



2018 年 8 月

市場評論

環球經濟前景：土耳其貨幣暴跌成為 8 月份環球金融市場的焦點。8 月初，由於投資者擔心土耳其過於急進的貨幣政策(土耳其總統堅持推行低息政策，令市場擔心央行在不加息下，將無法壓抑已接近失控的通脹、亦未能穩住投資者對土耳其里拉匯價的信心)、加上和美國關係轉趨惡劣(因土耳其政府拒絕美國政府要求釋放一個被土耳其政府定罪[被控參與恐怖活動]的美國傳教士，亦在貿易問題上和美國展開對抗)，令土耳其里拉在 8 月上旬錄得接近 30% 的急跌(如加上今年 1 月至 8 月的跌幅，土耳其里拉的跌幅高達-45%)。雖然，土耳其里拉在 8 月下旬有所回升，但年初至今計，土耳其里拉仍下跌超過-40%。我們預期，由於貨幣急跌、加上通脹接近失控，即使土耳其里拉能避過再下跌的命運，土耳其經濟將會受到頗嚴重的影響，因為貨幣大跌將迫令不少土耳其企業外債大幅上升，令破產風險大增；而接近 20% 的通脹率(預期未來一段時間，通脹率會再進一步大升，因為貨幣貶值令土耳其需要面對更嚴重的輸入性通脹)亦會嚴重破壞不少正常的經濟活動，尤其是令企業投資卻步(因為高通脹令企業對投資的可預視性大幅降低，亦大幅增加投資[尤其是長綫投資]的風險)。所以，

在未來一段時間，土耳其經濟很大機會將會錄得衰退。

不過，投資市場最關心的，並不是土耳其經濟最終會有任何結局；投資市場最關心的是土耳其的問題，會否延禍至歐洲、或者其他新興市場。對此，我們認為不用太擔心。先說歐洲吧，有投資者擔心歐洲銀行業會受到土耳其問題所牽連，因為歐洲不少銀行均有貸款給土耳其企業，如果有大量土耳其企業倒閉，歐洲銀行將要承擔不少的壞賬。雖然歐洲銀行業有不少的貸款借給土耳其企業，尤其是西班牙、意大利和法國的銀行，不過，如果和整個歐洲銀行業作比較，其貸款給土耳其企業的金額只是千多億歐元左右，比例並不算大。所以，個別單一銀行可能真的會因土耳其問題而受到拖累，但對於整個歐洲銀行業，我們相信受到拖累的可能性並不太高。其次，說到其他新興市場，雖然有部分新興市場貨幣受到土耳其里拉大跌所影響亦同樣出現下跌的情況，但它們下跌的幅度並沒有像土耳其里拉般那麼誇張，舉例來說，8月份俄羅斯盧布錄得約-9%的跌幅、巴西雷亞爾亦錄得-9%的跌幅、印度盧比則錄得約-3%的跌幅；而另一個原因，是不少新興市場已對貨幣下跌具有充足的經驗、懂得如何面對和避免令問題進一步嚴重化，舉例來說，俄羅斯和巴西在2014年和2015年均經歷過貨幣大跌、而印度亦在2011年至2013年經歷過貨幣急速下滑。當然，一個更重要的原因，是不少新興市場已較十年前、或二十年前穩健得多，如有較健康的債務水平、較合適的內外債、短長債配置(外債較少、短期較少)，而不少新興國家更擁有一定規模的外匯儲備，令新興國家有能夠抵禦一定程度的外來衝擊。所以，我們認為投資者可放心，土耳其的貨幣危機不會引發新一輪的新興市場金融風暴(不過，這不代表我們看好股市前景，因為我們仍然預期股市會持續出現調整)。

股市：8月份，土耳其貨幣危機對股市帶來的影響只屬短暫性。8月上旬，受到土耳其貨幣危機所引發的市場不安所影響，美股錄得輕微的下跌、而歐洲股市、亞洲股市、以至新興市場股市均錄得明顯的下跌(至8月15日，歐洲股市跌-6%、亞洲股市跌-4%、新興市場股市跌-6%)。不過，由於市場發覺土耳其危機未有為歐洲、以至其他新興市場帶來骨牌式的推倒後、加上美股在科技板塊帶動

下錄得明顯上升，拉動歐洲、亞洲、以至新興市場在 8 月下旬錄得大反彈，最終歐洲、亞洲、以至新興市場股市最終分別只是錄得-0.2%、-1.6%和-1.4%。當然，8 月下旬股市之所以錄得反彈，除了上述所講的因素外，亦受到中美政府重啟貿易談判、市場認為中國政府出口術抬高人民幣、以至美墨成功達成貿易協議有關。不過，我們認為以上部分原因並不實在，如中美政府雖然重啟貿易談判，但會談不但最終沒有成果、亦沒有為下一次會談定下時間表，變相中美關係沒有出現任何根本的改善；除此之外，中美亦在 8 月底落實向對方再多 160 億美元進口貨品開微關稅，令雙方貿易關係進一步緊張並有所惡化。另外，雖然人民幣在中國政府出口術後錄得明顯的反彈(由一美元兌 6.9 人民幣反彈至一美元兌 6.8 人民幣)，但我們相信中國政府沒有要大幅抬高人民幣的想法和理由，因為根據現時經濟環境，中國政府沒理由想人民幣走強，因為這對出口不利、亦對經濟增長不利。我們認為中國政府出口術的原因，只是希望放慢人民幣貶值的速度，令人民幣不至於無秩序和失控地下跌。所以在彈升過後，人民幣再次轉弱的機會很高，將會再次成為中港股市的不利因素。所以，我們對後市仍然維持十分審慎的看法，仍然認為股市(尤其是新興市場和中港股市)有持續調整的可能。

債市：8 月份，全球兩大利率指標(美國和德國 10 年期國債孳息率)都錄得輕微的下跌，相信是受到土耳其貨幣危機所影響，觸發了部分投資者把資金轉移至安全的國家債作為避險。美國 10 年期國債孳息率由 2.96%回落至 2.86%；德國 10 年期國債孳息率由 0.44%回落至 0.32%。對於美債孳息率，我們認為回落只會是暫時和短暫，因為我們相信美國聯儲局在 9 月份的議息會議將會再加息 1/4 厘，而 12 月份再加息 1/4 厘的機會亦很高；所以，受到聯儲局持續加息的影響，美債孳息率將很大可能回升至 3%、甚至超越 3%。至於新興市場債，8 月份當然逃不了下跌的命運，因為土耳其貨幣危機令全球新興市場資產均受影響而受壓，不少新興市場債基金均錄得 3-6%的跌幅。至於企業債，由於土耳其貨幣危機不會對歐美企業財務質素造成任何明顯的影響(除了有投資者擔心歐洲銀行會受

到影響之外)，所以企業債息差在 8 月份未有出現任何明顯的變化。由於我們認為土耳其貨幣危機不會引發其他新興市場出現系統性的金融風暴，所以，如果新興市場債因此而在往後時間再多跌 3-5%，我們認為新興市場債價格將會跌至超吸引水平(舉例來說，現時巴西 10 年期美元國債孳息率已升至 6.1%、10 年期當地貨幣國債孳息率亦升至 12.1%)，絕對值得可買入作 1-2 年的投資。

商品：8 月份，商品價格指數錄得-0.8%的跌幅。三大分類指數中，能源指數升 3.7%、金屬指數跌-2.8%、農產品指數跌-4.3%。繼 6 月份和 7 月份的下跌，商品價格在 8 月份繼續錄得下跌，背後的原因仍然是受制於貿易紛爭，令投資者擔心會影響全球經濟活動、連帶影響對商品的需求。我們認為在短期內，商品價格仍會繼續受到貿易紛爭所帶來的不明朗因素所影響，將會繼續錄得受壓的情況。

組合評論

8 月份，我們的進取型、增長型和平衡型投資組合分別錄得-2.0%、-1.5%和-1.7%的跌幅(年初至今表現分別為下跌-2.3%、-0.8%和-1.1%)。雖然踏入 8 月份，受到股市進一步下跌的影響，我們三個投資組合年初至今表現最終都同時錄得負數。但相對於整體大市，我們的表現繼續並不失禮，因為在同一時間，雖然環球股市指數錄得 5.2%的升幅(已計入股息收入)、但亞洲股市指數錄得-4.8 的跌幅(已計入股息收入)、而新興市場股市指數亦錄得-7.0%的跌幅(已計入股息收入)。

股票基金方面：8 月中時，我們藉著土耳其貨幣危機令股市受壓而出現明顯下滑的機會，將投資組合中約 5%的貨幣基金，轉到東歐股票基金和商品股票基金(從今年高位和我們買入時的價格相比，東歐股票基金下跌了 27%，並跌至 22 個月的低位；商品股票基金下跌了 19%，並跌至 14 個月的低位)。當然，因為我們對後市仍然維持較審慎的看法、仍然認為股市(特別是新興市場和中港股市)有持續調整的可能，所以我們今次只用很小的比例去增持股票基金，我們還保留大部分的貨幣基金，

待股市再進一步下跌至更吸引的水平(如再跌 5-10%)·才加大買入股票基金的比例。由於環球股市(尤其是新興市場)表現受到土耳其貨幣危機所拖累·大部分我們持有的股票基金都在 8 月份錄得下跌。成熟市場方面·歐洲股票基金錄得-3%的跌幅;而環球股票基金則錄得-0.3%的跌幅。新興市場方面·亞洲股票基金再次錄得超卓的表現·逆市錄得 0.1%的升幅(相比之下·亞洲股市錄得-1.6%的跌幅)·兩隻中國股票基金分別錄得-5.1%和-8.4%的跌幅·至於東歐股票基金則錄得-8.3%的跌幅(不過·自 8 月中新增的東歐基金·已有超過 2%的升幅)。雖然 8 月份環球不少股市均錄得頗大的跌幅·但由於我們一早已大幅減持組合中股票的比重·所以我們組合表現雖然亦受到影響·但所受的影響只屬大市的 1/3 左右(已有效降低股市下跌對我們組合的影響)。而且·如上文所言·我們在 8 月中股市最低迷時少量增加了東歐和商品基金·雖然現時還未能論成敗·但這反映由於我們一早已作好安排(持有頗大量的現金)·所以我們相對較不怕跌市·甚至希望跌市來臨·因為跌市能為我們帶來另一次低位買入的機會(如 2016 年初時)。

債券基金方面：8 月份·我們所持有的債券基金錄得-5%的跌幅·主要是受到土耳其貨幣危機所影響·令一眾新興市場債券都受到壓力而錄得頗大的跌幅。雖然我們不認為土耳其的問題最終會波及其他新興市場·並帶來另一次的金融風暴·但在短時間內·大部分新興市場債券受壓是必然的事實。舉例來說·巴西 10 年期政府債券的收益率已大幅升至 12%(接近一年新高;而過去一年的低位為 9.5%)·俄羅斯 10 年期政府債券的收益率亦大幅升至 8.5%(接近一年新高;而過去一年的低位為 7%)。雖然以短線計·我們預期新興市場債仍有可能進一步受壓·不過以中長線計·它們現時的收益率已處於頗吸引的水平·相信只要能持貨一年以上·應可錄得不錯的回升。事實上·我們亦準備利用部分貨幣基金買入新興市場債券基金·只是等待更低(如比現時再低 3-5%)價格的出現而已。

商品基金方面：8 月份·商品基金錄得-7.5%的跌幅。商品基金的跌幅之所以大於商品價格的下跌·是由於商品基金投資於商品相關公司的股票·而非實物商品·所以基金的走勢除了會受到商品價格

走勢所影響外，亦會受到股市走勢所影響。事實上，8月份股市表現低迷，令投資於商品相關公司的股票亦跟隨下跌，致令商品基金亦錄得較大的跌幅。不過，投資者不用擔心，雖然商品基金從今年初至今錄得-11%的跌幅，但過去三年基金仍錄得接近30%的回報；而且，我們相信在未來幾年，商品價格仍會受惠於環球經濟回升、再加上供求關係持續轉趨改善(未來幾年的供應很可能因過去幾年投入開發的金額大幅減少而令增長出現放緩，令供過於求的問題更快得到改善)所帶來的支持。事實上，我們在8月中藉著股市大跌(連帶商品基金亦錄得大跌)，用了2.5%的貨幣基金買入更多的商品基金(從買入到現在，新增的商品基金已有超過2%的升幅)。最後，我們最近收到基金公司首域的通知，我們一直所採用的首域全球資源基金將會退出市場，因此，我們被迫要選取另一隻商品基金。為此，我們已在8月底時賣出我們所持有的首域全球資源基金、並轉換至貝萊德天然資源增長入息基金。雖然一開始時貝萊德這基金並非我們的首選，但貝萊德在商品投資這個領域已有長久的歷史、加上其過去表現亦十分優異，相信今次轉換並不會為我們整體投資組合表現帶來任何不利的影響。

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