



2018 年 7 月

市場評論

經濟前景：7 月份，環球經濟繼續受著由美國所發動的貿易紛爭所影響，除了中美貿易關係繼續緊張外，美國和歐盟、加拿大、墨西哥、以至其他國家的貿易關係都存在著不明朗的情況。不明朗的貿易關係不但令股市感到持續不安、亦令部分投資者開始擔心全球經濟有可能因此而受到損害。

過去幾個月，我們一直提醒大家，不要忽略貿易紛爭的持續升級絕對可對全球金融市場帶來不安和調整。舉例來說，自 7 月初起，中美之間的貿易紛爭已惡化至另一個層次，由多個月前的單純口舌之爭，演變成現時落實互徵關稅，而兩國之間的衝突亦有越演越烈之勢(現時，中美之間向對方 340 億美元進口貨品開徵關稅，而美國在 8 月時很大機會向中國再多 160 億美元進口貨品開徵另一輪關稅，而中國已誓言必定對此作出同等金額的報復)。我們預期中美之間的貿易紛爭在短期內都不見得好轉的機會，這不明朗因素將會持續一段時間(如持續至今年底、甚至是明年上半年)。我們已多次強調，中美作為全球的經濟大國，它們之間的任何衝突必定對中美兩國本身、以至全球帶來負面的影響。暫時，我們看見所產生的影響主要集中在中國身上出現，如中國 A 股已從年初的水平下跌近

20%，部份企業亦預示和美國的貿易衝突將影響它們的出口、以至盈利前景。相比之下，美國受到的影響好像很微不足道，首先美股接近沒有錄得下跌、其次美國不少經濟數據現時仍反映美國經濟仍然處於強勁增長的水平，如美國失業率持續維持在 4%左右的極低水平、美國零售銷售亦錄得理想的增長水平。不過，我們仍然認為美國絕對沒有防彈衣，只要貿易紛爭持續下去，美國經濟、以至企業盈利仍是會受到負面影響的。舉例來說，美國有不少企業它們有分公司設立在中國，不管是做生產或銷售基地，它們都會受到現在中美貿易關係緊張的環境所影響，自然對它們的盈利帶來不利的變化。至於處於美國本土的消費者，他們亦會因進口關稅而要付出更高昂的價格去購買進口貨品，變相會影響消費量和經濟增長動力。而且，美國現時出現貿易紛爭的對手不只是中國一個國家，它還與歐盟、加拿大、墨西哥、.....等全球不同國家正發生貿易衝突，變相亦增加了美國出現負面影響的可能性。

股市：雖然 7 月份中美兩國的貿易衝突出現惡化，但股市在 7 月份卻錄得大升。上升的原因來自三方面，一、7 月份美國企業正值業績公佈期，不少已公佈盈利的企業均交出亮麗的成績表，刺激美股做好；二、7 月份歐美的貿易關係有緩和的跡象，因為歐洲委員會主席容克出訪美國總統特朗普後，雙方發表友好的宣言(美國同意和歐盟探討鋁鋼關稅問題、亦承諾暫緩向歐盟進口汽車開徵新關稅；而歐盟則同意向美國增加天然氣和大豆的進口金額)，令市場即時降低對歐美之間貿易紛爭會持續惡化的憂慮；三、中國在 7 月下旬宣佈會推出刺激經濟的政策，亦令股市受刺激而錄得反彈。不過，我們相信 7 月份所出現的反彈只會很短暫，首先，美股業績好只能支持美股繼續強勢，而其他股市受惠的幅度並不會太大；其次，雖然歐美貿易關係在 7 月份錄得轉好，但這轉好的關係並不穩固，歐美的貿易關係隨時可以再次緊張起來(尤其是以特朗普多變的性格)，令近日良好的氣氛隨時可消失得無影無蹤；最後，因曾經歷 2009 年四萬億政策後遺症的教訓(導致大量重複建設、產能過剩等問題)，相信中國政府會很小心不再重蹈覆轍，只會在非迫不得已的情況下才會推出另一個大規模

的刺激經濟政策。所以，預期中國政府現時所推出的刺激經濟政策只會是短暫和小規模，不可能完全抵銷貿易戰對中國經濟、以至企業盈利所帶來的負面影響。整個 7 月份，成熟市場方面，美股錄得 4% 以上的升幅、德國股市錄得 4% 的升幅、而日本股市亦錄得 1% 左右的升幅；新興市場方面，亞洲股市指數升 0.3%、新興股市指數升 1.6%、只有香港恒生指數錄得 -1.2% 的跌幅。

債市：7 月份，全球指標利率如美國和德國 10 年期國債孳息率都錄得明顯的上升，相信孳息率上升背後的原因是環球股市回穩，令投資者避險情緒下降，從而導致部分早前流入債市避險的資金再次流出，拉動債息錄得上升。7 月份，美國 10 年期國債孳息率由 2.8% 再次回升至 3% 的水平；德國 10 年期國債孳息率則由 0.3% 上升至 0.44%。本來，美國和德國國債孳息率上升應不利於債券投資的表現，不過，這並不影響新興市場債和企業債在 7 月份的表現。新興市場債方面，在 7 月份錄得大反彈，不少新興市場債基金都錄得超過 2% 的升幅，其中一個原因是新興市場債在剛過去的 4-6 月份相繼累積錄得不少的跌幅，吸引了部分投資者作出低位吸納；另一個原因，是自今年 4 月至今一直困擾新興市場資產的美元升勢在 7 月份有所放緩(美元在 7 月份只是在近日高位徘徊、並未有錄得進一步的上升，算是新興市場近日少有的利好因素)。至於企業債，在 7 月份亦錄得輕微的上升，因為企業債息差在 7 月份錄得收窄，有利企業債表現。我們相信在未來半年至一年，美債息仍有進一步上升的空間，因為美國經濟維持良好增長動力，為聯儲局在下半年持續加息提供很有利的條件。不過，德國債孳息率短期的上升空間就不會太多，因為歐洲央行已明言，在 2019 年年中之前，歐洲央行都沒有加息的打算，變相令市場對加息完全失去任何幻想，自然亦限制了德國債孳息率上升的空間。至於新興市場債，由於我們預期美元在整固過後，仍有再進一步上升 2-4% 的空間，所以在下半年仍然會對新興市場資產帶來壓力。所以，即使不少新興市場債的孳息率已上升至頗吸引的水平，但我們認為不用心急，可再等數個月，待美元反彈浪接近尾聲後，才開始吸納新興市場債。至於企業債，我們維持過去接近一年的看法，認為現水平的孳息率差太低、企業債的投資價值並不吸

引。

商品：7 月份，商品價格繼續受制於投資者擔憂全球越來越多的貿易紛爭會影響到對商品的需求，令商品價格受壓而錄得 2% 的跌幅。商品三大分類指數中，能源分類指數錄得超過 -4% 的跌幅、金屬分類指數錄得約 -4% 的跌幅，而農產品分類指數則錄得 2.3% 的升幅(不過，大家不要誤會以為農產品價格未有受到貿易紛爭所拖累，農產品價格在 7 月份錄得上升，只是由於農產品價格在 6 月份錄得 -8% 的急跌，所以 7 月的升幅只是從低位反彈而已)。我們相信在未來幾個月，商品價格仍然有較大受壓的可能性，因為美國與中國、加拿大、以至墨西哥等國家的貿易紛爭將會持續，將會繼續對商品價格帶來下調的壓力。不過，這沒有改變我們長綫看好商品的觀點，因為我們認為貿易紛爭只是 6-12 個月的短期因素，而我們看好商品背後的主因，是商品供求的基本面持續有改善，這個只會是全球經濟增長出現逆轉才會改變(當然，貿易戰如果大幅惡化，全球經濟增長動力可能都會受到損害，但現時我們認為出現的可能性並不是太高)。

組合評論

7 月份，我們的進取型、增長型和平衡型投資組合分別錄得 0.39%、0.52% 和 0.66% 的升幅(年初至今表現分別為下跌 -0.2%、上升 0.7% 和上升 0.6%)。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，雖然環球股市指數錄得 3.9% 的升幅(已計入股息收入)、但亞洲股市指數錄得 -3.8% 的跌幅(已計入股息收入)、而新興市場股市指數亦錄得 -4.4% 的跌幅(已計入股息收入)。

股票基金方面：7 月份，除了中國股票基金外，其他股票基金均錄得正數的表現。成熟市場方面，歐洲股票基金錄得 1% 的升幅；環球股票基金錄得 2.5% 的升幅。新興市場方面，亞洲股票基金錄得 1.2% 的升幅(表現優於市場指標)、東歐股票基金錄得 2.7% 的升幅(表現優於市場指標)。不過，如上

文所言，受制於港股的持續下跌，兩隻中國股票基金分別錄得-4.2%和-1.6%的跌幅，拖累了我們整個投資組合在 7 月份的表現。雖然股市在 7 月份錄得回升/反彈，但這並不代表籠罩在股市的不明朗已經消散，因為中美貿易關係還沒有任何改善的跡象，而預期到今年年底，美債息和美元將會持續上升，將會繼續對新興市場造成不利的影響。所以，我們維持年初的觀點，繼續對股市持較保守的看法，繼續維持投資組合較高的現金比例，繼續等待股市出現更深幅度的調整。

債券基金方面：7 月份，我們所持有的債券基金錄得超過 4%的升幅。雖然 7 月份美債息和德債息都錄得上升，應該不利於債券投資的表現，不過，由於新興市場債在 5 月份和 6 月份都錄得急跌，所以 7 月份的上升只是從低位反彈而已。雖然新興市場債在 7 月份只是反彈，年初至今整個市場仍然錄得下跌，但我們所持有的基金已再次錄得正回報，明顯大幅跑先大部分的新興市場債券基金；背後的原因，是基金一早已對美債息和美元上升有所準備，變相較少受今年美債息和美元上升所影響。當然有得必有失，由於基金對加息和美元上升有所對沖，變相令基金的上升空間有所限制，但由於我們認為債市在短期內仍會十分波動，基金較平穩的表現更適合現時我們投資組合的配置需要。

商品基金方面：7 月份，雖然商品價格錄得-2%的跌幅，但我們所選取的商品基金卻錄得 0.4%的升幅。當然，其中一個原因，是我們所選取的商品基金乃一商品股票基金，它的表現除了受商品價格升跌所影響外，亦同時受到股市升跌所影響。過去幾個月，商品價格因為市場擔心中美貿易戰所帶來的不利影響而錄得下跌(市場擔心貿易戰會影響經濟活動，從而對商品需求帶來影響)，但我們對商品中長綫樂觀的看法沒有改變。首先，我們認為中美貿易紛爭雖有進一步延長和惡化的風險，但相信對商品的影響只是暫時性，只要環球經濟沒有壞至受到貿易紛爭所影響而出現衰退，商品需求中長期持續上升的趨勢將不會有太大的改變；其次，我們中長綫看好商品的主因，是因為預期商品在經歷 2013 年至 2015 年的大跌價後，因為開發投資的減少，預示未來供應的增加將會較有限，變相為商品價格回升製造有利的條件。當然，我們不預期商品價格會出現持續大升的情況，但我們預期

在未來兩至三年，商品價格將可錄得反覆向上的走勢(事實上，自 2016 年初的低位算起，商品價格已錄得接近 30%的反彈[我們所選的基金升幅更誇張，過去兩年反彈的幅度接近 80%]，而現時的價格離開 2014 年的水平仍有超過 40%進一步反彈的空間)。

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 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