



2018年6月

## 市場評論

**環球經濟前景：**關於經濟前景，今次我們談一談最近市場開始討論得比較火熱的話題，就是美國的孳息率曲綫會否在下半年出現倒掛，而越來越窄的孳息率曲綫，是否代表美國經濟在不久將來出現衰退的可能性將越來越高？

對於以上問題，當然經濟學理論一早已有定論，就是孳息率曲綫出現倒掛，往往代表經濟將會出現衰退，這在過去五十年的多次經濟衰退中，已得到引證。但為甚麼孳息率曲綫出現倒掛，經濟就會在不久之後出現衰退？其實背後的原理很簡單，首先，孳息率曲綫代表短期債券(如兩年期)和長期債券(如十年期)的孳息率的關係，在正常的情況下，長期債券的孳息率一定比短期債券的孳息率高，因為投資者需要較高的回報，以補償長期債券需要鎖定較長投資期的不好處。如銀行定期存款，十年期定存的利率在正常情況下一定比兩年期定存高。甚麼時候長期債券孳息率會較短期債券孳息率低？這個情況很不尋常，但並不是不會出現。如果投資者認為在未來一段時間，短息會持續下跌的話，即現時投資者買入短債，在到期時他們買入另一個短債的利息將會大幅下降，所以為了鎖定利

息，他們不介意現時買入利息較低的長債(反相放棄利息較高的短債)。而短息下跌出現的時候，往往就是經濟不好，央行需要減息刺激經濟的時候。所以，為甚麼倒掛的孳息率曲綫有預示經濟衰退的能力，原因就在這裏。

當然，我們要強調，雖然現時美國孳息率曲綫中長債息和短債息的差距已越來越窄，兩者的差距已大幅收窄至只有33點子(即0.33%)，是過去十年最少的差距(而過去十年，平均的差距是1.7%);不過，現時的孳息率曲綫只是十分平袒，而並未有出現倒掛的情況。所以，根據現時的形態計，我們不可以說現時的孳息率曲綫已暗示經濟有衰退的風險。事實上，現時美國的經濟相反正值黃金年代，不但經濟增長不錯，而失業率更處於2000年以來的最低位。根據我們的預期，美國經濟至少在未來一年，都不太可能出現經濟衰退的情況。所以，投資者暫時不用對此感到太擔憂。

**股市：**環球股市繼續受到中美貿易紛爭這個不明朗因素所影響，令股市呈現先升後回的走勢。成熟市場方面，美股、歐股、以至日股都在6月上旬錄得接近、甚至超過3%的升幅，背後的原因，很大程度和中興禁令獲美國政府解除有關，因為市場把美國政府解禁中興，視為中美貿易紛爭有可能得到解決的先兆。不過及後，由於市場意識到中美貿易紛爭未有借中興解禁而進一步得到舒緩，相反，在7月6日美國政府將落實對中國進口貨品開徵關稅的日子越來越近，市場亦越來越對中美貿易紛爭感到擔心、而這個擔心亦越來越對股市造成壓力。6月份，美股最終只錄得0.4%的升幅、德國股市更錄得-2.3%的跌幅(德國股市表現不及美股或日股，很大程度亦和貿易紛爭有關，因為在6月份，歐盟與美國亦牽涉入貿易紛爭之中，美國政府威脅會向來自歐盟的進口汽車徵收25%的關稅，不但令市場感到擔憂、甚至完全抵銷了歐洲央行在6月份議息會議中高調宣佈在明年中前都不會加息這個應對股市有利的因素)、而日本股市則錄得0.4%的升幅。新興市場方面，和成熟股市一樣，亦呈現先高後低的走勢。不過，不及成熟市場的是，大部分新興市場在6月份均錄得明顯的下跌，而且跌幅也不少。背後的原因，除了是同樣受到環球貿易紛爭(如中美之間、美國和歐盟、加拿大和墨西哥之間)

增加有關外，亦是受到美元進一步上升所打壓。過去一個月，美元雖然只是錄得0.5%的升幅，但過去的三個月，美元反彈的幅度達5%以上，而美元上升絕對會為新興市場資產帶來不利的影響。整個6月份，亞洲股市指數錄得-5.2%的跌幅、新興市場股市指數錄得-4.5%的跌幅、而香港恒生指數亦錄得-4.9%的跌幅。展望下半年，我們仍然維持較看淡股市，因為市場上不明朗的因素仍多(而股市還未完全反映這些負面因素)，如環球貿易紛爭、息率上升等等，所以還是建議投資者在現階段不要太進取，應維持適當的組合平衡，在組合中預留一定的現金比例，當股市真的出現更大跌幅時，一來可減輕投資組合所受到的傷害、二來更可有資金在市場低位時掃貨。

**債市：**6月份，美債息維持不變(由上月的2.85%輕微上升至2.86%)，而德國債息則錄得明顯回落(由0.33%進一步下跌至0.3%[但在歐洲央行宣佈明年中前都不會加息這個決定前，德債息曾高見0.5%])。雖然美國聯儲局在6月份的議息會議中落實加息1/4厘，但由於加息這個決定一早已是市場的意料中事，所以聯儲局加息未有拉動美債息出現大幅上升的情況。相反，由於6月下旬股市開始錄得回吐，令部分避險資金再次從股市流入債市，需求增加下令美債息錄得回落(最終整個6月份，美債息差不多維持不變)。至於德國債息，在6月份則錄得明顯的回落，主要是受到歐洲央行的議息結果所影響。在議息會議後，歐洲央行高調宣佈買債計劃會在今年9月完結後再延期三個月至今年年底，但年底過後將會正式結束；至於目標利率方面，歐洲央行明言在明年中前，歐洲央行都沒有加息的打算。由於歐洲央行的決定消除了明年中前任何加息的可能性(如我們早前所預言的一樣)，令德債息出現明顯的回落。不過，雖然6月份美德債息的走勢應對債券投資有利，但這並不代表債券投資在6月份能錄得理想的表現，因為新興市場債和企業債在6月份都出現明顯受壓的情況。新興市場債方面，主要是受到美元反彈所影響，觸發新興市場大量資金外流，令不少新興市場債錄得大跌，舉例來說，巴西10年期國債孳息率在過去三個月急升超過2%至11.6%、俄羅斯10年期國債孳息率在過去三個月亦由7%升至7.7%。受到孳息率急升所影響，不少新興市場債在過去三個月均錄得-6-10%

的跌幅。至於企業債，雖然跌幅沒有新興市場債那麼誇張，但表現亦受到企業債孳息率差擴闊所影響而令債價錄得下跌。展望未來幾個月，由於我們預期美元還有進一步上升/反彈的空間，所以新興市場債仍會維持受壓的情況。

**商品**：6月份商品價格指數下跌-1.5%，主要是受到金屬和農產品價格下跌所拖累，因為能源分類指數在6月份錄得接近5%的升幅(而石油價格在6月份更錄得10%的升幅)。金屬和農產品價格下跌，是拖累整個指數錄得下跌的主因。相信下跌背後的原因，是受到環球貿易戰風險持續升溫所影響，令市場擔心有可能會影響到全球對原材料(包括工業用金屬和部分農產品)的需求。展望油價，我們認為在經歷6月份的大幅上升後，油價在短期內能進一步大幅上升的可能性並不高，因為6月份的上升主要是依靠早前油組國決定增產數目較預期為少這個利好消息、再加上市場炒作美國會在短期內落實針對伊朗的出口制裁。不過，雖然油組國最終增產的數目是少過預期，但實際情況是油組國仍然是增加產油數目，所以這個消息不可能成為進一步大幅推高油價的原因。我們預期，油價很大可能在75美元遇到較大的阻力，而油價亦有可能要在68-75美元徘徊一段時間，去消化之前頗巨大的升幅。至於工業用金屬和農產品，我們相信貿易紛爭仍會對它們來說是一個負面因素，所以，它們在未來幾個月仍有進一步受壓的風險。

## 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-1.3%、-1.2%和-1.1%的跌幅(年初至今表現分別為下跌-0.6%、上升0.2%和持平)。雖然年初至今我們三個投資組合只能獲得接近持平的表現，但相對於整體大市，我們的表現並不失禮，因為在同一時間，環球股市指數亦只是錄得0.7%的升幅(已計入股息收入)、亞洲股市指數更錄得-4.7%的跌幅(已計入股息收入)、而新興市場股市指數亦錄得-6.5%的跌幅(已計入股息收入)。

**股票基金方面**：6月份，中美貿易關係緊張繼續成為打壓股市表現的元兇(尤其是6月最後一個星期，因為市場越來越擔心中美之間會在7月初落實向對方進口貨品開徵關稅，令貿易紛爭進一步升級)。

成熟市場方面，我們所選取的歐洲股票基金錄得-2.1%的跌幅(但表現已輕微優於市場指標)；而環球股票基金則錄得-0.7%的跌幅。新興市場方面，由於美元上升對新興市場資產的壓力尤在，6月份新興市場股市的表現比成熟市場更差，令我們所選取的新興市場股票基金亦同樣受壓，亞洲股票基金錄得-2.6%的跌幅(雖然下跌，但跌幅已比市場指標少得多)，兩隻中國股票基金均錄得-4.0%的跌幅(表現亦明顯優於市場指標)，東歐股票基金亦錄得-2.3%的跌幅(表現已明顯優於市場指標)。如今年初或上月一樣，我們維持著投資組合持有較低的股票比重，因為我們認為即使經過近日的下跌，環球股票市場在今年餘下時間仍很大機會維持著十分波動、亦仍然維持著較大機會出現下調的可能，因為現時股市存在的不明朗因素仍頗多，如美國聯儲局今年的加息步伐較年初時市場所預期的快；美國與中國、以至全球不同國家的貿易磨擦已升級或很可能會進一步升級，令出口、經濟增長、以至企業盈利均很可能受到損害。至於新興市場，雖然過去一個月不少新興市場已錄得頗明顯的跌幅，但由於我們預期美元仍然有持續反彈的空間(如從現水平再升2-4%)，加上貿易紛爭有可能出現進一步的惡化，所以現時的新興市場資產雖然並不貴，但我們仍然會等待更低價格出現後才開始買入。

所以在過去一個月，我們仍然維持按兵不動，等待股市再多跌5-8%，才考慮開始入市掃平貨。由於我們一早已把組合變得保守，所以近日的跌市未有對我們的表現帶來太大的衝擊，因為不計基金的質素(不少基金在過去均能長期跑贏市場指標)，單計較基準為少的股票投資比例(現時我們組合只有少於50%的股票持倉)，已成功把近日跌市對我們組合的影響減少一半以上。

**債券基金方面**：我們所持有的債券基金繼5月份錄得下跌後，在6月份再次錄得-1.5%的跌幅。下跌的原因，仍然主要是受到美元上升所影響，令新興債券市場受壓而持續錄得資金流出。除了我們所持有的債券基金外，其實有投資於新興市場債的基金不少在6月份均錄得相似、甚至比我們更大的下

跌幅度。如5月份時所言，我們預期美元上升對新興市場的負面影響仍會維持多一段時間，因為我們預期美元在現水平仍有2-4%進一步反彈的空間。不過，我們相信以中長線計，不少新興市場債現時給與投資者的息率已升至相當吸引的水平，如現時巴西10年期國債的孳息率為11.6%，而俄羅斯10年期國債的孳息率亦達7.6%，所以在短期波動過後，新興市場債絕對有能力收復失地並給與投資者不錯的長線回報。所以，我們還是把該債券基金維持在我們的組合之中，一來用作維持組合分散的功能；二來可中長線為組合提供一個不錯的回報。而且，該債券基金只佔我們投資組合約10-20%(以已買入的基金單位計算)，數個百分點的波動應該不會對我們組合的投資表現帶來太大的影響。

**商品基金方面：**6月份，我們所選取的商品基金錄得-3%的跌幅。6月份商品投資錄得下跌，主要是受到中美貿易紛爭持續所影響，令投資者擔心全球對商品的需求有可能受貿易紛爭所拖累而錄得增長放緩、甚至是下跌。我們認為短期內，貿易紛爭將會持續下去，繼續對市場信心帶來影響。不過，即使中美之間真的在7月初開啟互徵關稅，但由於初期受影響的貨品金額並非十分高，所以相信對實體經濟的影響仍然比較有限，變相不會對商品需求帶來太大的負面影響。當然，若果中美之間的貿易紛爭進一步惡化、甚至變成大規模的貿易戰，相信商品和股市一樣，都不可能不會受到影響。不過，我們仍然相信中美之間的貿易紛爭，不會惡化至演變成全面和持續的貿易戰，因為中美雙方經濟都輸不起(由貿易戰而引發對經濟的負面影響)。所以，未來幾個月，商品的表現很可能仍會受到貿易紛爭的不明朗因素所影響，但我們選擇維持商品的投資比重不變，一來是因為我們在商品價格低迷時買入商品投資，所以在過去兩年已累積了不少的利潤(過去兩年，我們所選取的商品基金，已錄得分別是40%和18%的升幅)，令我們有條件承受中期少許的波動；二來是因為我們從第一天買入商品投資，已有長期持有三至五年的打算，而追求的亦是長期的高增長，所以沒有必要對中期5-10%的波動作出太大的反應(年初至今，雖然商品基金錄得下跌，但跌幅只是-4%)。當然，更重要的，是背後支持我們相信商品市場的因素，沒有因為貿易紛爭而出現變壞的情況。根據市場數據的

反映，商品市場的供應和需求關係持續出現改善。就以石油市場為例，我們在 2015 年已開始建議投資者買入石油有關的投資，因為當時油價在經歷 2014 年和 2015 年的大跌後，除了是油價已跌至很低殘的水平外，更加重要的，是因為全球石油公司普遍大幅減少、甚至停止對石油開發的投資。由於開發的投資減少、甚至是停止，自然的結果是未來幾年石油供應增加的幅度將受到限制，這絕對有助於石油市場的供求關係從之前的嚴重供過於求，逐步得以改善，令油價可在未來幾年持續從現時的水平出現反彈。當然，這個過程需要一定的時間去等待，但我們深信商品這個市場以現水平計仍存在著一定可觀幅度的上升空間。

#### **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