



2017年6月

環球經濟前景：6月份 - 歐洲經濟復甦持續，令市場開始擔心歐洲央行會啟動“收水”。

美國方面，經濟動力維持著不愠不火的狀態，但物價水平明顯有回落跡象，令市場對聯儲局在今年底的加息預期有所降溫。就業市場在5月份錄得較令人失望的數據，非農新增職位只錄得13.8萬的增長，大幅低於預期的18.2萬，而且工資增長只有2.5%，亦低於預期的2.6%。不過，雖然就業市場數據較令人失望，但我們認為不用為此擔心，因為美國就業市場已處於頗接近全民就業的水平，現時失業率只有4.3%，所以即使職位增加回落至10萬以下，也不是甚麼出奇的事(如對上一次經濟復甦週期，美國職位增加也是從每月20萬逐步回落至10萬以下，因為失業率持續下降，職位創造空間減少也是十分正常的事！)。雖然就業市場沒有甚麼大問題，但近日美國經濟動力出現輕度放緩卻是不爭的事實，如零售和耐用品訂單在5月份均錄得倒退。至於通脹方面，核心消費物價指數在5月份錄得1.7%，這已是連續第二個月出現回吐。通脹壓力持續放緩，令市場對聯儲局在今年底的加息預期出現降溫的情況。根據利率期貨市場所反映，市場預期聯儲局在今年底再加息的機會為51%，較早前最高的60%預期有所下降。隨著特朗普的減稅和增加基建開支等政策的預期持續

落空，我們相信年初由樂觀預期所引發的經濟數據大爆發將會在下半年出現進一步冷卻的情況，令美國經濟動力出現持續放緩。我們預期今年美國經濟應可維持 1.5-2.5%的增長，但遠遠低於特朗普所吹捧的 3-4%增長。

歐洲方面，經濟持續著良好的復甦勢頭。5 月份，製造業和服務業指數分別錄得 57 和 56.3，兩者均處於過去三年的高位。就業市場方面，失業率為 9.3%，雖然失業率仍然十分高，但比 2013 年的高位 13%已錄得明顯的改善。至於商業和消費者信心，亦錄得自 2012 年歐債危機以來最高的水平。由於經濟數據反映歐洲經濟持續全面復甦，令部分投資者開始擔心歐洲央行會改變現行的超寬鬆貨幣政策，如停止買債、甚至是放棄負利率政策。以上的擔心已開始反映在國債孳息率身上，德國 10 年期國債孳息率在 6 月份錄得明顯的上升，由 0.30%上升至 0.46%。我們認為歐洲央行在今年內啟動收水的可能性仍然十分低，因為歐元區經濟復甦並不平均，歐洲央行在考慮收水時，需要更多考慮經濟復甦較慢的國家，所以令收水行動有所延遲；另外，2011 年的經驗給歐洲央行上了寶貴的一課，歐洲央行在 2011 年過早收水令經濟再次陷入衰退，所以相信歐洲央行會較審慎去應對今次的貨幣政策轉向，寧願較遲也不會過早啟動收水。

中國方面，出口在 5 月份持續錄得反彈，以美元計，按年上升 8.7%。出口的持續改善，為工業和製造業帶來了近年少見的支持力量。雖然，在持續的經濟改革，如經濟轉型、去產能、去槓桿等壓抑下，經濟增長有回穩並錄得十分輕微的回升，預期第二季經濟增長可繼續錄得 6.9%的增長，繼續比 2016 年好。

股市：6 月份，除了歐股之外，全球大部分股市均錄得上升。成熟市場方面，美股錄得 1.6%的升幅(雖然科

技股錄得下跌，但在健康護理[投資者預期醫改最終方案對藥廠和保險公司所帶的負面影響較早前市場所擔心的小，刺激健康護理相關公司股價上升]和金融股[在最新公佈的美國銀行壓力測試中，所有美國大型銀行都能順利通過，並獲准大幅增加股息和股份回購，刺激銀行股價上升]錄得大升下，令美股最終錄得上升)、日股錄得 1.9%的升幅；歐股在債息和歐元持續上升的壓力下，錄得-2.6%的跌幅，但年初至今仍錄得 7.3%的回報(以歐元計、連股息)。新興市場方面，亞洲股市錄得 1.1%的升幅、新興股市錄得 0.5%的升幅，而香港恒生指數則錄得 0.4%的升幅。經濟持續增長和企業盈利回升繼續成為支持股市造好的有利因素。我們相信在未來一年，環球經濟都可持續增長，而企業盈利亦會持續錄得改善，這將繼續有利於股市的表現；不過，年初至今不少股市已錄得頗大幅的上升，令股價有跑先基本因素改善之嫌，變相令股值變得沒有過去般吸引，亦令股市出現短綫調整的機會增加。就以美國的科技股為例，在業績沒有出現甚麼壞消息下，美國科技股在 6 月份錄得 2.7%的調整(這是科技股在今年第一次錄得按月下跌)，調整背後主要是投資者開始擔心科技公司股值有過高的情況。7 月份，美股將進入業績公佈期，我們相信整體企業盈利可達到並輕微超越市場預期；不過，這並不代表美股可借業績而進一步錄得大升，因為我們相信股值將會是一個比較重要的阻力，限制業績對美股的刺激的作用。

債市：6 月份全球主要國家債息都有上升的情況，令債券表現整體錄得受壓。債息上升主要是受到投資者認為歐洲和英國央行有增加收水機會的可能性，令德國和英國債息在 6 月份都錄得明顯的上升，繼而影響到美國債息亦被迫跟隨上升。6 月份，德國十年期國債孳息率由 0.3%上升至 0.46%；英國十年期國債孳息率亦由 1.04%上升至 1.25%。受到德國和英國債息上升所影響，美國十年期國債孳息率亦由 2.2%上升至 2.3%。我們認為近日市場的反映是有點過度，因為不管歐元區或英國，其實都存在阻礙央行短期內啟動收水的因素，如歐元區經濟雖然錄得明顯復甦，但通脹壓力並不大，歐洲央行絕對有空間可以等待多一段時間，才考慮啟

動收水(而且，歐洲央行在 2011 年曾過早收水，令經濟再次陷入衰退，這次壞的經驗相信會令歐洲央行在考慮啟動收水時會變得更謹慎、令收水的時間表進一步推遲)；至於英國，預期在英國正式啟動脫歐後，經濟和金融市場都會受到很多不明朗因素所影響，繼而令英倫銀行未必夠膽在現時啟動收水。至於美國，雖然下半年聯儲局還有加息的可能性，但不論是加息的速度或加息的幅度，市場都預期會較年初時慢得多和少得多，這將限制美國債息上升的空間。

商品：商品價格在 6 月份曾錄得大跌，但最終能收復大部分的失地，只是錄得輕微的跌幅(跌-0.38%)。油價下跌是導致 6 月份商品價格下跌的主因。6 月份，油價曾最多下跌近 13%，但最終總算失復大部分失地，只下跌了 4.7%。油價下跌主要是市場擔心美國產量持續回升，將繼續令市場出現供過於求。不過，我們在月中已提及，當時油價已過度下跌，因為即使美國產量持續上升會令市場供求繼續出現不平衡，但早前油組國始終延長了減產協議，應該對油價帶來一定的穩定作用，令油價不致於會跌至大幅低於 45 美元的水平。展望下半年，我們相信由於商品價格從年初至 6 月份低位已調整了超過 10%，相信調整幅度已經足夠。我們相信下半年，商品價格可在現水平整固、甚至出現輕微的回升。

組合評論

6 月份，我們的進取型、增長型和平衡型投資組合分別錄得 0.0%、0.3%和 0.3%的升幅(年初至今表現分別為上升 10.6%、10.5%和 9.5%)。

股票基金方面：除了東歐股票基金之外，我們組合中所持有的股票基金，均在 6 月份錄得上升。成熟市場方面，歐洲股票基金錄得 0.6%的升幅(相反市場指標卻錄得下跌)；環球股票基金錄得 0.3%的升幅(表現優於市

場

指標)。新興市場方面，亞洲股票基金錄得 0.9%的升幅；兩隻中國股票基金分別錄得 3.4%和 2.0%的升幅(表現大幅優於市場的指標)；東歐股票基金是唯一錄得下跌的股票基金，錄得-1.2%的跌幅。由於股市自年初至今已錄得頗明顯的升幅，加上部分市場股價有跑先基本因素改善之嫌，令部分市場股值變得較昂貴，舉行來說，美國標普 500 指數的歷史市盈率為 21.3 倍、而預測市盈率为 18.6 倍，兩者均大幅高於過去十年的平均水平；所以，我們維持組合持有較低股票基金的比例，因為我們認為現時的收益和風險比率並沒有像一年前般吸引。

債券基金方面：6 月份，我們所持有的債券基金錄得 0.7%的升幅。雖然如上文所言，6 月份債券市場基本因素並不理想，在整體債息錄得上升下，大部分債券投資均錄得跌幅；不過，由於我們所投資的債券基金比較特別，基金經理故意把債券持倉的存續期壓低至接近零的水平，變相可令基金不受整體債息升跌所影響。過去一年，此基金亦錄得十分好的表現，上升了 12.5%，比同期環球債券指數錄得下跌 2%優勝近 15%。在預期債息中長綫持續向上的情況下，我們認為債券的投資前景已不可與過去十年的黃金時期作比較(因為債券投資的前景將明顯出現下降)。所以，在選取債券基金時，應選擇一些持倉較靈活、並且已為加息環境作準備的基金。

商品基金方面：雖然商品價格在 6 月份錄得下跌，但我們所持有的商品股票基金卻仍可錄得上升，上升 0.3%。年初至今，在商品價格錄得-6%的跌幅之下，我們所持有的商品股票基金只是輕微下跌了-0.4%。我們預期年初至今的商品價格調整浪相信已接近尾聲，雖然這不代表商品價格可從此出現像 2016 年般的大幅

上升，但相信下半年商品價格的走勢會較上半年理想。而且，我們對商品投資屬中長綫持有，因為我們認為過去商品價格已跌至過度低殘的水平，在環球經濟持續增長和全球供應增長預期會減慢下，商品價格可在幾年後從現水平錄得頗大幅的上升(所以，短期的波動不會影響我們持有商品投資的決定)。

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 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