債券指數表現



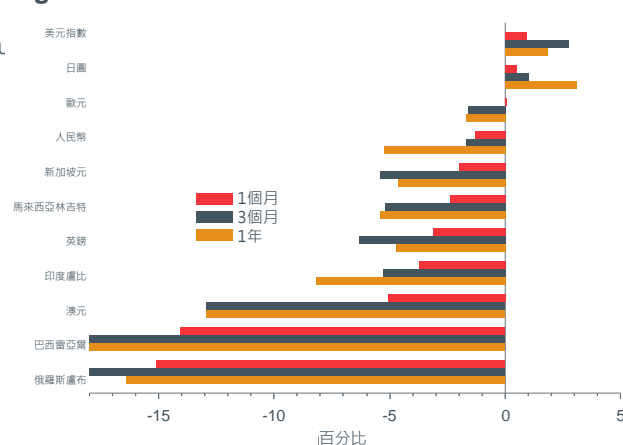
貨幣

- ▶ 3月美元指數(DXY)走勢繼續波動，月內一度上升5%至全月高位，隨後回落約4%，月底僅報升100個基點。隨著全球更多國家實施封城措施，以控制新冠病毒傳播，DXY等避險資產在月內較早時間仍然受到追捧。
- ▶ 企業信貸息差飆升，加劇市場恐慌，因投資者憂慮隨著企業盈利下降，難以償還債務，經濟下滑可能轉化為更廣泛的金融危機。
- ▶ 然而，聯儲局宣佈購買企業債券等一系列措施，令趨勢迅速逆轉，市場對美國推出2萬億美元財政刺激計劃的憧憬升溫（見「經濟」一節）。投資者開始相信貨幣及財政刺激措施雙管齊下，可紓緩疫情的經濟影響，帶動風險資產回升，並導致美元由高位回落。
- ▶ 在G10國家貨幣中，僅瑞士法郎及日圓等避險貨幣於3月兌美元上升，但升幅較小。油價暴瀉拖累所有其他貨幣走低，尤其是挪威克朗、澳元及加元等商品相關貨幣兌美元下跌5%至10%。挪威克朗跌幅最大（近10%），創歷史新低。
- ▶ 市場瀰漫避險情緒且流動性緊絀，加上憂慮經濟長期陷入低迷，導致新興市場貨幣匯價於3月備受壓力，出現顯著波動。其中拉丁美洲貨幣跌幅最大，墨西哥披索、巴西雷亞爾及哥倫比亞披索均下挫（跌幅達12%至17%）。俄羅斯盧布受油價走勢影響，下跌近15%。亞洲方面，印尼盾在過往數月較為穩定，但隨著境外投資者將資金撤離債券市場，印尼盾兌美元跌至歷史新低，突破16,000大關。
- ▶ 新興市場貨幣中相對出色的仍是亞洲貨幣，包括菲律賓披索、新台幣及港元，表現與2月相若。雖然市場避險情緒明顯升溫，但這三種貨幣均溫和上升。

圖八：主要央行利率



圖九：其他貨幣兌美元匯價走勢



商品

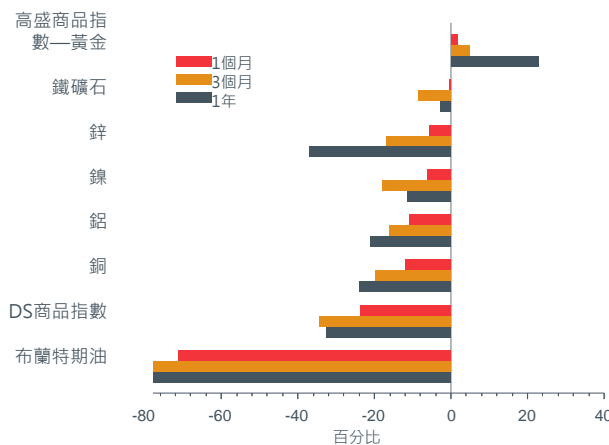
- ▶ 在石油輸出國組織與俄羅斯（「石油輸出國及其盟友」）有關減產協議的談判破裂後，沙特阿拉伯表示將於4月將石油產量增至每日1,000萬桶以上，拖累油價於3月暴跌。其後作為報復俄羅斯拒絕延長限產協議及進一步減產的舉措，沙特阿拉伯大幅削減油價。供應過剩主要由於新冠肺炎疫情對經濟的衝擊，造成全球原油需求出現大幅減少的跡象，以及儲油設施（特別是美國的設施）存儲能力接近飽和。月內布蘭特期油及西德州原油價格均下跌約75%，目前西德州原油價格僅略高於每桶20美元。
- ▶ 月內投資者轉投避險資產，帶動黃金價格上揚，但隨著股價暴跌及投資者急需現金用於孖展補倉，拖累黃金於月內第三週亦遭拋售。在聯儲局宣佈推出大規模刺激計劃後，資產套現態勢暫停，資金重投避險資產，帶動黃金價格在臨近月尾時再度回升。月內銀價亦迅速攀升。
- ▶ 隨著環球經濟風險升溫，銅價大幅下挫，且有別於其他金屬，環球各國推出刺激措施未能帶動銅價大幅回升。月內價格一度跌至11年以來新低，其後輕微回升。鐵礦石價格於月底雖然錄得10%跌幅，但表現相對穩定，中國復工開始補充存貨，為鐵礦石價格帶來有力支撐。鋁、鉑金及鎳供應量雖然有所下降，但仍然是價格跌幅顯著的金屬。

經濟

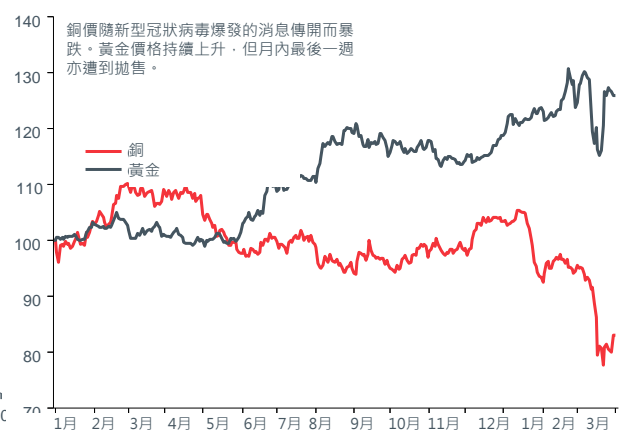
- ▶ 美國聯儲局兩次減息（於3月3日減息50個基點並於3月15日減息100個基點），將利率下調至0.25%，以紓緩新冠肺炎疫情蔓延對經濟造成的衝擊，此舉令借貸利率跌至接近零。
- ▶ 除減息外，聯儲局亦推出額外貨幣措施，包括購買國庫券及按揭抵押證券的7,000億美元量化寬鬆（量寬）計劃，希望透過這些措施將主要資產購買活動的借貸利率長時間維持在較低水平，而更重要的是，可進行按需購買的無上限量寬。第二項措施為開啟「貼現窗口」，令銀行可在90日內以特別低的利率獲得貸款。

下頁續...

圖十：以美元計商品表現



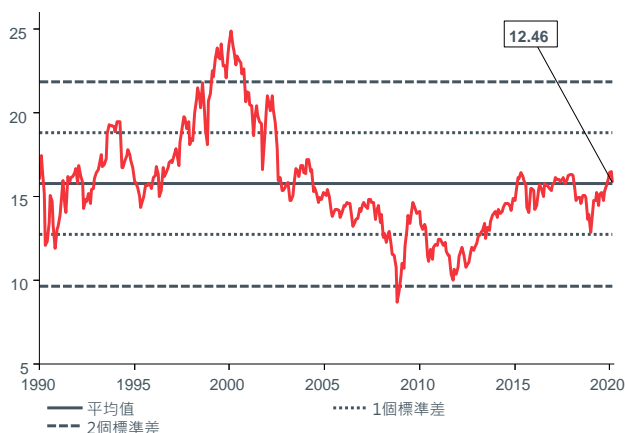
圖十一：商品價格（2019年至2020年）



經濟

- ▶ 聯儲局與環球主要央行協定透過**掉期額度**提高美元資金流動性，以緩解近期市場「急於套現」所導致的美元緊絀問題，令聯儲局可向海外銀行提供美元，並將美元貸款操作的頻率由每周一次提高至每日一次。加拿大、英國、歐元區、日本、瑞士及南韓已同意加入該計劃。
- ▶ 其他措施包括向大型企業發放貸款的**商業票據融資工具(CPFF)**、用於發行新債券及發放新貸款的**一級市場企業信貸融資工具(PMCCF)**及為尚未償還的企業債券提供流動性的**二級市場企業債券融資工具(SMCCF)**，有效支持家庭及企業信貸流動的**貨幣市場互惠基金流動性工具(MMLF)**及扶持提供汽車貸款企業的**定期資產抵押證券貸款工具(TALF)**。
- ▶ 公佈的財政措施包括83億美元的防疫緊急支出法案，用於開發**新冠肺炎疫苗**及協助各州政府應對疫情；承諾向受疫情影響的企業發放總額為1,000億美元的低息貸款；及向受疫情影響的工人提供病假及育兒補助的1,000億美元財政紓困計劃。此外，國會批准2萬億美元財政刺激計劃，以協助家庭及企業渡過難關，其中包括直接向美國公民派錢5,000億美元。
- ▶ **歐洲**方面，歐洲央行減息空間有限，但已透過長期再融資操作(LTRO)向銀行提供低息貸款，以填補資金缺口，並推出1,200億歐元量寬計劃及7,500億歐元緊急購債計劃(PEPP)。此外，亦考慮批准歐元區成員國根據增強條件信貸額度申請不超過各國國內生產總值2%的貸款。
- ▶ 財政措施方面，**歐盟理事會**已設立250億歐元的基金用於直接應對疫情，意大利宣佈加推250億歐元的紓困計劃，法國推出450億歐元的財政計劃，而德國正考慮推出3,500億歐元的財政措施，另外動用1,000億歐元購買企業股權，並批准1,560億歐元的補充預算案。
- ▶ **英國**央行兩次減息，將利率下調至0.1%，並宣佈推出2,000億英鎊的量寬計劃及針對新冠肺炎疫情的企業融資工具(CCFF)，紓緩企業因疫情導致現金流中斷的不利影響。2020年英國財政預算案包括300億英鎊刺激計劃及200億英鎊減稅及補貼措施。財政大臣亦表示可能提供700億英鎊的失業救濟金。
- ▶ **日本**央行擴大購買ETF及日本房地產投資信託基金的規模，並增購企業債券及設立特別信貸便利，以便企業可獲得零息貸款。此外，當局亦正考慮推出15萬億日圓的財政計劃，當中包括多項貸款計劃。
- ▶ **中國**推出若干措施緩解經濟放緩的影響，並下調多項利率，包括貸款市場報價利率、**中期借貸便利**(5至10個基點)、存款準備金率(50至100個基點)及7天逆回購利率(20個基點)。此外，當局亦設定銀行對部分企業的貸款利率上限。財政措施方面，中央政府預先批准提高地方政府專項債券額度，並下調受疫情嚴重影響企業的稅費。此外，預計當局將大幅加推財政措施，包括透過發行中央政府專項債券及提高地方政府專項債券額度擴大財政支出。

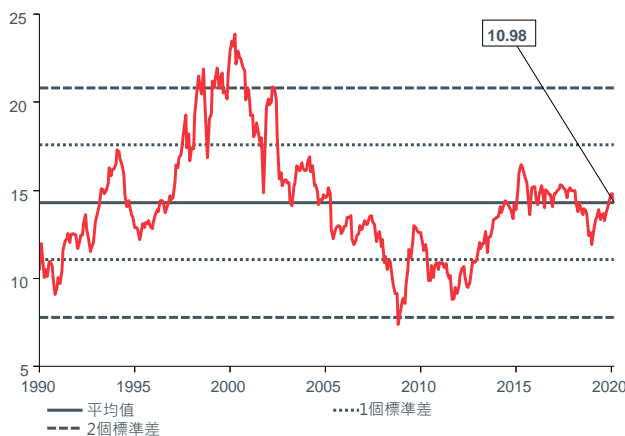
MSCI所有國家世界指數12個月遠期市盈率



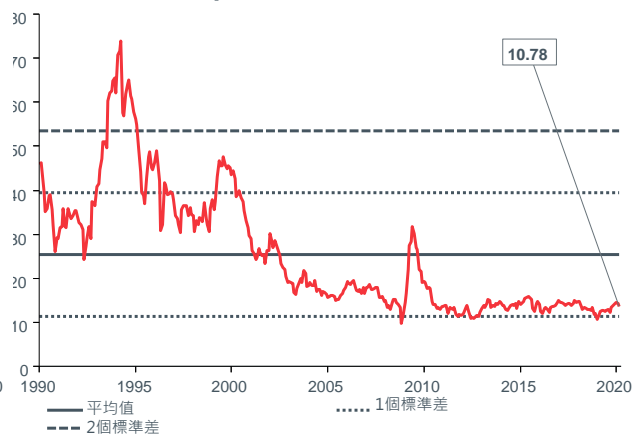
M MSCI美國指數12個月遠期市盈率



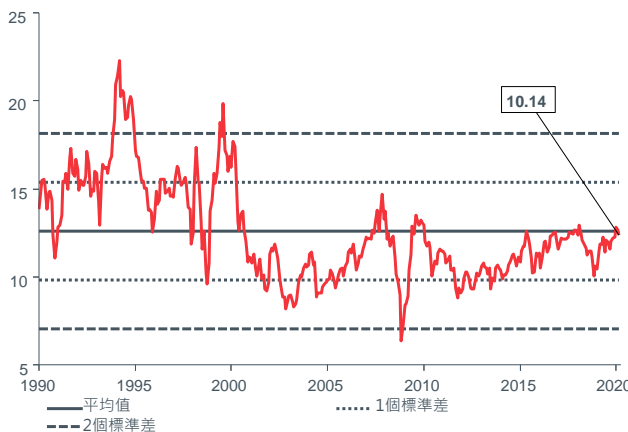
M MSCI歐洲指數12個月遠期市盈率



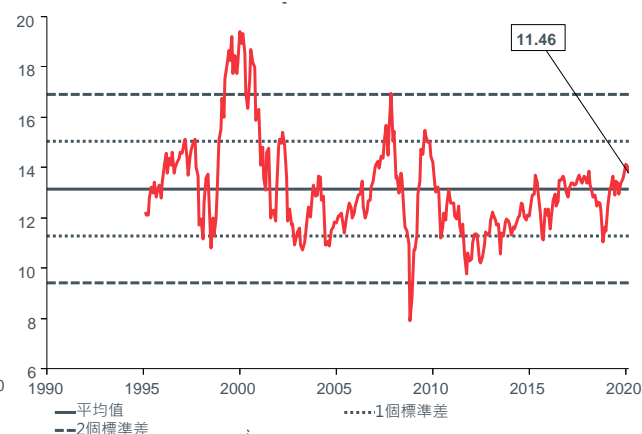
M MSCI日本指數12個月遠期市盈率



MS MSCI新興市場指數12個月遠期市盈率



MS MSCI亞太(日本除外)指數12個月遠期市盈率



MSCI monthly, quarterly and year-to-date data

	2020年3月	2020年2月	2020年1月	年初至今	2019年第四季	過去12個月	2019年	2018年
世界	-13.4	-8.0	-1.1	-21.3	9.1	-10.8	0.1	-8.9
已發展國家	-13.2	-8.4	-0.6	-20.9	8.7	-9.9	0.7	-8.2
美國	-12.7	-8.2	0.2	-19.6	9.1	-7.1	1.6	-4.5
歐洲	-14.4	-9.3	-2.5	-24.2	8.9	-14.9	-1.8	-14.3
日本	-7.0	-9.1	-1.4	-16.6	7.7	-6.3	3.3	-12.6
新興市場	-15.4	-5.3	-4.7	-23.6	11.9	-17.4	-4.1	-14.2
亞太 (日本除外)	-14.0	-4.2	-3.7	-20.7	10.6	-15.0	-3.9	-13.7
亞洲 (日本除外)	-12.0	-2.9	-4.4	-18.4	11.8	-13.2	-4.4	-14.1
拉丁美洲	-34.5	-12.0	-5.6	-45.6	10.6	-40.6	-5.6	-6.2
巴西	-38.2	-13.0	-7.5	-50.2	14.4	-41.7	-4.5	-0.2
歐洲·中東和非洲 (商業/市場領域)	-21.1	-12.0	-4.8	-33.9	10.0	-27.2	-6.8	-15.5
	2020年3月	2020年2月	2020年1月	年初至今	2019年第四季	過去12個月	2019年	2018年
澳洲	-25.1	-11.0	0.1	-33.2	4.4	-26.2	-1.4	-11.8
新西蘭	-11.2	-5.1	-0.7	-16.3	17.5	-0.6	-2.8	-3.5
香港	-12.2	-1.4	-4.5	-17.3	7.3	-21.1	-11.9	-7.8
中國	-6.6	1.0	-4.8	-10.2	14.7	-5.7	-4.7	-18.7
韓國	-11.5	-7.4	-5.3	-22.4	13.7	-16.4	-4.5	-20.5
台灣	-13.4	-1.9	-4.7	-19.0	18.0	2.3	5.9	-8.2
泰國	-17.4	-12.2	-8.6	-33.7	-0.8	-32.3	-5.9	-5.3
馬來西亞	-10.2	-6.4	-3.9	-19.2	3.1	-21.1	-6.3	-6.0
新加坡	-19.9	-7.1	-3.5	-28.2	7.5	-22.2	-5.8	-9.4
印尼	-29.3	-11.9	-2.7	-39.4	7.0	-36.3	-5.2	-8.7
印度	-25.1	-7.3	-0.8	-31.1	5.3	-30.9	-5.2	-7.3
菲律賓	-21.4	-5.9	-8.0	-32.0	3.0	-30.1	-4.6	-16.1
	2020年3月	2020年2月	2020年1月	年初至今	2019年第四季	過去12個月	2019年	2018年
墨西哥	-29.2	-10.0	1.4	-35.4	6.3	-31.6	-1.6	-15.3
智利	-17.8	-12.3	-7.6	-33.4	-8.8	-46.4	-7.3	-18.9
匈牙利	-26.5	-7.0	-10.7	-39.0	22.2	-31.3	-3.9	-6.1
波蘭	-19.9	-15.7	-5.9	-36.5	4.1	-39.5	-11.7	-12.5
捷克共和國	-27.5	-11.9	-3.7	-38.5	9.2	-36.9	-9.5	-2.2
俄國	-23.3	-14.4	-3.0	-36.3	17.1	-13.4	-0.9	0.5
土耳其	-19.0	-14.8	1.5	-30.0	0.0	-19.5	11.7	-41.1
南非	-24.8	-12.9	-8.8	-40.3	13.2	-36.8	-12.4	-24.3
卡塔爾	-13.7	-8.1	-3.0	-23.1	3.3	-27.0	-9.3	19.2
沙特阿拉伯	-16.0	-11.9	-3.8	-28.8	10.0	-22.9	-2.5	-14.1
英國	-17.0	-9.2	-3.1	-27.0	9.9	-16.9	-4.0	-21.6
德國	-17.6	-8.9	-3.4	-27.5	8.6	-16.9	-1.6	-11.9
法國	-11.2	-7.9	-3.0	-20.6	7.4	-7.3	2.5	-12.8
荷蘭	-28.0	-10.2	-4.5	-38.2	9.1	-32.6	-3.0	-23.2
奧地利	-22.5	-6.7	-2.1	-29.2	8.1	-20.6	0.1	-17.0
意大利	-22.1	-7.3	-2.7	-29.7	6.2	-26.1	-3.8	-15.7
西班牙	-26.0	-22.1	-4.9	-45.1	12.7	-30.1	-3.0	-36.7
希臘	-11.0	-6.8	4.7	-13.1	8.7	-1.3	1.8	-10.1
葡萄牙	-4.2	-7.9	0.8	-11.1	7.6	4.6	0.3	-8.2

免責聲明

資料來源：Eastspring Investments (Singapore) Limited

此文件由瀚亞投資（香港）有限公司提供。此文件內之資料僅供參考之用，不應視為建議或遊說買賣此文件內所述任何投資。讀者不應將此文件內所載的任何意見視為可倚賴的建議。個別國家或地區可能對某部份的投資工具設有限制，我們建議讀者作出投資決定之前，應先向專業人士尋求獨立的稅務及/或法律意見。

投資涉及風險。過去表現並非未來業績的指標。此文件內之資料僅供參考之用，不應視作兜售或游說投資買賣此文件內提及的任何產品或投資工具。本文件部份資料或包括對不同國家、市場或公司將來發生之事件或將來業績作出預測或其他前瞻性敘述。該等敘述僅屬預測，實際情況或結果或會與所作預測出現明顯差別。本文件所提的任何意見或所載任何資訊是以一般估計作為基礎，並不保證準確無誤，讀者不應將之視作投資建議。保誠保險有限公司保留權利在任何時間更改或更正本文件所表達之意見而無需另行通知。未經授權，嚴禁擅自披露、使用或分發本文件所載的全部或部份內容；亦不得複製、翻印或向其他人士提供本文件之資料。