



2017 年 9 月

**環球經濟前景：9 月份，環球經濟前景未有出現甚麼重大的變化，仍然維持著良好的增長勢頭。**

不過，各國央行的政策舉動/有可能出現的舉動再次成為市場的焦點，如美國聯儲局、歐洲央行和英國英倫銀行。

美國方面，美國聯儲局和特朗普政府成為 9 月份的主角。9 月 21 日，美國聯儲局舉行了今年第六次的議息會議，議息會議後聯儲局宣佈維持目標利率在 1% 不變，但如市場所預期一樣，聯儲局在會後宣佈從今年 10 月份起啟動“縮表”，逐步減少其資產負債表的規模(自 2008 年金融海嘯後，聯儲局為了拯救疲弱不堪的美國經濟，不斷向市場注入資金，令聯儲局的資產負債表規模不斷上升)，以達至逐步的貨幣政策正常化。本來，聯儲局啟動縮表很可能會為金融市場帶來波動，但由於聯儲局早在 6 月份時已向市場放風(當時已公佈了縮表的進程和規模)，並向市場作出充份的心理管理，所以，今次聯儲局宣佈啟動縮表並沒有為金融市場帶來絲毫不必要的波動。至於縮表對經濟、以至金融市場的實質影響，我們認為短期內的影響不會太大，因為聯儲局

今次的縮表是循序漸進的，首三個月的縮表規模只是每月 100 億美元，及後每三個月才每月再增加 100 億美元(直至一年過後，縮表規模才會增加至每月 500 億美元)。所以，根據現時的時間表，縮表首年的總規模為 3,000 億美元，只是現時資產負債表 4.5 萬億美元的 6%左右。而且，即使聯儲局啟動了縮表，聯儲局的整體貨幣政策仍是屬於十分寬鬆的，因為目標利率才 1%、而持有的資產負債表規模仍是歷史上最大的水平。除了美國聯儲局外，特朗普政府亦是 9 月份的主角之一。9 月底，特朗普向外宣佈美國政府即將把減稅方案提交國會，頓時令投資市場對減稅充滿憧憬，為美國股市重新注入另一股上升的動力。不過，我們認為不要對特朗普的減稅政策持太過樂觀的預期，因為相信減稅方案不會一路順風，當中必定會面對不同的阻力和反對，甚至有可能令最終方案不及最初所預期、有可能大幅延遲或胎死腹中(其中減稅方案需要面對兩大難關，其一是如何平衡減稅和避免令債務大幅上升、其二是如何說服議員減稅方案不會向富人傾斜)。

歐元區方面，大部分經濟數據繼續反映歐元區經濟持續復甦，舉例來說，9 月份歐元區製造業指數為 58.1，不但高於 8 月份的 57.4、亦繼續大幅高於 50 這個擴張和收縮的分水嶺，反映歐元區的製造業繼續維持良好的增長。當然，這是受惠於歐洲央行自 2014 年開始實施的超寬鬆貨幣政策，在負利率和歐元大幅貶值下，歐元區經濟被激發而錄得持續的復甦。最近幾個月，投資市場一直擔心在經濟持續復甦下，歐洲央行有可能仿效美國聯儲局，考慮啟動貨幣政策收水，令國債孳息率、以至歐元都錄得明顯的上升，令人擔心歐元區的經濟復甦有可能因為息率上升和歐元上升而受到打擊。不過，歐洲央行對市場的傳言沒有任何表示，在 9 月初的議息會議上，歐洲央行只是宣佈維持貨幣政策不變(即目標利率維持在-0.4%、每月買債金額維持在 600 億歐元，直至今年 12 月底)，對於明年是否延續買債，歐洲央行只是三緘其口，並未有為政策方向提供任何提示，只是強調歐洲央行很大可能在 10 月份的會議上決定明年是否延續買債計劃。對於歐洲央行的政策取向，我們認為投資者根本不用擔心，因為不管歐洲央行最終是否在明年延續買債計劃，在未來一年，歐洲央行的貨幣政策一定會維持寬鬆的。第一，歐洲經濟雖然有復甦，但經濟增長並不算十分穩定，經濟還是很需

要央行的寬鬆政策；第二，現時歐元區的通脹水平並不高，歐洲央行根本沒有感受到來自通脹的壓力，所以並不急於、亦沒有必要去大幅收緊貨幣政策；最後，相信歐洲央行會吸取 2012 年的教訓(當時歐洲央行過早收緊貨幣政策，令歐元區經濟瞬間再次跌入衰退之中)，在收緊貨幣政策時會偏向較保守的做法。

中國方面，中國經濟增長繼續維持著不溫不火的狀態，但近日的經濟數據反映經濟動力自年中過後有輕微放慢的情況。舉例來說，製造業指數繼續錄得 51.6，代表製造業維持擴張；出口按年錄得 6.9% 的增長，但增長率遠低於年中的水平；零售銷售增長只有 10.1%，亦低於年初的 11%；年初至今城鎮固定投資按年錄得 7.8% 的增長，增長率亦不及年初、以至上年同期的水平。我們認為中國經濟在短期內都不會出現甚麼大問題，只是持續的經濟改革，如去產能、去槓桿等，將會對經濟繼續帶來壓抑的影響。所以，我們預期未來 1-2 年，中國的經濟增長仍會維持在 7% 以下的水平，不會有甚麼明顯的突破。至於即將舉行的十九大，我們認為在經濟層面上未必有太多的動作，亦不會為中國經濟發展方向帶來太多的改變。

**股市：**雖然美國聯儲局在 9 月份的議息會議後正式落實了啟動縮表，但由於聯儲局早在今年 6 月份時已開始向市場為縮表進行心理管理，如在 6 月份的議息會議後已向外公佈縮表首年的規模和進程、亦一早向市場暗示聯儲局很大機會在年底前啟動縮表等。所以，縮表的正式啟動沒有為市場帶來太大的負面影響。9 月份，美股不但沒有因為聯儲局啟動縮表而下跌，反而錄得 2.0% 的升幅(當然，升幅有部分受到美國總統特朗普在月底時宣佈將會在短時間內提交減稅方案到國會的消息所刺激)。至於歐洲股市，受到歐元從高位錄得明顯回落、再加上債息從 7 月份的高位錄得明顯回落，令歐股得以中止過去四個月連跌的走勢，9 月份錄得 3.8% 的升幅。我們認為過去幾個月，市場過度樂觀地認為歐洲央行會大幅收緊貨幣政策，令歐債息和歐元都有過度上升的情況，變相令歐洲股市錄得過多的調整。所以，當投資者慢慢意識到歐洲央行在明年仍會維持著十分寬鬆的貨幣政策後，歐債息和歐元將會從現時的高位回落，對歐洲股市的負面壓力亦會有所減少(我們還是認為在美國、日本等成熟股市之中，歐洲股市是最應該看好的一個)。至於新興股市方面，和我們早前的預期

一樣，美元反彈不利於新興市場資產的表現。在 9 月份，美元由低位反彈超過 2%(整個 9 月份錄得 1.1%的上升，是自今年 2 月份以後第一次錄得按月上升)，令新興市場資產受壓，亞洲區股市指數錄得-0.1%的跌幅，新興股市指數錄得-0.4%的跌幅，而香港恒生指數亦錄得-1.2%的跌幅。我們認為現時的美元反彈只屬初期，我們相信在未來幾個月，美元還會有更多的反彈，到時將會對新興市場資產帶來更大的影響。

**債市：**9 月份聯儲局議息會議成為債市一個重要的轉捩點。聯儲局在議息會議後如常公佈聯儲局眾官員們對經濟增長、通脹、以至聯儲局目標利率的預期，其中聯儲局官員們對目標利率的預期令市場感到十分意外。在報告中，大部分聯儲局官員表示他們預期聯儲局會在年底前再加息 0.25%，這和當時市場上大部份投資者認為聯儲局在年底前不會再加息的想法很不同。受到報告的影響，再加上在議息會議後耶倫發表了相對鷹派的言論，令市場對聯儲局在年底前會否加息的預期出現重大的改變，根據利率市場期貨所反映，市場預期 12 月份議息會議加息的機會率由 9 月初的約 20%，大幅上升至 9 月底的 60%；至於對 2018 年的息口預期，亦明顯出現升溫的情況，預期 2018 年全年都不會加息的機會率下降至 25%(之前為 40%)、預期 2018 年全年將會加息 0.25%的機會率上升至 35%(之前為 20%)、預期 2018 年全年將會加息 0.5%的機會率上升至 25%(之前為 5%)、預期 2018 年全年將會加息 0.75%的機會率上升至 8%(之前為 0%)。受到加息預期升溫所影響，美國 10 年期國債孳息率亦扭轉了自年初至今的持續下降走勢，在 9 月份錄得大反彈，由 9 月初的 2.1%上升至 9 月底的 2.3%。我們認為報告並不代表聯儲局在貨幣政策方向上有任何重大的改變，亦不代表聯儲局在往後時間會大幅加快加息的速度，在未來的一段日子，我們認為聯儲局還是會維持現時十分緩慢的加息步伐。至於市場為何有如此大的反應，只是因為市場之前錯估聯儲局的政策方向，才會對報告感到意外。受到美債孳息率急升所影響，連帶德國和英國等國債孳息率亦跟隨美債孳息率走而一同上升。德國 10 年期國債孳息率由 0.36%上升至 0.46%；英國 10 年期國債孳息率亦由 1.0%上升至 1.3%。總括而言，9 月份整體債息上升不利於債券投資的表現。

**商品**：9 月份，商品價格指數錄得 1.5% 的升幅，完全是受到能源相關商品價格上升所帶動。三大分類指數中，能源分類指數錄得 5.6% 的升幅、金屬分類指數錄得 -2.9% 的跌幅、農產品分類指數錄得 -0.1% 的跌幅。石油價格在 9 月份錄得接近 10% 的升幅，主要是受到土耳其政府宣稱有可能切斷伊拉克庫爾德族地區石油出口的消息所刺激(因為居於伊拉克的庫爾德族群最近極力希望從伊拉克中分離並爭取獨立，土耳其政府擔心一旦他們成功爭取獨立，會觸發土耳其境內的庫爾德族群仿效也爭取獨立)。現時，伊拉克庫爾德族地區每日出口石油約 50 萬桶，一旦土耳其真的切斷它的石油出口，投資者擔心市場供應會受到一定程度的損害，觸發油價從 47 美元上升至 51 美元。不過，我們不認為單單因為這個因素，油價就可因此而再進一步大幅上升、甚至升穿今年高位 55 美元。即使作最壞的打算，市場上真的因為土耳其的禁令而失去這 50 萬桶石油的供應，我們相信對市場的影響也不會太大和太持久，因為現時不少產油國都存在著剩餘的產能，只要有需要，它們可以很快、並很容易地隨時增產，以填補因禁運而減少的石油產量。

## 組合評論

9 月份，我們的進取型、增長型和平衡型投資組合均同樣地錄得 1.1% 的升幅(年初至今表現分別為上升 16.9%、15.6% 和 14.3%)。

**股票基金方面**：9 月份，我們組合中所持有的股票基金，全部均錄得上升。成熟市場方面，歐洲股票基金錄得 4.2% 的升幅(表現明顯優於市場指標)；環球股票基金錄得 2.1% 的升幅。新興市場方面，亞洲股票基金錄得 0.6% 的升幅(表現大大優於市場指標)；兩隻中國股票基金分別錄得 3.0% 和 3.5% 的升幅(表現大大優於市場指標)；東歐股票基金錄得 0.8% 的升幅(表現大幅優於市場指標)。現時，我們在組合中持有相對較少的股票比例，是由於自上年年底，環球股市已累積了不少的升幅，令股值相對上已不再便宜(尤其是美國股市，現時標

普 500 指數的市盈率約 21.5 倍，已大大高於過去十年平均的水平)；另一方面，我們認為市場上部分投資者抱著過度樂觀的想法，如過度樂觀地認為美國的減稅政策最終一定可以落實執行並能大幅推動美國經濟和企業盈利上升等，變相增加了股市出現回調的風險。

**債券基金方面：**9 月份，我們所持有的債券基金錄得 1.6% 的升幅。如上文所言，雖然 9 月份全球大部分國債孳息率都錄得上升，理應對債券投資帶來負面的影響。不過，由於我們所投資的債券基金比較特別，基金經理一早已故意把債券持倉的存續期壓低至接近零的水平，從而基金對整體債息上落的敏感度變得較低，故其表現自然較少受到市場息率上落所影響。雖然在加息週期的大環境下，我們並不建議多作債券類的投資，因為債息上升會對債券價格造成下調的壓力，不利債券投資表現。只是，出於組合平衡和風險有效分散的考慮，我們才把小部分組合資金投放在債券基金身上。不過，在選取債券基金時，我們已把以上的因素放在考慮之列，所以才會選擇現時這隻持倉較靈活、並且已為加息環境作好準備的債券基金。受惠於今年資金持續流入新興市場，加上基金合適的調配，基金年初至今已錄得接近 6% 的升幅，在眾多債券基金中已算是名列前茅的一群了。

**商品基金方面：**9 月份，雖然商品價格指數錄得 1.5% 的升幅，但我們所選取的商品基金卻錄得 -0.8% 的跌幅。主要原因，是我們所選取的商品基金是投資在和商品有關的股票上，而非投資在實物商品上，所以商品價格上升不一定代表從事有關商品的公司的股價會同步上升。不過，投資者不用擔心，因為雖然我們所選取的商品基金在 9 月份錄得下跌，但年初至今，基金已錄得超過 9% 的回報，並大幅高於同期商品價格指數的表現(同期，商品價格指數錄得 -1% 的跌幅)。如上月所言，我們認為商品在上半年經歷了頗明顯的調整後，相信下半年的走勢會較上半年理想。最後，我們希望在此再次強調，我們對商品的投資是屬於中長綫持有，因為我們認為商品在經歷自 2014 年開始的急跌後，低殘的價格已為中長綫的投資者創造良好的入市機遇，只

要投資者能等待幾年時間，我們有信心商品很大機會能為投資者帶來不錯的回報，因為商品週期的效應在幾年後必定能為商品價格帶來推動上升的作用。舉例來說，石油生產商一般需要 3-7 年的時間去開發一個油田，由於油價在 2014 年開始出現大跌價，令不少石油公司均大幅減少、甚至停止投資在石油開發上。在投資減少下，變相未來幾年潛在的新供應亦會因而減少，令現時供過於求的情況得到改善、甚至有可能由現時的供過於求變成將來的供不應求，油價自然有較大出現回升的可能。至於在 2016 年底時我們買入的黃金基金，我們在 9 月初時已全數賣出獲利。從去年底買入到 9 月初，黃金價格從 1160 美元上升至 1340 美元，升幅達 15%；而我們所買入的黃金基金更錄得 18% 的升幅。我們之所以會賣出黃金基金，除了其一是已獲利甚豐外，更重要是我們認為金價再升的空間已不多，相反金價出現下跌的風險卻很大。因為我們認為年初至 9 月初支持金價上升的因素，如債息回落、美元回落等都很可能在未來 3-6 個月出現相反的變化(因為 9 月初時的美債息和美元都已經處於頗低的位置，它們從低位出現反彈的機會率、遠遠高於它們持續出現下跌的機會率)，而若美債息和美元回升，都會對金價帶來下調的壓力。

#### **重要告示及豁免責任聲明:**

此文件為資產管理集團有限公司的財產。本文中所載之任何資料僅供參考之用，不應被視為邀請、要約或招攬任何證券買賣、建議任何證券買賣或建議採取任何投資策略。資產管理集團致力確保在本文中所提供資料的準確性和可靠性，但並不保證其完全準確和可靠，也不對由於任何不準確或遺漏所引起的任何損失或損害承擔任何責任。本文中的部分資料可能包含有關對未來事件或對國家、市場或公司未來財務表現的預測或其他前瞻性陳述，而這些預測或前瞻性陳述只是作者之個人觀點，最終實際事件或結果可能會和預測或前瞻性陳述出現巨大的差異。本文中包含的任何意見或估計都是基於一般原則所編寫的，讀者不應以此作為任何建議。資產管理集團保留隨時對本文中任何表達的意見進行修改或更正的權利，恕不另行通知本文的收件人。禁止任何未經授權的披露、使用或傳播本文的全部或部分內容，亦不得將文件複製、拷貝或提供給未經授權的第三者。投資涉及風險，由於匯率或市場波動等不同的市場風險，任何投資的價值及其收入都有可能出現增加或減少，而過去所顯示的表現數據亦並不代表未來的表現。本文的收件人如對本文所包含的任何資料有任何疑問，收件人應尋求專業意見。本文未經證券及期貨事務監察委員會審閱或批准。

如有任何意見或查詢，請電郵至 [info@asset-mg.com](mailto:info@asset-mg.com) 與我們聯絡。

資產管理集團有限公司

香港干諾道西一一八號四十樓零二室

電話: (852) 3970 9595 傳真: (852) 3107 0932