

PCSFG

Heritage Account

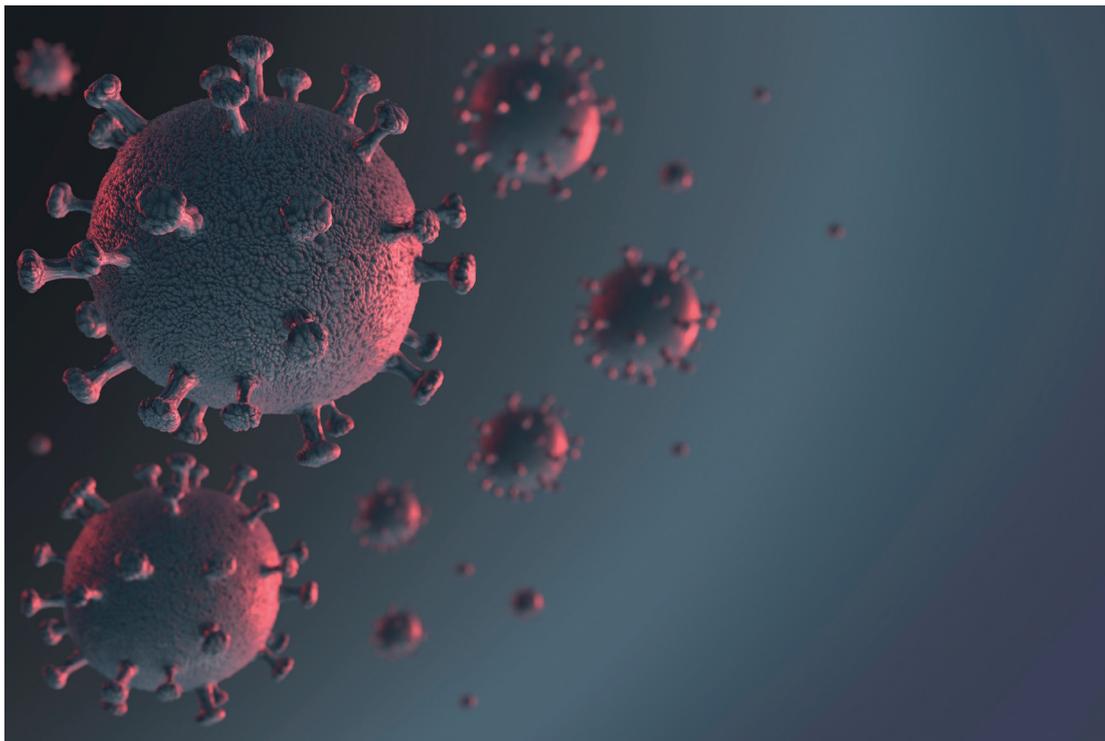
2020 第二季全球投资指引



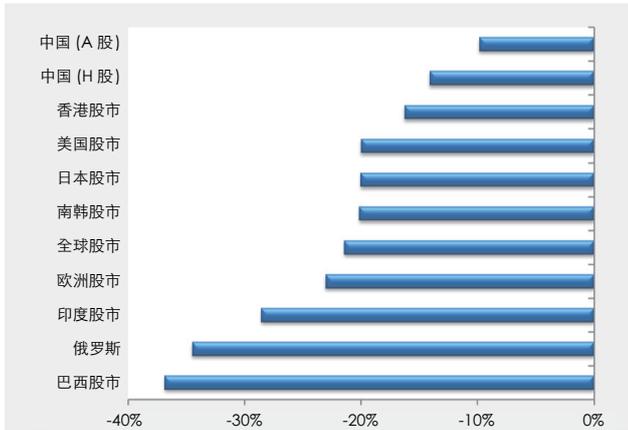


2020 年开年，全球市场迎来最严峻的挑战，新型冠状病毒的肺炎疫情持续在全球延烧，导致全球金融市场动荡不安，不仅美国股市在一个月内重挫 30% 以上，欧洲及亚洲的各国股市也都纷纷落入熊市，然而更令人担忧的是这波疫情冲击对实质经济的影响，各国纷纷颁布最严格的旅行禁令，限制餐厅、酒吧的营业并取消各种集会及活动，多数公司实施在家工作，不仅航空、旅游、运输业的业绩可说是急速冻结，餐饮及服务等行业也都受到冲击，许多企业已经开始使用无薪假甚至必须解雇大量员工以作为对应，这使得失业率预料将大幅攀升，经济学家纷纷警告全球经济恐陷入 1929 年经济大萧条以来最大的危机，即便是年逾 80 的股神巴菲特恐怕都没有经历过这般情景。

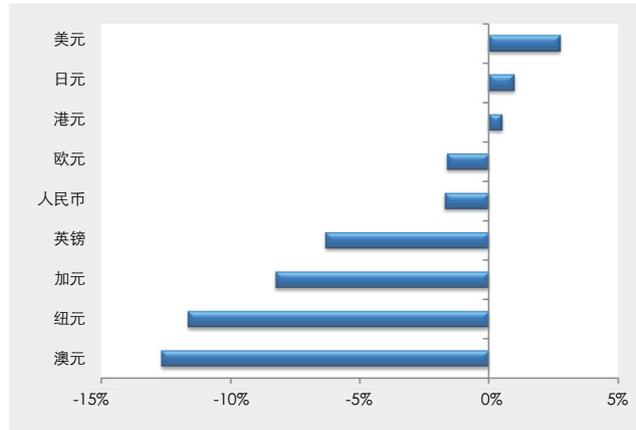
目前疫情扩散的规模与速度显然超过各国政府与投资人的预期，当去年投资人还在讨论牛市何时与如何终结时，应该没有人预想到这次的黑天鹅是由病毒化身，尽管这发生得如此迅速且出乎意料，但其影响可能会持续更长时间。历史经验显示，过去的熊市平均跌幅为 45%，平均历时 25 个月，熊市当中肯定会出现几次强劲的反弹，但对于一般投资人来说，择时并不是一项容易的操作，在此期间，我们应该为市场动荡及可能出现的情况做好准备，而我们相信选择低估值、高质量和高流动性的资产来分散您的长期投资组合会是在熊市中保护您的财富的核心策略。



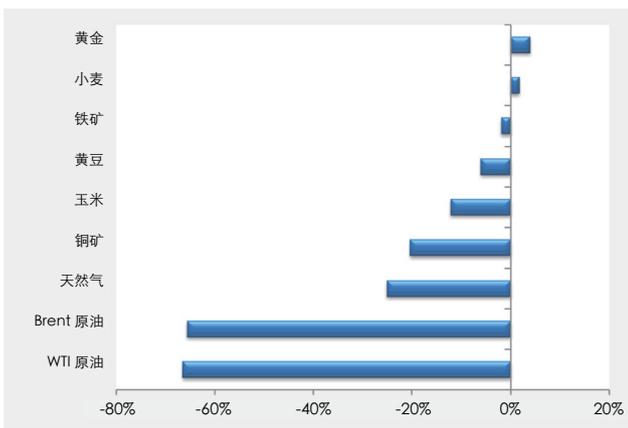
上季市场表现



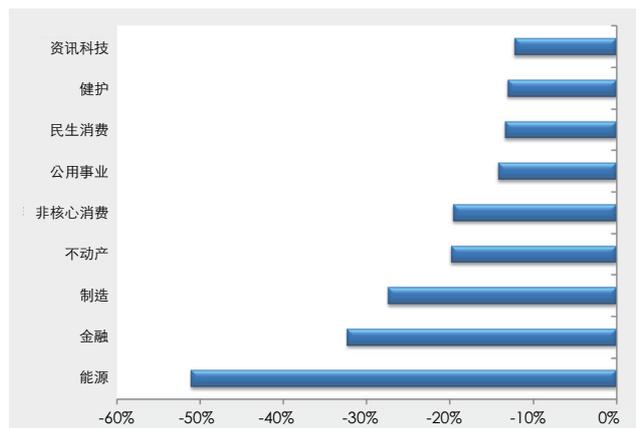
全球股市



主要汇市



商品市场



产业类股

上季强弱市场短评

强势市场：美元、日元

3月美国股市的急剧下跌导致资产管理人增加购买美元以寻求在月底重新平衡其投资组合。而也因基金经理和日本公司的季度和财年未需求，美元兑主要货币攀升。随着投资者需要为未来几季度的急剧经济下滑做好准备，美元可能会继续受到支撑。

全球股市在震荡交易中下跌，冠状病毒大流行给经济造成的损失使MSCI世界股票基准指数创下了自2008年金融危机以来的最大季度跌幅。在此期间，日元兑多种货币触及了多年甚至是历史高点。从2020年3月市场崩盘期间的情况来看，日元仍是卓越的避险货币。

弱势市场：原油、全球股市、风险资产

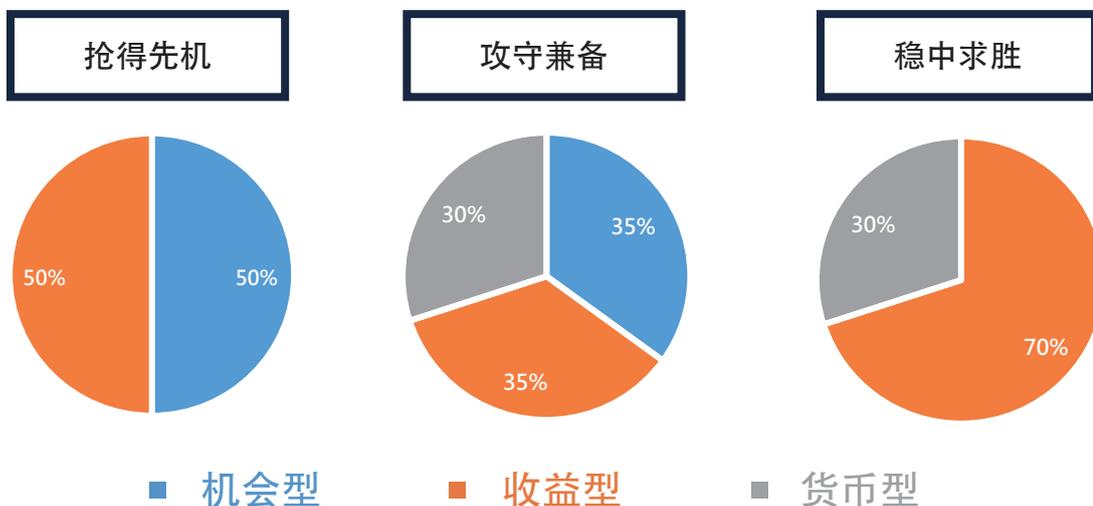
新型冠状病毒的持续扩散已成为对全球经济和金融市场的最大威胁之一。冠状病毒冲击全球经济的担忧使全球市场震荡，股票价格和债券收益率暴跌。美国基准原油价格下跌多达30%，加深了始于沙特阿拉伯、俄罗斯和其他主要产油国未能就减产多少以支撑价格达成共识的崩跌。经济“停顿”可能对供应链、家庭需求和经济金融稳定性的影响在很大程度上尚不清楚。因此政策决策者、企业和市场参与者都试图修正短期和长期增长预期。

季度市场展望

投资市场/标的	-2	-1	0	+1	+2	观点摘要
股市						
美国						未到估值廉价时候，股市仍存卖压风险
欧洲						疫情远未受控，对欧元区经济的破坏不可忽视
日本						消费税和疫情影响，日本将步入技术性衰退
中国						利差空间有助稳定汇价，估值具吸引力
北亚						估值虽然非常诱人，投资者要有持续波动的准备
东南亚						市场容易受到资本外流影响
其他新兴市场						资本外流严重，货币大幅贬值
固定收益						
美欧企业债						能源业高收益债利差扩大，违约率或上升
新兴市场债						政府财政赤字和经常帐逆差恐受疫情加重
不动产相关						低利率有助多数物件类别的估值，并可能会促进资本市场活动
天然资源						
能源						供过于求，短期内走势仍疲软
基本金属						来季度未必触底
产品						小麦价格因运货过程的挑战而上升

☆ -2 = 降低比重； -1 = 偏低比重； 0 = 持平； 1 = 偏高比重； 2 = 提高比重

本季投资组合建议

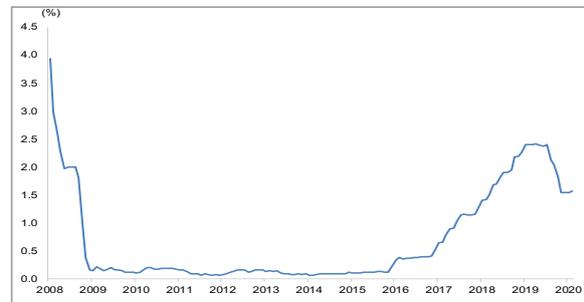


美国股市：未到估值廉价时候，股市仍存卖压风险

★ 美联储3月改变2020年前两个月对美国经济展望表示乐观的看法，突然宣布两次紧急降息并承诺无限量债券购买。此外，白宫和参议院领导人同意通过一项2万亿美元的经济刺激法案，承诺向美国人直接派钱，并向直接受到冠状病毒爆发而影响的行业提供救济。这是美国历史上规模最大的经济刺激方案。然而，世界卫生组织警告说，美国有可能成为新疫情中心。因此，我们认为，美股股价尚未反映美国疫情进一步恶化而对经济造成更严重冲击的可能性。

★ 尽管美股的远期市盈率 (Forward P/E) 估值已显得较有吸引力，但市场可能尚未考虑冠状病毒进一步爆发的负面影响。根据历史远期市盈率估值，股市尚未完全反映出全年的经济衰退预期（最后发生在2008年）。分析师已开始预计今明两年GDP增长将显著放缓（彭博社调查中值为1.5%和1.9%），较去年的2.3%低。我们认为在第二季度，美股仍存卖压风险。

美国联邦基金利率 (%)



美股标普500指数自2007年的远期市盈率



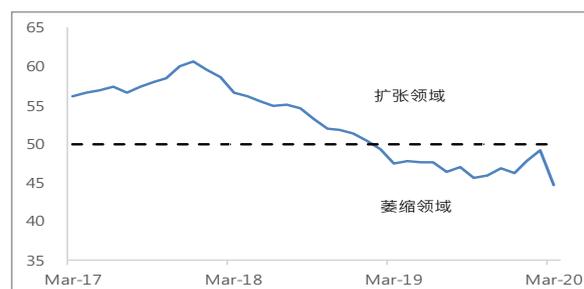
★ 以上资料来源：Bloomberg 2020/03/31

欧洲市场：疫情远未受控，对欧元区经济的破坏不可忽视

★ 欧元区被世界卫生组织列为全球冠状病毒爆发的新中心，欧洲央行与各国承诺采取多项财政和货币政策，为受到冠状病毒爆发影响最深的国家及人民提供紧急支持。与其他中央银行不同的是，欧洲央行选择维持政策利率不变，但倾向作出贷款支持以及维持资本市场正常运作。鉴于欧元区国家几乎全面封锁，我们认为欧元区经济将受到重大且持久的伤害。

★ 我们认为欧元区发布的最新经济数据，如制造业指数已表明欧元区的经济前景正在恶化。就感染病例而言，欧洲五大经济体（德国、英国、法国、意大利、西班牙）是受冠状病毒爆发影响最严重的国家。欧洲几乎完全被封锁，对经济将造成不堪设想的后果，而不仅仅是与旅游相关的行业。与2008年全球金融危机和欧元债务危机相比，欧股估值尚未完全反映对现今与未来的重大挑战。

Markit 欧元区制造业指数 (PMI)



欧洲600指数自2007年的远期市盈率

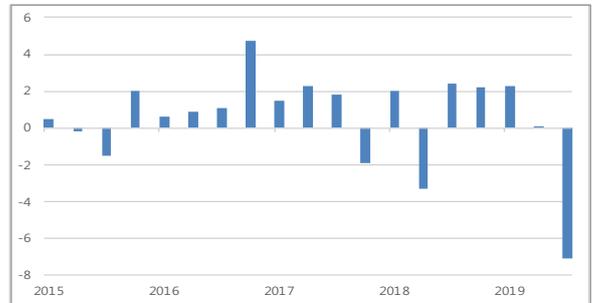


★ 以上资料来源：Bloomberg 2020/03/31

日本股市：消费税和疫情影响，日本将步入技术性衰退

★ 因去年底日本提高消费税和天气因素影响，日本2019年第4季度年化实质GDP较上一季度大幅萎缩7.1%。今年以来，新型冠状病毒疫情持续在全球扩散，全球经济活动和供应链受到严重打击，加上东京奥运会延期至2021年，市场预计日本经济未来1至2个季度将继续萎缩，日本将步入技术性衰退。日前，日本央行虽未有进一步深化负利率，但将ETF购买目标由现时的6万亿倍增至12万亿日圆。

日本 GDP 按季年化增长率 (%)



★ 日本企业受益于首相安倍晋三政府进行的市场和企业治理改革，企业的股票回购增加到2006年以来的最高水平，而日经225指数的股本回报率接近9%（右图红线），大幅高于1993年到2012年的平均值4%。另外，日经225指数经历近期大跌，市盈率估值已经回复相当吸引水平（右图蓝线）。但目前考虑到未来日本经济增长将维持疲软，投资者要求更高的风险溢价以作补偿，因而预计短期股市表现将维持疲软。

日经 225 指数股本回报率 (%) 与市盈率走势



★ 以上资料来源：Bloomberg 2020/03/31

中国股市：利差空间有助稳定汇价，估值具吸引力

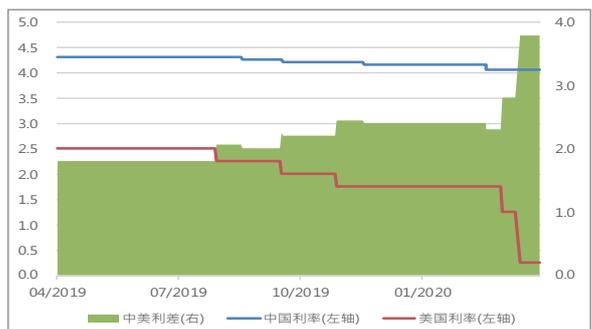
★ 新型冠状病毒疫情首先在中国爆发，中国政府采取强硬措施控制疫情，中国经济活动于第一季度几乎停顿。近期公布的多项经济数据不论是PMI、工业生产或零售销售等均大幅差于市场预期。目前经济活动仍处于逐步回稳阶段，发电煤用量逐步回升，但仍低于过去三年春节后同期数据。中金公司预计第一季度中国经济增长将萎缩9.6%，2020年全年经济增长目标仅为2.6%，大幅低于原先目标的6%。但2021年经济增长有望回升至9%。

中国日均耗煤发电量 (万吨)



★ 随着美国减息，中美利率空间进一步扩大，高于大部分亚洲和欧美国家。中国较大的利差有助人民币企稳，相比起其他亚洲发展中国家，人民币贬值和由此产生资本外逃的风险较低。另外，与其他新兴国家相比，中国估值水平具吸引力。纵使短期受欧美疫情拖累，但继续下跌空间有限。预计来季中国股市表现将领先于其他市场。

中美政策利率利差 (%)



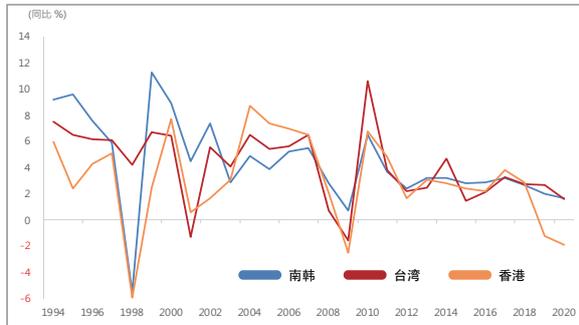
★ 以上资料来源：Bloomberg 2020/03/31

北亚：估值虽然非常诱人，投资者要有持续波动的准备

★ 鉴于地理位置，与中国有着紧密人员来往和贸易关系，北亚在2月初的感染病例激增。尽管这些地区（尤其是韩国和台湾）以其遏制冠状病毒蔓延的效率而赢得了国际赞誉，但仍未摆脱因病毒爆发所造成的经济危机。北亚各地决策者和央行已承诺采取财政和货币政策相结合的方式支撑经济。我们认为，从该地区对中国有着高度依赖性，因此北亚经济的复苏速度将取决于中国的经济反弹以及全球贸易复苏的速度。

★ 北亚，特别是在南韩，已出现了非常便宜的估值。因南韩是中国以外受疫情影响最严重的国家，韩股也是最早出现暴跌的市场之一，其原因是市场认为南韩会遭受严重的经济及制造业供应链断裂的负面影响。尽管如此，我们预计北亚股市将继续波动。南韩和台湾的半导体以及制造业公司已完全融入全球产业链，鉴于欧美国家疫情未受控，北亚制造公司可能会遭受最终需求端的负面影响。

北亚 GDP 增长预计今年将下跌



北亚今日远期市盈率与 08 年相比

远期市盈率	08年最低	09年底	今年3月底
香港	7.6x	11.2x	9.7x
南韩	7.1x	15.8x	10.5x
台湾	8.8x	18.4x	13.8x

★ 以上资料来源：Bloomberg, 2020/03/31

东南亚：市场容易受到资本外流影响

★ 对贸易出口有高度依赖性的东南亚，尚未从中美贸易战造成的伤害中恢复过来，现在又急需应对冠状病毒爆发而造成的经济重挫。最近的分析师预测修正值显示，新加坡和泰国经济将面临全年经济负增长的风险，而其他东盟国家则会出现与2008年全球金融风暴后同等的疲软增长。不过在财政上，新加坡仍然是东南亚国家中资产负债表最强劲的国家，有望提供有效的经济支持。由于在不确定时期美元最受青睐，预计第二季度东盟市场将继续出现外资流出。

★ 我们从2008年金融风暴至今的远期市盈率进行分析。尽管市场预计东盟经济体将比2008年金融危机期间受到更严重的影响，但东盟股市仍未接近估值波谷，这意味仍有潜在的下跌空间。东盟之间的频繁贸易对整个东南亚区的增长至关重要，鉴于目前的进出境禁令，我们认为东南亚区只有在其最大贸易伙伴，中国经济出现急剧反弹的情况下，才能在隧道尽头看到曙光。

东南亚 ETF 资金净流量

ETF 资金流动 (US\$)	年初至今 (百万)
新加坡	234.5
印尼	1.01
越南	-44.4
泰国	-29.2
菲律宾	-50.6
马来西亚	-122.6

东南亚远期市盈率 (P/E) 比较

国家	08年最低	19年底	今年3月底
新加坡	7.8x	13.2x	10.9x
印尼	6.0x	16.4x	10.6x
越南	8.2x	16.1x	9.8x
泰国	5.3x	16.9x	13.4x
菲律宾	8.3x	16.8x	10.9x
马来西亚	9.2x	16.6x	14.8x

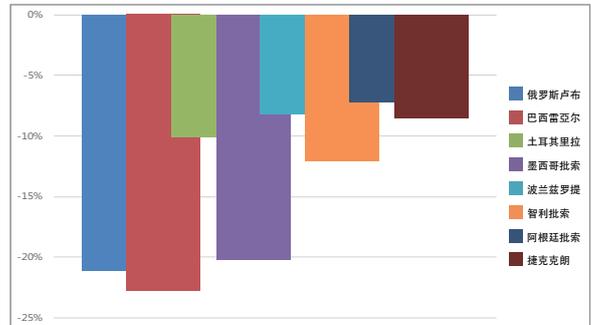
★ 以上资料来源：Bloomberg, 2020/03/31

其他新兴市场：资本外流严重，货币大幅贬值

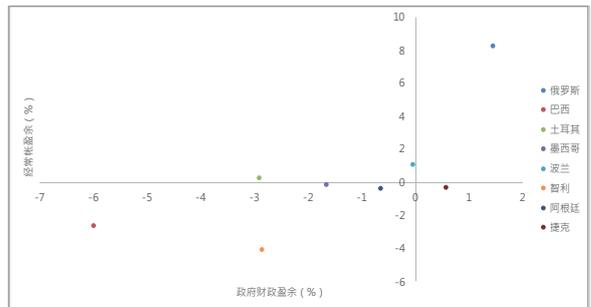
★ 受到新型冠状病毒全球爆发和油价暴跌，市场避险情绪升温，美元走强及流动性下降等因素影响，资金持续流出新兴市场。据路透社报道，2月和3月合计，新兴市场债券和股票基金总共流出超过800亿美元，新兴国家货币兑美元均出现快速贬值，如资源出口国的俄罗斯卢布和巴西雷亚尔年初至今已经贬值超过20%。随着美国快速减息、推出无上限量化宽松政策和货币互换协议为市场注入流动性，短期或有助于为新兴市场货币企稳创造条件。

★ 但需注意的是，一些新兴国家的政府财政赤字和经常帐逆差情况较为普遍，如拉美国家巴西和智利情况较为严重，相反，东欧国家的情况普遍好于拉美国家，如俄罗斯和波兰。在需要平衡货币汇价稳定和经济刺激下，拉美国家实行扩张性货币和财政刺激的政策空间将较东欧国家有限。

新兴市场货币年初至今贬值幅度 (%)



新兴市场财政及经常帐余额 (%)



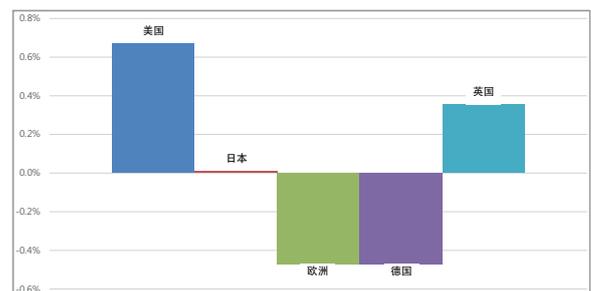
★ 以上资料来源：Bloomberg, 2020/03/31

债券市场：能源业高收益债利差扩大，违约率或上升

★ 全球共同推进经济刺激措施和减息以稳定受疫情影响的经济。美联储于3月将利率下限下降至0%，美国10年期收益率更创出新低。目前虽仍难以就疫情对经济的影响完全量化，市场仍有避险需求和美联储无限量化宽松政策支撑流动性，加上美国国债在发达国家中仍有较优的收益率，预计短期仍将有资金流入。

★ 美国高收益债券市场一个重要的组成部分是能源行业的高收益债券。由于三月OPEC+无法就减产达成协议，油价暴跌，加上疫情打击原油需求预期，导致美国高收益债券利差大幅扩大至1,000点子上，能源行业平均期权调整利差更超过2,000点子，创下记录以来最高。虽然我们对油价中长期走势乐观，但预计短期油价仍将维持低位，将对能源业高收益债还款和再融资造成负面影响，未来违约风险将有机会上升。

发达国家10年期公债收益率 (%)



美国高收益债信用利差 (%)



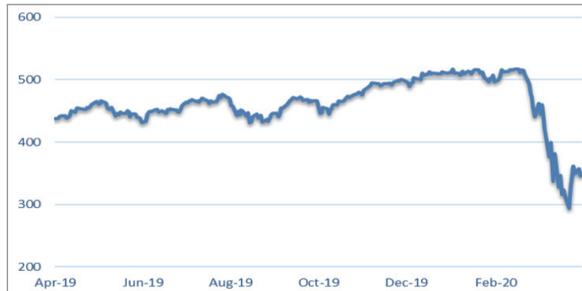
★ 以上资料来源：Bloomberg, 2020/03/31

产业趋势与展望

金融 – 美联储大幅减息，对银行股不利

★ 受疫情全球扩散影响，美国标普 500 金融股指数今年第一季度大幅下跌 42.15%。随着疫情发展，市场预期美国经济第一季度将大幅萎缩，美联储于 3 月连续 2 次紧急减息，指标利率直逼 0% 水平。虽然美联储进一步降至负利率的机会甚低，但目前利率水平将限制银行股盈利增长空间。另一方面，虽然金融股市盈率已经下降至极低水平，但随着经济环境恶化将传导至金融业，不利金融股。

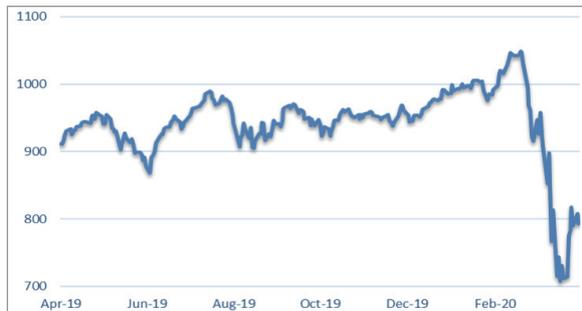
S&P500 金融类股指数走势



非核心消费 – 经济环境转差，前景不乐观

★ 疫情对美国的影响逐步显现，最新公布首领失业救济人数创历史新高。美国标普 500 可选消费指数年初至今下跌 29.22%，而在过去 2000 年和 2008 年出现经济危机时，非核心消费指数分别下跌 41% 和 57%。在预期经济环境继续转差下，非核心消费需求将减少，因此不利该类股前景。

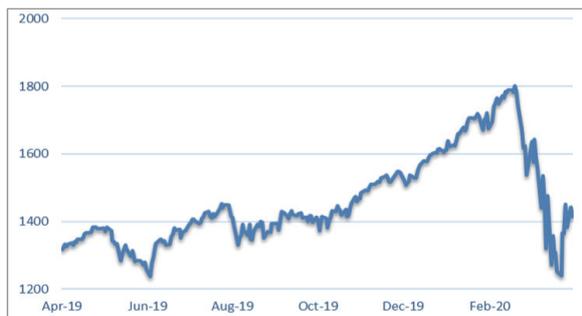
S&P500 非核心消费股指数走势



科技 – 科技板块展现抗跌力

★ 标普 500 指数年初至今跌逾三成，然而标普 500 科技类指数年初至今仅下跌 24.57%，表现与防守类的非可选消费股相若，跑赢其他分类指数，展现良好的抗跌能力。目前市场仍受悲观气氛笼罩，预计科技板块短期仍将跟随大市方向。然而，科技板块市盈率跌回 20x 以下，与 10 年平均值相仿，加上科技板块受疫情影响较为轻微，值得投资者关注。

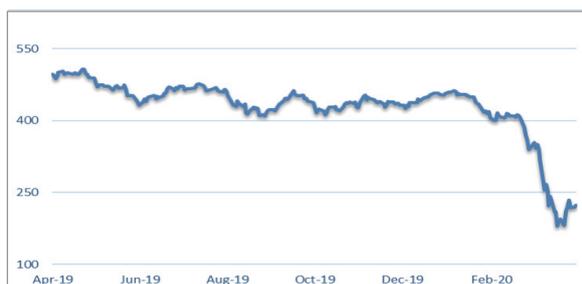
S&P500 科技类股指数走势



能源 – 油价暴跌，影响能源企业资本结构和盈利

★ 新型冠状病毒疫情全球扩散，加上油价暴跌影响，标普 500 能源股指数第一季度暴跌逾 60%，表现为所有标普 500 分类指数最差。虽然目前整体能源行业的估值正处于低位，接近 10 年最低，但低残的油价对于能源行业资本机构和盈利增长存在负面影响。然而，原油价格经历第一季度下跌，进一步大跌空间相对有限，未来油价走势取决于三大产油国谈判进展。

S&P500 能源类股指数走势



★ 以上资料来源：Bloomberg, 2020/03/31

商品趋势与展望

原油 - 供过于求：大减价

★ 冠状病毒的爆发极大地削弱了对原油的需求。成千上万的人因封国封城，或出于守着“安全距离”目的，工厂购物中心的关闭，对原油、汽油、柴油及喷气燃料等原油产品的需求已被遏制。此外，OPEC，俄罗斯和美国等石油生产国未能在减产幅度达成共识。在三月 OPEC+ 谈判破裂后，沙特阿拉伯目前正在发起价格战，短时间内油价可能仍难脱离低位。

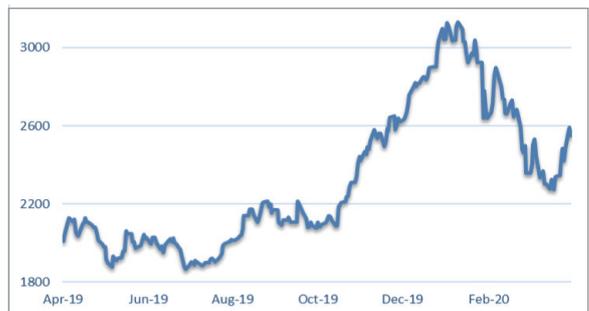
WTI 国际原油期货走势 (美元 \$/ 桶)



棕榈油 - 短期内走势仍疲软

★ 马来西亚交易所的原油棕榈油 (CPO) 期货价格已从 2019 年 12 月底的高峰下跌，今年 5 月的交割价目前为每吨 RM2,321。由于冠状病毒蔓延而导致需求中断，原油价格低迷以及替代生物燃料价格走势疲软，因此我们认为 CPO 价格未来几个月仍受卖压。尽管回教徒在斋戒月前会囤货，从需求端支撑价格，但是全球最大的 CPO 消费市场是中国和印度，其 CPO 进口量已大大减少，CPO 价格再度下滑的可能性更高。

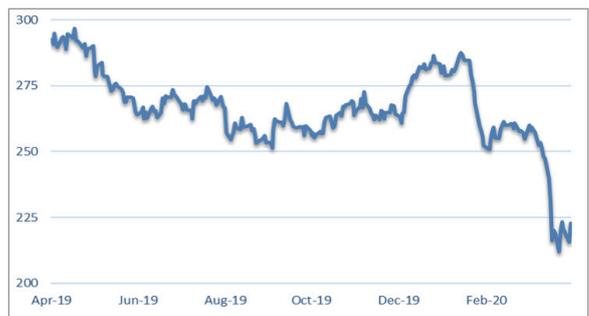
棕榈油期货价格走势 (马币 \$/ 公吨)



铜价 - 来季度未必触底

★ 铜是全球消耗量第三大的工业金属，也是全球经济的晴雨表。年初至今，因冠状病毒蔓延迫使全球范围大规模停产，抑制了对工业商品的需求，导致铜期货已下跌近 22%。中国对铜的需求占全球的一半。尽管中国尽最大努力恢复工厂生产水平，但中国可能难以独自拯救铜市需求。我们认为，其他主要经济体的累计总需求损失的影响可能会进一步拖累铜价。

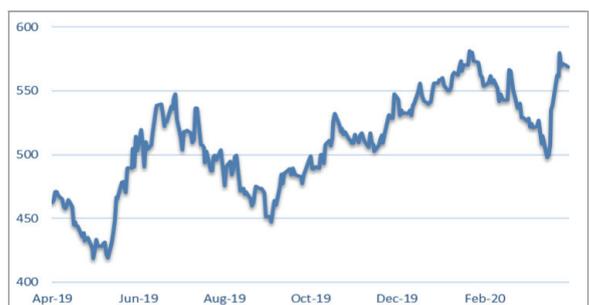
铜价期货价格走势 (美元 \$/ 磅)



农产品 - 小麦价格因运货过程的挑战而上升

★ 因冠状病毒的爆发刺激了短期需求，加上封国封城有可能破坏某些地区的运输。小麦期货价格创下自去年 6 月份以来的最长涨幅。随着人们被迫隔离在家，转向淀粉之类的主食，以面粉为主要材料的产品被抢购一空。此外，据报道，中国订购了 340,000 吨美国硬红冬麦，为七年来最大单日收购美国玉米的数量。政府为遏制疫情采取的严厉措施引发人们对航运和港口后勤服务的担忧。我们对未来一个季度的小麦价格保持乐观。

国际小麦期货价格走势 (美元 \$/ 蒲式耳)



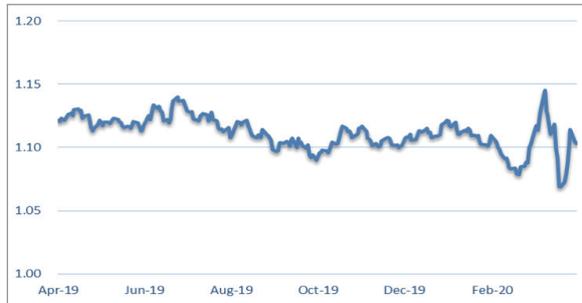
★ 以上资料来源：Bloomberg, 2020/03/31

货币趋势与展望

欧元 (EUR/USD) : 压力 : 1.15 / 支撑 : 1.05

★ 在计入新冠肺炎疫情冲击后，欧元区3月PMI受到前所未有的重大打击，综合PMI及服务业PMI双双录得纪录以来的最低水平。随着各国采取更严苛的防疫政策，预期在未来几个月，经济成长的下滑空间恐怕会持续加剧。长期来看，欧元区各经济体将进行大力的结构性调整及内部贬值，以维持欧元货币的永续性，因此认为近期欧元的支撑位在1.05美元，但最终可能会贬破此数字，到达几乎与美元平价的位置。

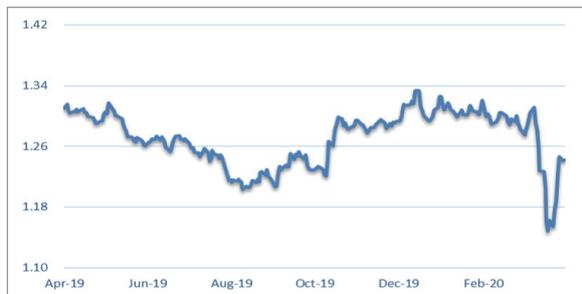
欧元兑美元 (EUR/USD)



英镑 (GBP/USD) : 压力 : 1.34 / 支撑 : 1.10

★ 英镑近期因三因素走跌：首先是受到疫情影响使经济活动大受打击，投资者转持美元。其次，脱欧对英国本身已带来很大的不明朗因素。最后，英国国会于1月份已落实脱欧，在这年内的过渡期间，一些以欧洲业务为主的企业必须把其总部或生产线搬回欧洲，使大量资金恐从英国不断流失，不利于英镑汇价。如果英国不能以低关税重返欧盟单一市场，及伦敦失去其欧洲金融中心地位，不排除英镑还有下跌空间。

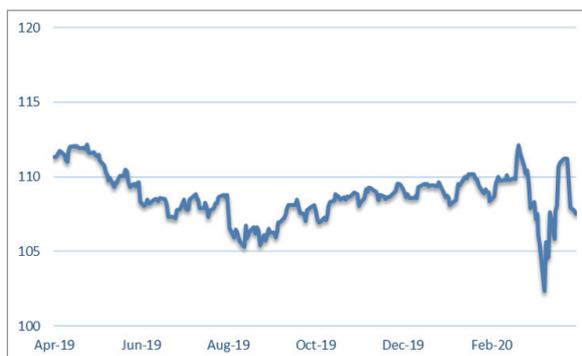
英镑兑美元 (GBP/USD)



日圆 (USD/JPY) : 压力 : 115 / 支撑 : 100

★ 日本3月份经季节调整后的制造业采购经理人指数(PMI)初值跌到44.8，创下2009年4月以来最低水平，前值为47.8，预估日本今年经济将减缩4%。而2020年东京奥运确定将推迟一年举办，这是史上承平时期奥运首度延期，对日本的影响包括访日外国观光客减少，日本国内消费预计也将陷入低迷。经济学家目前最悲观的看法，是认为2020年经济损失将超过3兆日圆。对此，日圆恐怕无法在这波市场修正(或跌势)中成为吸引投资人的避险货币，相较之下投资人更愿意持有美元作为避险。

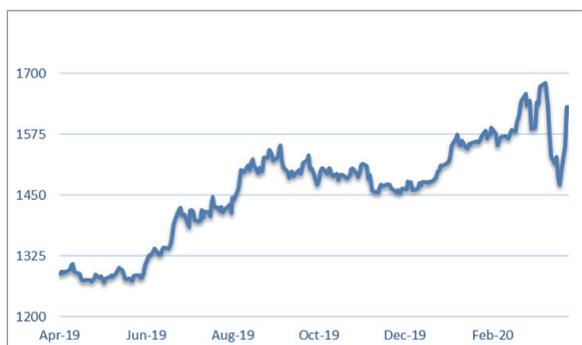
美元兑日圆 (USD/JPY)



黄金 (XAU/USD) : 压力 : 1700 / 支撑 : 1450

★ 因新冠肺炎疫情影响，黄金近期的避险功能受到质疑，黄金价格并未随美国股市的大幅下跌而上涨，因为投资者宁愿在这激烈的市场动荡中出售资产以套现。这样的情况也曾出现在2008年末，金价在1个月内下跌逾20%，到11月份跌至700美元左右，随后才出现避险买盘。随着美联储释放史无前例的流动性，部分资金重新流入黄金市场，黄金的避险属性也因此得以回归。在此之前，我们预计投资者可能仍倾向持有现金，特别是美元。我们预期金价可能将再经历一波下跌才会开始反弹。

黄金兑美元 (XAU/USD)



★ 以上资料来源：Bloomberg, 2020/03/31

货币趋势与展望

澳元 (AUD/USD) : 压力 : 0.70 / 支撑 : 0.50

★ 澳大利亚央行 (RBA) 三月初降息 25 个基点至历史新低的 0.50%，这是澳大利亚央行不到 1 年内第 4 次降息，新冠肺炎疫情在全球扩散，正打击澳洲经济，特别在教育及旅游领域均受重大冲击。央行原本预期，受疫情影响，将使澳洲第 1 季经济成长减少 0.2 个百分点，但现在他们认为对经济的打击将更为严重。央行并预告随时准备购买澳洲公债以支持市场，现在避险情绪已接近金融风暴时的水平，如果持续下去，几乎可以确定澳元还有下跌空间。

纽元 (NZD/USD) : 压力 : 0.70 / 支撑 : 0.55

★ 新西兰央行于 3 月 16 日宣布降息 75 个基点，将官方隔夜拆款利率 (OCR) 调降至 0.25%，且货币政策委员会一致同意将 OCR 保持在这个水准至少 12 个月。降息的主因是疫情持续打击贸易、旅游观光和国内生产，支出和投资在较长一段时间内将呈现低迷，负面经济影响继续扩大，新西兰经济可能会出现连续三季的衰退。此外央行迈出历史性一步，在一份声明中表示，未来 12 个月将在二级市场购买最多 300 亿纽币的政府债券，开始实施量化宽松政策，至少在短期内，新西兰元仍然承压。

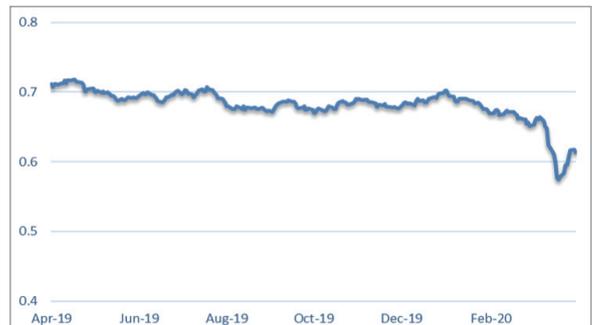
人民币 (USD/CNY) : 压力 : 7.20 / 支撑 : 6.50

★ 中国复工情况仍缓慢进行中，必然会拖累第一季度的 GDP 增长。如今现在疫情扩大至欧美两地，相反，由于中国较缓的降息步伐使其与西方国家之间的利差扩大，同时中国主权债违约率低，再加上股市估值偏低，反而使人民币资产（无论是股票还是债券）对那些长期外国投资看来更具吸引力。由于第一季人民币贬值已反映疫情冲击中国经济的影响，后续在中国复工复产进入正常化，再加上近期美国因应疫情发展进一步升级的措施，预估将支持 6.9 元人民币兑 1 美元的水平。

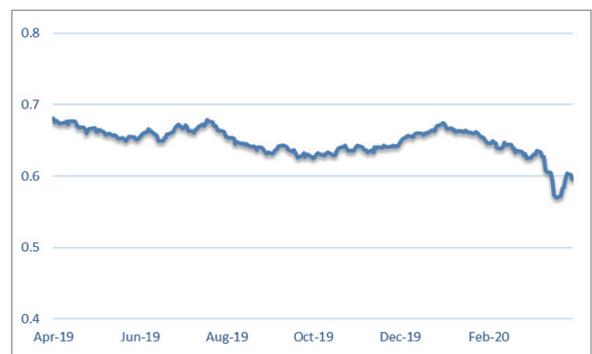
新加坡币 (USD/SGD) : 压力 : 1.50 / 支撑 : 1.35

★ 初步数据显示新加坡第一季度国内生产总值 (GDP) 同比下降 2.2%。政府已将全年 GDP 增长预期从先前预测的 -0.5% 至 1.5% 下调至 -4% 至 -1%。这个东南亚城市国家是主要的港口、金融枢纽和旅游胜地，使其为全球贸易的领头羊。但随国际贸易和旅游因疫情而冻结，新加坡的经济承受着巨大的压力。此外，数据还显示，新加坡今年 2 月的核心通货膨胀率为负值，从上月的 0.3% 下降至 -0.1%，是近十年来的首次负值。预计下一季度新加坡的货币政策将进一步放松，汇率也将受到抑制。

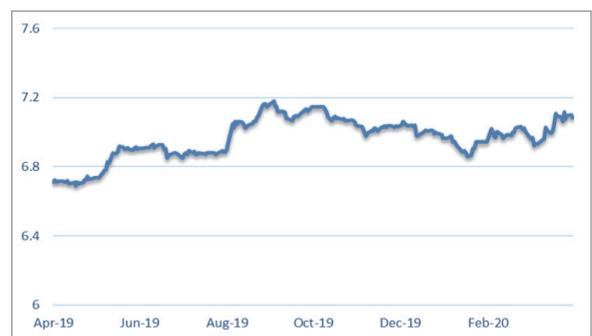
澳元兑美元 (AUD/USD)



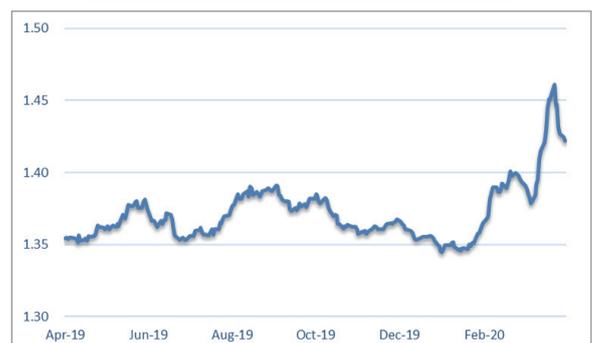
纽元兑美元 (NZD/USD)



美元兑人民币 (USD/CNY)

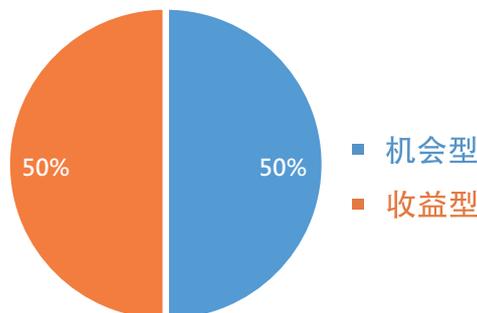


美元兑新加坡币 (USD/SGD)



★ 以上资料来源：Bloomberg, 2020/03/31

抢得先机投资组合 机会型



PC 系列基金 / PC Fund

投资目标	币别	投资内容	市场	代码
PC 最佳机会基金	USD	采用股票长短仓策略的量化避险基金	美国为主	KYG412291083

共同基金 / Mutual Fund

投资目标	币别	投资内容	市场	代码
首域中国增长基金-类别 I	USD	主要投资在营业以中国区域为主的公司	中国	IE0008368742
富兰克林科技基金	USD	主要投资在电子商务和人工智能等高增长科技领域	全球科技	LU0109392836
摩根东协基金	SGD	通过投资主要业务在东南亚的公司提供长期资本增长	东南亚	LU0532188223

交易所买卖基金 / Exchange Trade Fund

投资目标	币别	投资内容	市场	代码
DB X-Trackers MSCI 韩国 UCITS ETF	USD	复制 MSCI 总韩国净回报指数	南韩	LU0292100046
iShares 安顿纳斯达克生物科技 ETF	USD	复制纳斯达克生物科技指数	美国	US4642875565

个别股票 / Corporate Stock

投资目标	币别	投资内容	交易所	代码
昇菘集团有限公司	SGD	消费必需品。新加坡最大的超市运营商之一	SGX	SSG SP
腾讯控股	HKD	电子商务投资机会。提供互联网和移动增值服务。在线广告和电子商务交易	HKSE	700 HK
沃尔玛股份有限公司	USD	消费必需品。经营折扣店、超级中心和邻里市场	NYSE	WMT US

抢得先机投资组合 收益型

PC 系列基金 / PC Fund

投资目标	币别	投资内容	市场	代码
PC 策略布局收益基金	USD	投资于投资移民贷款、物业抵押贷款和保单融资	香港为主	KYG6965A1004

个别公司债 / Corporate Bond

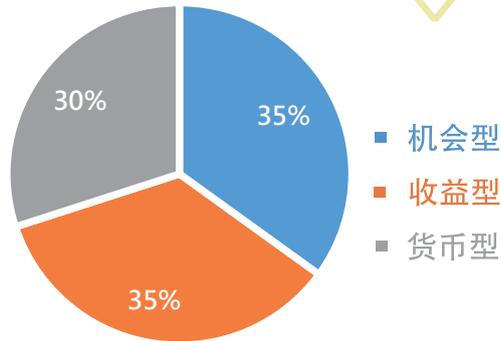
投资目标	币别	投资内容	派息	代码
集永成机构有限公司	SGD	YTM: 6.488% / 到期日: 2021.06.14	4.750%	SG73C500004
瑞士信贷股份公司	HKD	YTM: 5.446% / 到期日: 2023.08.08	6.500%	XS0957135212

< 请注意 > 此处所示之到期殖利率(YTM) 仅供参考，以交易当时实际报价为准。

共同基金 / Mutual Fund

投资目标	币别	投资内容	市场	代码
JPM 环球高收益债券(美元) A	USD	主要投资于投资级别以下的全球固定和浮动利率债务证券	全球	LU0344579056
瀚亚亚洲当地债券基金	USD	亚洲实体或其子公司发行的主要是固定收益/债务证券	亚洲	LU0315179829

攻守兼备投资组合 机会型



PC 系列基金 / PC Fund

投资目标	币别	投资内容	市场	代码
PC潜力组合基金-B类别	USD	香港按揭资产及房地产相关资产	香港	KYG695791114

共同基金 / Mutual Fund

投资目标	币别	投资内容	市场	代码
贝莱德环球资产配置基金	USD	投资于全球股票、债务和货币市场证券的投资组合	全球	US09251T5092
安联收益及增长基金	SGD	美国和/或加拿大公司债务证券和股票	北美	LU0943347566

交易所买卖基金 / Exchange Trade Fund

投资目标	币别	投资内容	市场	代码
iShares 安硕MSCI中国ETF	USD	复制MSCI中国指数	中国	US46429B6719
EMQQ The Emerging Markets Internet & E-Commerce ETF	USD	追踪EMQQ新兴市场互联网与电子商务指数	新兴国家	US3015058890

个别股票 / Corporate Stock

投资目标	币别	投资内容	交易所	代码
顶级手套有限公司	SGD	世界上最大的乳胶手套制造商之一。生产外科手术和乙烯基检查手套	SGX	TOPG SP
维萨公司	USD	全球最大的信用卡发行商	NYSE	V US

攻守兼备投资组合 收益型

PC 系列基金 / PC Fund

投资目标	币别	投资内容	市场	代码
PC策略布局收益基金	USD	投资于投资移民贷款、物业抵押贷款和保单融资	香港为主	KYG6965A1004

个别公司债 / Corporate Bond

投资目标	币别	投资内容	派息	代码
丰树财务服务有限公司	SGD	YTM: 4.158% / 到期日: 永续, Call: 2022.01.19	4.500%	SG78A5000007
OUE有限公司	SGD	YTM: 5.014% / 到期日: 2023.04.13	1.500%	XS1796078324

<请注意> 此处所示之到期殖利率(YTM) 仅供参考, 以交易当时实际报价为准。

交易所买卖基金 / Exchange Trade Fund

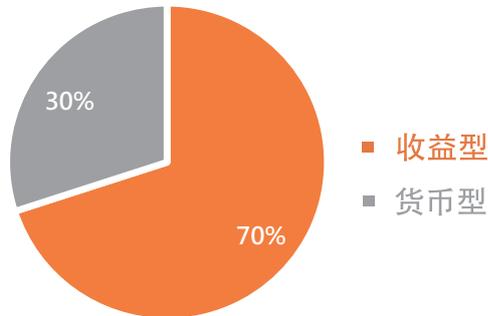
投资目标	币别	投资内容	市场	代码
BMO亚洲美元投资级债券ETF	HKD	追踪巴克莱亚洲美元投资级债券指数	HKSE	HK0000221389
iShares安硕iBoxx美元投资级公司债ETF	USD	追踪Markit iBoxx美元流动投资等级指数	NYSE	US4642872422

攻守兼备投资组合 货币型

共同基金 / Mutual Fund

投资目标	币别	投资内容	市场	代码
富达基金-美元现金基金	USD	主要以美元计价的债务证券	美国	LU0064963852

稳中求胜投资组合 收益型



PC 系列基金 / PC Fund

投资目标	币别	投资内容	派息	代码
PC潜力组合基金-A类别	USD	香港按揭资产及房地产相关资产	5.040%	KYG695791031

个别公司债 / Corporate Bond

投资目标	币别	投资内容	派息	代码
Verizon通信股份有限公司	USD	YTM: 2.029% / 到期日: 2024.03.15	2.000%	US92346MFF32
吉宝企业有限公司	SGD	YTM: 3.974% / 到期日: 2042.09.07	4.000%	SG6W26985096

<请注意> 此处所示之到期殖利率(YTM) 仅供参考, 以交易当时实际报价为准。

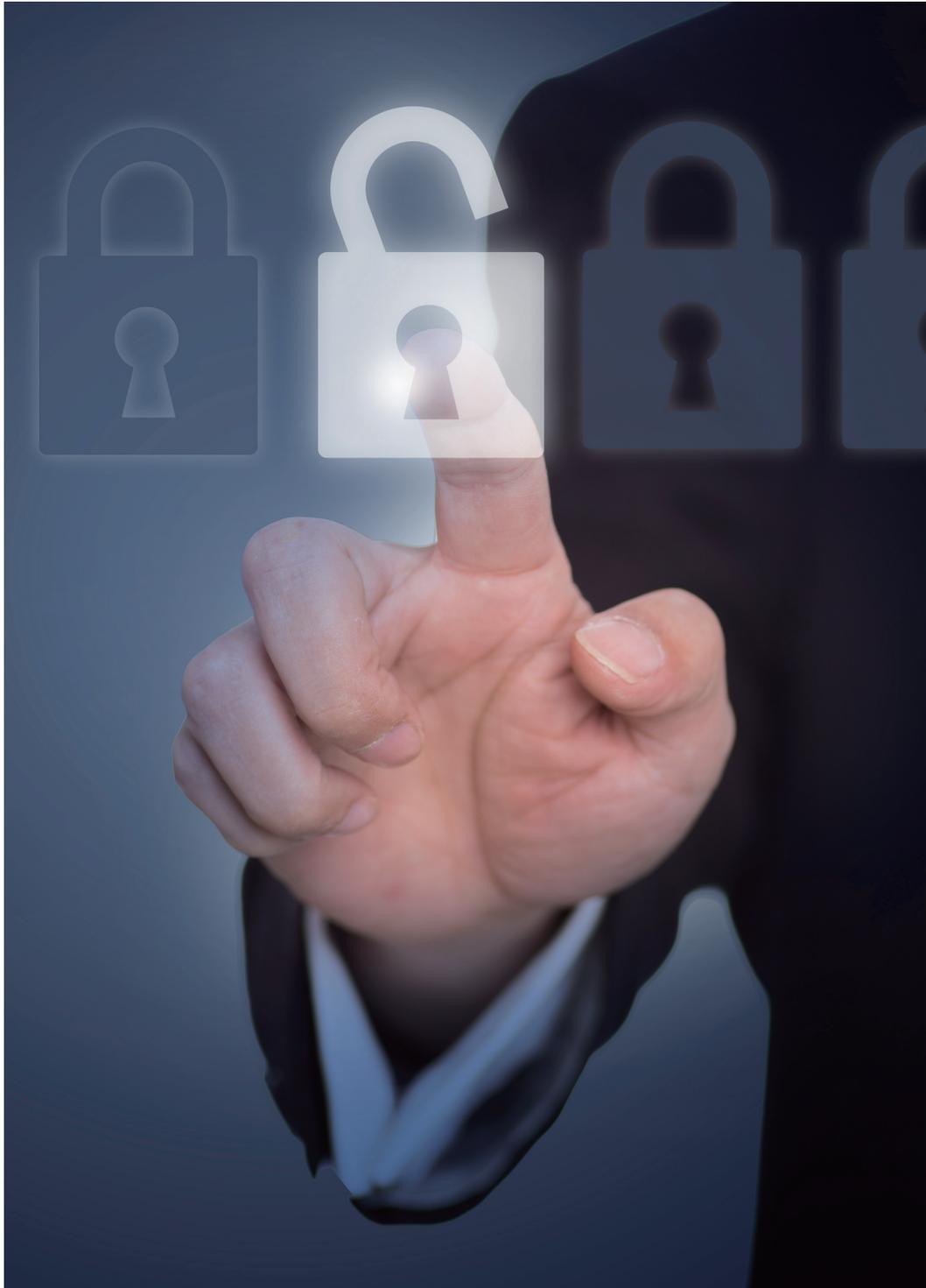
共同基金 / Mutual Fund

投资目标	币别	投资内容	市场	代码
富兰克林邓普顿投资基金-邓普顿环球债券基金	SGD	通过全球政府或与政府相关的发行人发行的固定或浮动利率债务证券投资组合, 实现最大化的总收益	全球	LU0320763948
英国保诚国际基金公司-亚洲原币别债券基金	USD	主要投资亚洲实体或其子公司发行的固定收益 / 债务证券	亚洲	LU0315179829
PIMCO GIS - 收益基金	USD	审慎的投资管理, 寻求高收入	全球	IE00B7KFL990
富兰克林邓普顿-邓普顿环球总收益基金	USD	主要投资于政府或与政府相关的实体发行的固定和 / 或浮动利率债务义务的投资组合	全球	LU0170475312

稳中求胜投资组合 货币型

共同基金 / Mutual Fund

投资目标	币别	投资内容	市场	代码
Fullerton SGD Cash Fund	SGD	投资以新元计价的短期流动资产	新加坡	SG9999005961
富达基金-美元现金基金	USD	主要以美元计价的债务证券	美国	LU0064963852



本季投资主题 – 负利率环境下的投资选择

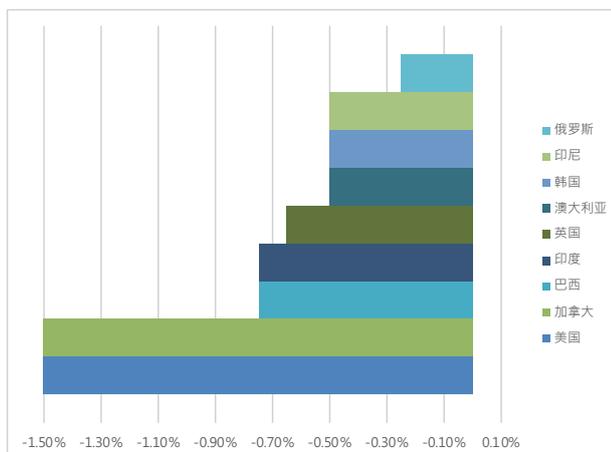
美国时间 3 月 15 日，美联储再度紧急降息，将基准利率下降 100 点子，连同上次 3 月 3 日紧急降息的 50 点子，今年 3 月美联储连续两次紧急降息合共 150 点子，利率直接下降至 0% - 0.25% 的目标区间。2008 年环球金融危机以来，各国政府为刺激经济增长，纷纷下降利率，部分国家更将利率下降至负数，打破固有的 0% 利率下限的经济学思维。环球债券收益率水平在过去 10 年持续下降，本季投资主题将带大家了解极低利率或负利率，以及其对经济和资产的潜在影响。

负 / 极低利率环境

全球金融危机过后，欧洲央行在 2014 年推出负利率政策，将存款利率降至 -0.1%，随后更进行多次减息，目前利率已经下降至 -0.5%。在亚洲，日本央行在 2016 年宣布将利率降至 -0.1%，维持至今。现时在货币政策上依然采取负利率政策的经济体包括欧元区、日本和瑞士等。

2020 年，环球市场受新型冠状病毒疫情全球扩散冲击，主要国家央行纷纷减息（图 1）。全球第一大经济体美国三月将利率下限快速下降至 0%，距离负利率仅一步之遥。美国 10 年期国债收益率在降息后最低跌至 0.3137%，创出历史新低，意味着美国 10 年期国债的收益率水平较 2008 年全球金融危机时还要低。除了美国 10 年期国债收益率大幅下降外，较短年期的美国国债，如 2 个月期的收益率更一度跌破 0% 水平，形成负利率。

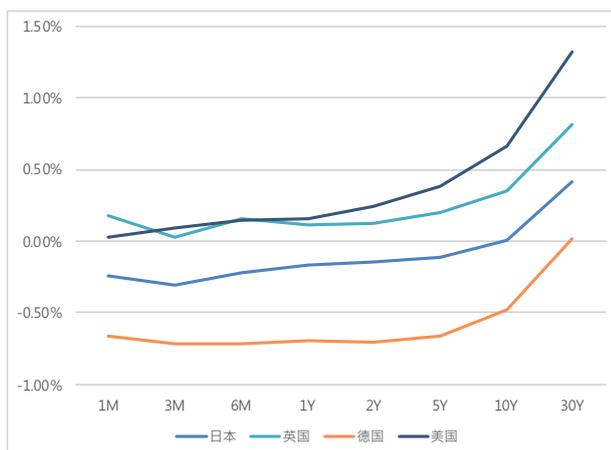
图 1：全球主要央行利率变化 YTD



★资料来源：
Bloomberg, 2020/03/31

过去 10 年，全球利率不断下降，已发展国家国债收益率均呈现下降趋势（图 2）。负利率情况以欧洲最为普遍，当中德国所有年期的国债收益率均低于 0%，整条孳息率曲线均在 0% 以下。截至 2 月 26 日，全球负利率债券规模有所回升，达 13.97 万亿美元，占目前全球债券存量市值超过 27%。

图 2：主要国家债孳息率曲线走势



★资料来源：
Bloomberg, 2020/03/31

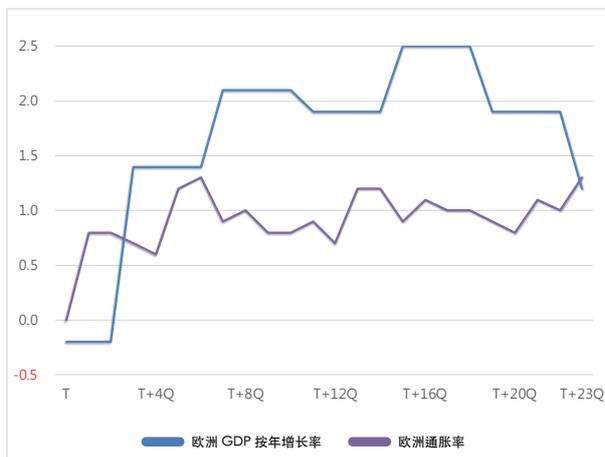
本季投资主题 – 负利率环境下的投资选择

负利率对经济刺激作用有限

以日本与欧元区为例，这两个发达经济体实行负利率的主要目的是希望透过低利率政策促进金融机构来支持实体，从而达到刺激经济增长和提升通胀。

欧元区在实行负利率初期，实质 GDP 增长确实有所改善，但随着利率进一步下降，负利率对经济刺激的边际效益递减，实质 GDP 增长亦开始回落（图 3）。而同期欧元区核心通胀率由始至终并没有得到实质性的改善，依然偏离央行 2% 的目标甚远。而日本的情况则更加令人忧虑，负利率政策对实质 GDP 的增长和核心通胀的提振均没有效用（图 4），可见日本已经陷入典型的“流动性陷阱”。由这两个主要发达经济体可见，单独实行负利率政策对经济的刺激和通胀的提振效果十分有限。

图 3：欧洲负利率期间 GDP 与 CPI 的变化



★ 以上资料来源：Bloomberg, 2020/03/31

图 4：日本负利率期间 GDP 与 CPI 的变化



★ 以上资料来源：Bloomberg, 2020/03/31

负利率对资产价格的影响

利率是资产定价的基本。根据资产定价模型，低利率是利资产价格的。

但当无风险利率为负数时，负利率会扭曲折现现值的计算，资本资产定价等模型可能无法发挥作用。另外，实行负利率给予市场对经济形成悲观信号，因此市场需求更大的风险溢价以作补偿。因此，负利率对资产价格变化的预期不同于单纯减息。

另一方面，欧日进入负利率期间，美国依然维持可观的正收益率。美国与欧日的利差存在套利空间，投资者可借入低成本欧元或者日元，投向正收益率的美国市场，资金流入美国造就股汇债齐牛局面。随着美国大幅度减息，利差已经大幅收窄；若未来美国进一步进入负利率，利差空间将会消失，部分投资者可能抛弃美元，转投其他资产，美元资产可能存在下行风险。

低利率常态化，加上近期股市暴跌，现今市场能产生稳定正回报的资产少之又少。在不确定的市场中，投资收益的稳定性和持久性显得格外重要，因此在投资组合中部署长远稳定的另类资产投资和保险产品是不错的选择。

寶鉅證券金融集團的多元投資工具

證券

多地不同種類的股票供您選擇

香港股票、中國股票、美國股票

穩定可靠的平台讓您隨時隨地進行交易

網上交易平台、手機交易平台

助您跟踪市場變化，掌握環球市況

每日個股評論、每日全球指數、國際市場焦點、每周市場報告

隨時監察賬戶現況

每月月結單，獨家投資解決方案

收費合理，超越您的期待

以合理的价格享受最优质的服務

債券

多元化的債券種類

不同國家、政府、金融機構和其他大型公司所發行的多種債券

各種結算方式，方便您不同時候的需要

提供各種貨幣、利率和到期日的選擇

杰出的代理服務

代收債券利息、權益行使、到期贖回債券及二手市場買賣服務

結構式商品

資產掛鈎票據 (ELN)

境外結構型投資商品，鏈接目標為股票，商品的表現將依連結目標股票的股價表現而定

保本型組合式產品 (SN)

連結標的多元化，包含股權、指數、利率、貨幣、商品或上述相關組合，投資者可以在到期日獲得約定的利息收入或以約定的參與率賺取資本收益。到期產品收益高低鏈接目標表現

雙元貨幣投資 (DCI)

又稱為外幣加值投資（簡稱 PCI），是一種結合外幣投資及外匯選擇權之組合式投資商品

寶鉅系列基金

多元靈活的基金產品，旨在助您實現財務目標

基金類型應有盡有

- 股票基金
- 對沖基金
- 債券基金
- 地產基金
- 物業抵押貸款基金

寶鉅證券金融集團的多元投資工具

互惠基金

我们提供逾 60 家基金公司旗下超过 1,000 只基金。平台上的基金公司均享负盛名，并专注于亚洲、欧洲、美国、科技、债券及另类投资（如对冲基金）等多个投资领域。

透过本平台上的众多基金，按照您的投资目标，为您量身定制最理想的基金投资组合。

基金公司包括：

基金公司			
01	联博香港有限公司	22	环球投资（香港）有限公司
02	安本标准投资管理	23	富国资产管理公司
03	ALQUITY INVESTMENT MANAGEMENT LIMITED	24	广发国际资产管理有限公司
04	安联环球投资亚太有限公司	25	国泰君安资产管理（亚洲）有限公司
05	东方汇理资产管理香港有限公司	26	海通资产管理（香港）有限公司
06	法国巴黎资产管理亚洲有限公司	27	嘉实国际资产管理有限公司
07	中银国际英国保诚资产管理有限公司	28	骏利亨德森资产管理
08	霸菱资产管理（亚洲）有限公司	29	丰收投资（香港）有限公司
09	贝莱德资产管理北亚有限公司	30	景顺投资管理亚洲有限公司
10	建银国际（控股）有限公司	31	摩根资产管理
11	上投摩根资产管理（香港）有限公司	32	木星资产管理
12	中信证券国际有限公司	33	美盛资产管理香港有限公司
13	南方基金管理有限公司	34	领先资产管理
14	汇添富资产管理（香港）有限公司	35	MFS全盛资产管理
15	华夏基金（香港）有限公司	36	麦格理基金集团
16	德意志资产管理（香港）有限公司	37	英仕曼投资（澳洲）有限公司
17	易方达资产管理（香港）有限公司	38	英仕曼投资（香港）有限公司
18	瀚亚投资（香港）有限公司	39	宏利资产管理（香港）有限公司
19	富达基金（香港）有限公司	40	未来资产环球投资（香港）有限公司
20	首域投资（香港）有限公司	41	法盛投资管理香港有限公司
21	富兰克林邓普顿投资（亚洲）有限公司	42	路博迈亚洲有限公司
		43	日兴资产管理香港有限公司
		44	先机环球基金（亚太）有限公司
		45	品浩投资管理（亚洲）有限公司
		46	柏瑞投资亚洲有限公司
		47	中国平安资产管理（香港）有限公司
		48	信安投资及退休金服务有限公司
		49	信安环球投资（亚洲）有限公司
		50	中国银盛集团有限公司
		51	法国兴业资产管理（香港）有限公司
		52	荷宝投资管理集团
		53	融通基金管理有限公司
		54	光大新鸿基有限公司
		55	施罗德投资管理（香港）有限公司
		56	Superfund投资集团
		57	TA Investment Management Berhad
		58	天利投资管理香港有限公司
		59	以立投资管理有限公司
		60	领航投资香港有限公司
		61	行健资产管理有限公司
		62	H2O Asset Management

— 如欲了解更多，请与我们的客户关系经理联络 —







Much More Than Private Bank

www.pcsfg.com/heritage

本文件所载之内容仅作为一般参考。本文件并非及不应被视作为投资或买卖证券或任何金融产品的要约或邀请。投资涉及风险。投资产品价格可上升或下跌，投资涉及盈利或极大亏损的风险。过去业绩并不保证将来表现。阁下应仔细考虑本身的经济状况、投资经验及目标，以及承担亏损的能力或咨询阁下的独立理财顾问再进行有关投资。在编制本文件时使用了一些相信其来源可靠的资料，但寶鉅證券金融集團、其旗下公司及其联营公司（“本集團”）并不担保此等资料之准确性、完整性或正确性。本集團亦有权更新或更改任何资料而不另行通知。本集團及与之关联的任何公司或个人均不会承担因使用本文件或因依赖其内容而产生的任何法律责任。本文件的版权属本集團所有，未经本集團同意，任何人不得因任何用途擅自复印或发布全部或部份内容。本集团及其董事及雇员可能就本报告所涉及的任何证券持仓及进行交易，亦可能与客户持相反的位置，惟本集團必会将客户利益置于本集團之上。