



2018年03月

## 市場評論

**環球經濟前景：**過去一個月，環球經濟前景在過去一年多以來首次受到眾多不明朗因素所影響，令市場開始擔心經濟會受到這些不明朗因素所拖累而令增長減慢、甚至是有倒退的風險。

眾多的不明朗因素包括美國聯儲局加息步伐有可能加快、中美貿易磨擦風險升溫、西方國家和俄羅斯關係轉壞，令地緣政治風險增加等。以上眾多不明朗因素之中，相信影響性最大的莫過於中美之間的貿易磨擦。事實上，3月份環球金融市場完全受到這個因素所影響，令金融市場繼今年2月份之後再次錄得巨大的波動和下調的壓力。

除了金融市場受到影響外，中美貿易磨擦風險升溫，絕對是可以令環球經濟增長受到影響，因為中國和美國都是全球的經濟大國，它們一旦未能處理好它們之間的貿易關係，令貿易關係緊張、甚至是爆發貿易戰，影響所及的不只是它們之間的貿易(共約 5,000 億美元)、更會牽連至它們本土的就

業、消費和投資意欲，令經濟增長受損；其次，一旦貿易戰不幸爆發，它們所產生的負面影響亦會擴散至其週邊國家，如為中國出口提供原材料的亞洲區國家、為中國提供天然資源的澳洲等等。所以，大家不要對此掉以輕心，錯誤地認為貿易戰只會影響出口企業(或只影響中國和美國)，而忽略了其對其他行業、以至其他國家的影響。

不過，對於中美貿易戰發生的風險，我們暫時仍然認為出現全面和持久貿易戰的風險仍然十分低，不是因為中國或美國友善，只是因為利之所在，貿易戰一旦開展，對中國和美國經濟都不會是好事，對兩國的經濟都會帶來嚴重的破壞。舉例來說，中國受的損害將會最大，因為中國每年有超過 4,000 億美元貨品出口到美國，一旦發生全面和持久的貿易戰，中國出口業將先受到巨大的傷害、繼而負面影響擴散至內需和投資等領域。相對來說，一旦爆發貿易戰，美國所受到的傷害一定比中國少，但其負面影響也不是美國願意承受的。為甚麼？首先，美國出口到中國的總值雖然遠遠少於中國出口到美國的總值，但金額也達 1,000 億美元以上；其次，美國有不少企業在華設廠和以中國市場為銷售對象，如蘋果公司、波音、耐克、3M 等，一旦中美發生貿易戰，它們的生意額將受到重大影響；最後，美國向進口貨品徵收關稅，表面上雖說可減少進口需求，但美國消費者需要面對價格上升，自然令整體消費需求減少，令經濟動力受損。所以，中美貿易磨擦一旦持續升級，中美都只會成為輸家。我們預期，在一段時間的爭吵和談判後，中方最終都會釋出善意，向美方作出部分的讓步，如擴大市場開放、承諾更多的知識產權保障、購買更多美國產品等，以為美方提供下台階，令事情能大事化小收場。所以，我們不擔心現在的中美貿易磨擦，最終會演變成全面和持久的貿易戰，令全球經濟受到嚴重的打擊。

美國方面，3 月份的聯儲局議息會議，聯儲局認為經濟前景持續理想、甚至在政府落實減稅後，經

濟動力在今年有可能出現進一步的增強。所以，聯儲局不但如市場預期般在今次議息會議後宣佈加息 0.25%，並維持今年有可能加息三次到四次的預期。雖然聯儲局已把目標利率從金融海嘯後的 0% 上調至 1.5%，但現時的利率水平仍是十分低，即使計及今年往後的加息幅度，今年的息率仍是處於較低的水平，相信仍不會對經濟增長帶來太大的負面影響。

歐洲方面，歐元區經濟繼續維持不錯的增長，雖然增長的強度應不及 2017 年，因為歐元回升、加上債息上升，都會對歐元區經濟增長力度帶來一定程度的負面影響。不過，因為我們相信歐洲央行在短期內都沒有加息的急切性，所以即使債息上升，其上升的幅度將會很有限。就以德國 10 年期國債息率為例，雖然在過去一年，其息率由 0.2% 上升至最高 0.7%，但從較長的歷史角度計，此水平仍是一個十分低、十分有利於支持經濟復甦的水平；相反，歐元從一年前的 1.06 回升至現時的 1.23 水平，升幅之大確實對歐元區出口、以至歐元區製造業帶來壓力。所以，我們有信心歐元區經濟在 2018 年可持續復甦，但復甦的力度將會出現放緩。如近日公佈的歐元區製造業數據，3 月份錄得 56.6，已比上年最高位 60.6 出現明顯回落。不過，投資者不用對此太擔心，因為 56.6 仍然繼續大幅高於 50 這個擴張和收縮的分水嶺，繼續反映歐元區製造業有不錯的增長。

中國方面，面對美國貿易限制的威脅，成為近日中國經濟發展其中一個不明朗的因素。雖然我們不認為中美最終會發生全面和持久的貿易戰，但今次的貿易爭執已向中國政府說明一切，中國經濟必需加快轉型和升級，以保障中國經濟能持續和穩定的發展。當然，這不是一件容易辦的事情，但相信中國政府會在未來幾年進一步加大政策的力度，令未來幾年中國經濟的增長幅度仍會維持低企，因為政府需要為經濟改革犧牲部分短期的經濟增長。當然，另外一個更急切的問題，是如何控制、以至縮減社會當前的信貸過度擴張。年初至今，雖然從銀行系統所產生的貸款仍錄得大幅的上升，

但整個社會的信貸規模卻有縮減的跡象，這反映政府正在明放暗收，以防社會信貸最終出現尾大不掉的惡果。

**股市：**環球股市在 3 月份繼 2 月份後再次錄得大幅波動、下跌的走勢。還記得，2 月份股市錄得下跌是由於投資者擔心今年加息幅度最終會大於預期，令股市受壓。3 月份，股市錄得下跌是受到中美貿易磨擦風險升溫所影響。3 月份，美股下跌了近 3%、歐洲股市下跌近 2%、而日本股市下跌了超過 3%。新興市場方面，受到中美貿易磨擦風險上升、美股下挫所影響，亞洲股市指數、新興股市指數、香港恒生指數在 3 月份均錄得約 2% 的跌幅。除了中美貿易關係外，3 月份股市下跌的另一個元兇，是來自美國的科技股。3 月份，部分美國科技公司，如臉書、TESLA、亞馬遜等，分別受到自身的問題或政治因素所影響(臉書被揭發沒有保護好用戶資料，令用戶資料被第三者公司長時間不當地運用；TESLA 近日出現眾多不利消息，如產量有可能未能達到目標、其債券評級被評級機構下調、其自動駕駛模式在使用中發生交通意外、在已出售汽車中發現部分零件出現問題並需要作出全面回收；而亞馬遜則是受到特朗普近日高調的言論所打擊，如特朗普批評亞馬遜偷取了美國郵政的便宜，利用美國郵政便宜的郵政服務去運輸它的貨件，令美國市民每年損失數以十億計的公共資源、又批評亞馬遜過去多年利用法律漏洞，很少、甚至沒有交稅、亦批評亞馬遜壟斷市場，令無數小零售商被迫結業)，它們的股價都錄得明顯的跌幅，拖累整個科技指數、以至整體大市下跌。不過，對於以上的負面因素，我們認為股市只會是借勢下跌，而不會出現股災式的崩盤，因為我們不相信中美最終真的打起全面和持久的貿易戰、而近日科技行業的跌勢，暫時只是個別公司的問題，整個科技行業的基本面沒有出現變壞的情況。當然，我們亦希望股市能在今次調整中再下跌多一點，以便大市能回調至更合理的水平，給予我們再次入市的機會。

**債市**：受到股市下挫所影響，避險資金再次從股市流向債市，令成熟市場國債價格錄得上升、孳息率錄得下跌的情況。舉例來說，美國 10 年期國債孳息率由 2.86% 回落至 2.74%、德國 10 年期國債孳息率亦由 0.65% 回落至 0.49%。我們相信國債孳息率出現回落，只會是一個短期的現象，因為股市一旦波動減少，避險的資金將會再次流出債市，到時國債孳息率就會再次出現回升的情況，尤其是美國國債孳息率，因為美國聯儲局今年持續加息的機會率仍然十分高，在短息持續上升，而長短息差已大幅收窄的情況下，長息只能被迫要跟短息上升而上升。所以，投資者要小心債息近日回落只是一個因避險資金流入而出現的短期現象，並不代表市場認為今年加息幅度有下調的情況。

**商品**：受到油價上升所帶動，商品價格指數在 3 月份錄得 0.5% 的升幅(油價在 3 月份上升了 5.3%)。本來，在中美貿易磨擦風險上升下，油價是不應該出現上升的，因為中美一旦真的爆發貿易戰，全球經濟增長將會受到影響，繼而對石油的需求亦會受到影響，油價自然應該出現受壓的情況。不過，油價在 3 月份錄得不跌反升，主要是受到另一個因素所推動，這因素就是伊朗風險溢價，市場認為美國總統特朗普有可能改變美國對伊政策，並有可能再次向伊朗實施經濟和出口制裁，在擔心伊朗石油出口(伊朗是全球主要石油出口國之一)有可能因此而受影響下，油價因而錄得大升。對於油價，若以短線角度考慮，相信現水平已反映市場上大部分的利好因素，油價在短期內能再進一步大幅上升的空間並不多。

### 組合評論

3 月份，我們的進取型、增長型和平衡型投資組合分別錄得-1.4%、-0.9%和-0.8%的跌幅(年初至今表現分別為上升 0.4%、0.2%和 0.2%)。

**股票基金方面：**3 月份，受到中美貿易磨擦風險升溫所影響，我們所持有的股票基金，大部分均跟隨大市錄得下跌的走勢。成熟市場方面，歐洲股票基金錄得-3.1%的跌幅；環球股票基金錄得-1.7%的跌幅。新興市場方面，亞洲股票基金錄得-1.3%的跌幅、兩隻中國股票基金分別錄得-1.5%的跌幅和 0.8%的升幅(表現大幅優於市場指標)、東歐股票基金錄得-4.6%的跌幅。雖然股市接連在 2 月份和 3 月份錄得下跌，但對我們組合的影響只是較輕微，因為我們在組合配置上一早已作了較保守的配置，股票基金的持倉並不高，所以過去兩個月大市的下跌未有對我們組合的表現帶來太大的影響(過去兩個月，組合只是下跌了約 3%，相比大市下跌了 6-7%少了一半)。我們現正等待股市出現進一步的調整，若進一步的調整真的出現並達至我們認為吸引的水平，我們會把部分現時手持的保守型基金轉回至股票型基金。

**債券基金方面：**3 月份，我們所持有的債券基金錄得 1.0%的升幅。雖然如上文所言，3 月份整體債市受到避險資金流入所助，債券孳息率錄得下跌而價格錄得上升，但相信這不是我們所持有的債券基金錄得上升的主要原因，因為如過去的報告所言，我們現時所持有的債券基金屬於比較特別的類型，它透過運用不同的衍生工具，把債券的存續期大幅降低(甚至是壓低至零存續期)，變相市場整體債息上落不應該對它的表現帶來任何明顯的影響。所以，即使我們預期債市在往後時間會出現回調(債價回落、債息回升)，但相信這並不會影響到我們所持有債券基金的表現。不過，雖然我們所持有的債券基金已把債券存續期大幅壓低，使息口上升不會對基金表現帶來太大的負面影響，但未來幾年，預期債券市場的前景並不會太理想，變相債券投資要爭取理想回報，並不是一件容易的事；現時，我們在組合中持有債券基金很大程度只是作為達至組合平衡和風險分散的作用。

**商品基金方面：**3 月份，我們所選取的商品基金錄得-6.1%的跌幅。3 月份，基金表現落後於商品價

格指數的原因，第一，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，而商品價格指數是計算商品價格的升跌，3月份股市受到中美貿易磨擦風險升溫所影響而錄得急挫，變相商品有關公司的股價也受到影響；第二，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，如商品價格指數有較多石油的比重，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3月份錄得下跌，但過去兩年，基金已錄得超過32%的升幅，而同期商品價格指數只是錄得22%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，我們仍然維持中長綫樂觀的看法，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。事實上，雖然商品價格指數在過去兩年均錄得回升，但和2014年價格大跌前所比較，現時的水平仍較當時低1/3有多，所以只要商品價格回升至2014年的水平(而2014年並不是商品價格最高的時候，商品價格最高是2008年，2014年的價格只是2008年的60%左右)，商品價格已有接近50%的上升空間了。

#### **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