



2017 年 11 月

環球經濟前景：美國政府所提出的減稅方案繼續成為市場的焦點，而德國大選後未能組成強勢執行政府，為德國、以至歐洲政局帶來不明朗因素。

美國方面，投資者繼續將焦點放在減稅方案的進展身上。事實上，減稅方案在 11 月份得到少許的進展，美國眾議院已完成並通過由眾議院共和黨議員所提出的減稅版本。不過，參議院已表明不會完全接納眾議院的版本，因為共和黨的眾議員和參議員對減稅的具體內容存在著不少的分歧，如對降低企業稅率落實時間表的安排(眾議院提議在 2018 年落實減企業稅，由現時的 35% 減至 20%；而參議院則提議延遲至 2019 年才落實減稅，以減少減稅對政府財政的負擔)、對降低個人入息稅的幅度(眾議院提議將個人入息稅稅階由現時的七個減至四個；參議院提議維持七個稅階不變，只是將部分稅階的稅率降低)、對取消遺產稅的安排(眾議院提議將現行豁免遺產稅的門檻金額增加一倍，並自明年開始實施，並在未來六年內逐步取消遺產稅；參議院則提議由明年開始，豁免遺產稅的門檻金額同

樣增為兩倍，但是不會取消遺產稅)。雖然減稅方案取得一定程度的進展，但我們對稅改能否全單被通過，仍抱著較保守的看法，因為法制上共和黨要通過永久性的減稅，其最終方案是不可以為美國債務帶來長遠的增加，否則，共和黨必需得到 60%的參議員同意減稅方案才可被獲得通過[即 60 位參議員]。但問題是，現時共和黨在參議院只得 52 票，所以，共和黨要通過特朗普所倡議的永久減稅，在財政上和制度上都未必可行(相信共和黨最終需要在減稅內容上作出刪減的妥協)。另外，共和黨議員亦要面對稅改貧富不均、向富人傾斜的指責，亦令共和黨參議員在投票時將會面對不少的壓力，隨時令整個減稅方案出現未能預期的變數。

歐洲方面，德國大選後默克爾所領導的基民黨雖然能保持第一大黨的地位，但得票率只有 33%，不論是比上一屆(41.5%)或選前所預期的都少。由於在選舉後上屆執政聯盟成員德國第二大黨社民黨已宣佈不會再和基民黨組成聯合政府，變相默克爾必需同時成功得到第四大黨自民黨和第五大黨綠黨的支持(第三大黨為極右的德國另類選擇黨，它們以反政府為賣點，所以根本沒有可能和默克爾商談組成聯合政府)，才可組成獲得過半數議席的強勢執行聯盟。不過，經過多輪商談後，談判最終還是失敗收場，因為默克爾無法成功同時向自民黨和綠黨作出協商和妥協。現時，默克爾面前只有兩條路可以選擇，一是接受組成少數黨政府，但問題是默克爾政府將變成「跛腳鴨」、二是宣佈解散國會並再次舉行大選(當然還有第三條路，就是再和其他政黨協商並作出更大的讓步，令其他政黨改變決定並願意和默克爾組成聯合政府)。不管最後結果如何，暫時德國政局已陷入膠著和不穩定的狀態，而每每視德國為馬首是瞻的歐盟，相信其政策和影響力也會被今次德國政治困局而受到一定程度的影響。不過，由於歐洲經濟持續向好，相信今次事件不會為歐洲經濟帶來甚麼太負面的影響。至於英國，英倫銀行在 11 月份議息會議上宣佈加息 0.25%，這是自 08 年金融海嘯後首次。英倫銀行加息是出於通脹的考慮，因為自從 2016 年中英國公投脫歐後，英鎊急速貶值令英國持續錄得輸入性

的通脹，令通脹已差不多一年時間持續錄得高於英倫銀行 2%的目標水平。不過，相信英倫銀行加息只是一次起、兩次止的事情，因為雖然英國經濟自公投脫歐後一直表現得不錯，但脫歐所帶來的不明朗和風險仍無法消除，所以相信英倫銀行也不敢貿然在短期內大幅加息。

中國方面，經濟前景仍然維持著較疲弱的發展，因為中國政府需要執行持續的去槓桿和去產能，這些政策均少不免會對短期經濟增長帶來打擊。不過，如果和 2016 年去比較的話，中國經濟的增長情況確實有改善的情況，如製造業指數已連續十六個月高於 50，反映製造業持續錄得擴張的情況。而經濟增長方面，2017 年第三季錄得 6.8%的增長，雖然仍然是低於 7%，但明顯已穩定下來。

**股市：**11 月份，美國股市表現一枝獨秀(11 月份美股錄得 3%的升幅，而自 9 月底特朗普宣佈即將把減稅方案提交國會後，美股已合共錄得 6%的升幅)，主要仍然是受惠於投資者預期美國政府提出減稅方案，可令美國企業盈利大幅上升，刺激美股錄得進一步的急升；至於美股以外的其他股市，不管是成熟市場或是新興市場，在 11 月份的表現都只是一般般，未能跟上美股的上升步伐(受到大選後未能成功組成過半數議席的強勢政府所影響、再加上歐元回升令股市受壓，令德國股市在 11 月份錄得-1.5%的跌幅；亞洲股市和新興市場指數亦分別只是錄得 0.5%和 0.2%的升幅)。市場除了關注美國政府是否可推動通過減稅方案外，市場亦開始關注歐洲貨幣政策的前景，因為部分投資者開始擔心歐洲和英國央行會在不久的將來，將它們現時寬鬆的貨幣政策收緊。舉例來說，由於歐洲經濟持續錄得復甦，部分投資者認為歐洲央行在明年 9 月份完成買債計劃後，會開始對目標利率進行收緊的動作；而英倫銀行在 11 月份加息後，部分投資者認為英倫銀行需要持續加息去對抗通脹，令加息預期有所升溫。雖然我們不認為歐元區和英國在未來一年有很大的加息空間(因為歐元區未見得有通脹的壓力、而英國就受到脫歐的不明朗所困擾)，但若果市場對加息預期繼續升溫，少不免會

對國債孳息率帶來上升的壓力、繼而有可能對經濟增長帶來一定程度的陰影，這方面投資者必需要多加注意。

**債市：**11 月份，市場整體債息未有錄得明顯的變化。美國 10 年期國債孳息率由 10 月份的 2.38% 上升至 11 月份的 2.41%(升幅並不明顯)；而德國 10 年期國債孳息率則維持不變，10 月份和 11 月份都維持在 0.36%左右的水平。如上文所言，雖然債息在 11 月份沒有錄得明顯的上升，但由於市場對加息預期有所升溫，相信若情況持續，加息預期升溫最終都會反映在國債孳息率身上。舉例來說，市場普遍相信美國聯儲局在明年會加息約兩至三次(合共加息 0.5%或 0.75%)；聯儲局持續調高短息會逐步反映在長債息上，所以長債息在未來一年持續上升的機會率仍然是十分大的。而由於債息和債價成相反的關係，所以未來一年，債券投資的環境仍是不太有利。

**商品：**11 月份，商品價格指數錄得約 1%的升幅，主要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 3.4%的升幅、金屬分類指數錄得-1.5%的跌幅、農產品分類指數錄得-0.1%的跌幅。油價繼續成為拉動商品價格上升的因素。過去三個月，石油價格錄得持續的上升，主要是受惠於不同的因素。首先，石油市場的基本面持續錄得改善。在油組國持續減產下，石油庫存在過去半年錄得明顯的變化，由 2015 年和 2016 年的持續增加，變成今年第二季開始的持續減少，有利油價持續出現穩步的上升。而短期因素方面，亦為油價帶來上升的刺激，包括早前沙地政府進行反貪令市場擔心沙地政局不穩會對石油生產和出口帶來影響；而沙地和伊朗的關係轉趨惡化，亦令市場擔心伊朗的石油供應會否出現變數；加拿大運往美國的輸油管發生漏油事故，不但需要即時停運、更有可能令整個輸油項目要取消，這涉及每日 50 萬桶石油的供應；而油組國和非油組國(包括俄羅斯)在最近亦再次達成共識，宣佈再延長減產多九個月至 2018 年底。雖然近日眾多利好因素

均對油價有利，但由於近日油價已錄得頗大(接近 30%)的升幅，投資者不應對短期油價抱太樂觀的期望，因為基本面的改善是需要時間才能完全反映在價格上，而短期因素對油價的刺激作用不可能持久，一旦短期因素的刺激作用被市場所消化，相信油價是需要進入一段時間的整固和調整(另一個可令油價出現調整的原因，是市場忽略了美國石油產量上升這個負面因素)。不過，我們對未來 2-3 年的油價仍然充滿信心，正如我們在 2016 年低位時已建議大家買入商品或石油作長綫的投資。

### 組合評論

11 月份，我們的進取型、增長型和平衡型投資組合分別錄得 0.2%、0.4%和 0.3%的升幅(年初至今表現分別為上升 18.6%、17.8%和 16.1%)。

股票基金方面：11 月份，我們組合中所持有的股票基金錄得升跌不一的表現。成熟市場方面，歐洲股票基金錄得-0.6%的跌幅(表現優於市場指標)；環球股票基金錄得 1.3%的升幅。新興市場方面，亞洲股票基金錄得 1.1%的升幅(表現優於市場指標)；兩隻中國股票基金分別錄得 1.8%的升幅和 -1.5%的跌幅；東歐股票基金錄得-0.6%的跌幅。現時，我們在組合中持有相對較少的股票比例，是由於自上年年底起，環球股市已累積不少的升幅，而且不少企業出現盈利上升幅度低於股價上升幅度的情況，令股值相對上已不再便宜(其中一個明顯的例子是美國股市，現時標普 500 指數的市盈率已上升至 22 倍以上，不但大大高於過去十年平均值 17.4 倍；即使計入減稅後美國企業除稅後盈利會大幅上升這個因素，預測市盈率仍高達 18 倍以上)。當然，我們相信若美國政府最終可百分之百落實現時投資者所期望的減稅方案，現時美股熾熱的氣氛可延長多一段時間，繼而令環球股市可獲得另一股上升的動力。不過，從股值(風險和回報比率)的角度出發，我們認為現時組合維持較保守的方針也不失為過，所以決定繼續維持組合中相對較低的股票比例。

**債券基金方面**：11 月份，我們所持有的債券基金錄得 0.3% 的升幅。如上文所言，我們預期在未來一年，債息出現持續上升的可能性較高，這將會對大部分債券投資帶來不利的影響。所以，我們在投資組合中只持有極少數(以已買入單位計)的債券投資；而且即使持有，也是出於對組合平衡和風險有效分散的考慮。還有，在選取債券基金時，我們已把加息風險放在基金選擇的考慮之中，所以在選取債券基金時，我們會選取一隻持倉較靈活、並且已為加息環境作好準備的債券基金，令未來可能出現的加息不致會對我們的投資帶來太大的風險。

**商品基金方面**：11 月份，我們所選取的商品基金錄得-0.4% 的跌幅(但商品價格指數是升 1%)。基金表現在過去一個月再次落後於商品價格的原因，是由於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(當然另一個原因，是商品價格指數的組成部分和商品基金的組成部分不完全一樣，如對石油的比重，致令表現出現不完全一致的情況)。不過，投資者不用擔心，因為雖然我們所選取的商品基金在 11 月份錄得下跌，但年初至今，基金已錄得超過 8% 的升幅，而同期商品價格指數只是錄得 1.7% 的升幅，基金的表現仍然是大幅優於市場的指標。至於對未來商品價格走勢的預期，我們中長綫是持樂觀的看法，因為自 2014 年開始的商品大跌價，背後大部分是因為供應大增令市場出現供過於求的問題。在跌價背後，全球對商品的需求普遍仍是維持上升的。所以，當這些過剩的供應隨需求慢慢上升而被吸納、或在政府去產能的政策下被除掉、或供應因過去幾年開發投資減少而增長出現放緩、甚至是錄得下降，現時的供過於求問題將會繼續得到逐步的改善，商品價格亦可從現時的低位逐步錄得反彈。不過，如上文所言，近日拉動商品價格持續上升的油價，我們認為投資者要小心它的短綫走勢，因為不少短綫利好因素已反映在油價近日的上升身上，一旦短期因素的刺激作用被

市場所消化，相信油價會需要進入一段時間的整固和調整。

**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