



2018 年 9 月

市場評論

環球經濟前景：9 月份，環球經濟前景未有出現太大的變化。環球經濟繼續受到中美貿易紛爭所帶來的實質和不明朗效應所影響。實質影響方面，由於美國總統特朗普在 9 月份宣佈再向中國再多 2,000 億美元進口貨品開徵關稅(而中國政府亦即時宣佈向美國再多 600 億美元進口貨品徵收報復性關稅作為反擊)，中美雙方互相向對方進口貨品徵稅的總貨值已由早前的 1,000 億美元急增至現時的 3,600 億美元，對雙方、以至全球經濟所產生的負面影響將越來越大。至於不明朗影響方面，由於特朗普仍然堅持以關稅作為威迫中國在貿易制度上讓步的手段，特朗普已多次揚言不但有可能在明年 1 月 1 日考慮將部分針對中國進口貨品的關稅稅率由現時的 10% 增加至 25%，更有可能實施全面地向中國所有進口貨品開徵關稅；一旦事情落實，絕對會令中美關係進一步惡化，而中美全球兩大巨頭持續的角力，將或多或少對全球經濟帶來負面影響和困擾。另一方面，雖然美國經濟數據維持向好、亦繼續反映美國經濟增長理想；不過，近日部分市場人士已開始擔心，美國經濟有可能在明年起從現時的高峰向下放緩，因為美國的利息正逐步上升、早前的減稅效應亦在明年起開始失去

刺激作用、再加上中美貿易紛爭的持續亦會對美國經濟帶來破壞。當然，對於正如日方中的美國經濟來說，現時談論經濟可能出現衰退絕對是言之尚早，但我們不應該輕視中美貿易紛爭背後有機會帶來的潛在負面影響，美國明年出現經濟滑坡(如經濟增長由現時的 3.5%縮減至 2-2.5%)，我們認為未必不可能。

息口方面，如市場預期一樣，美國聯儲局在 9 月份再次啟動加息程序，把目標利率上升 0.25%至 2%，這已是聯儲局自 2015 年底以來的第八次加息。雖然和歷史相比，現時美國的息率仍處於十分低的水平，但在聯儲局持續的加息下，美國十年期國債孳息率已升至 3%以上，不但是自 2011 年以來的最高水平、亦比 2016 年中最低時的 1.35%高出超過一倍。正如聯儲局所言，現時的息口雖不高，但已慢慢從有助刺激經濟脫離至對經濟維持中性。所以，若未來息口持續上升，將有可能為經濟帶來一定程度的收縮作用，影響著經濟增長的動力。當然，這暫時只局限於美國而已，因為全球大多數國家(只有少數國家，如英國、加拿大等在過去一年亦有過加息)都還未有打算或具備加息的條件，如歐洲央行已明言，在 2019 年中之前，它們都不會對息口作出調整；日本央行亦未能完全擺脫通縮威脅，因此加息仍仍是遙遙無期。至於中國，由於受到中美貿易紛爭的衝擊，貨幣政策亦由早前的收緊變得再度寬鬆起來。

股市：9 月份，環球股市再度經歷先低後回穩的走勢，影響著 9 月份股市走勢的因素包括中美貿易紛爭的演變(時好時壞)、意大利新政府和歐盟因財政預期案而引發衝突、美加墨貿易談判最終達成協議、以至市場傳出中國政府將會出手入市托股市等消息所影響。先談中美貿易紛爭這個因素，9 月份，雖然中美貿易談判最終維持停滯不前、甚至有惡化的情況，但中間局勢曾出現多次的起伏、甚至對全球股市帶來一定程度的牽引。9 月中，市場曾出現誤會，以為中美貿易談判有新轉機，因為美國財長姆努欽主動邀請中國副總理劉鶴作出新一輪的貿易會談。不過，當會談還未成事之前，美國總統特朗普已突然宣佈會在 9 月 24 日落實再向中國多 2,000 億美元貨品開徵新關稅，消息令市

場的憧憬即時消失，而中國政府除了向美國再多 600 億美元貨品作出報復性關稅外，亦已拒絕美國的邀請再次舉行貿易談判，令中美關係再次跌至過去幾個月的低點(如早前所言，我們認為短期內中美關係都未必有好轉的可能，較有可能出現轉機，要到今年 11 月美國中期選舉之後，如共和黨錄得大敗才有可能令特朗普政府態度軟化；另一個可能性，是明年初，如美國企業如我們預期般盈利因貿易戰至出現受損，在商界龐大利益的壓力下，才有可能令特朗普政府態度軟化)。至於歐洲方面，9 月份亦發生令市場不安的發展，一向立場反歐的意大利新政府在國會通過了較市場預期為高的財政預算，即時引起歐盟政府的強烈反對，歐盟政府認為意大利政府不遵守早前減赤的承諾，亦暗示有可能會反對意大利這一份財政預算案。市場擔心意大利新政府這次增加財政開支，有可能令意大利政府債務再次急升(因為意大利政府已是整個歐元區內欠債最多的國家之一)，引發另一次的債務危機；其次，市場亦擔心意大利新政府和歐盟的關係會因此而轉趨惡化，影響到歐盟的發展和穩定(對於歐盟和意大利政府的衝突，我們相信只會是茶杯裏的風波，因為對於歐盟和意大利，它們都輸不起失去對方[歐盟不可以失去意大利，因為意大利是歐盟內的第三大經濟體，歐盟已失去了英國，不可以再失去另一個主要成員；意大利不可以失去歐盟，因為意大利不可以承受離開歐盟的後果，現時，意大利政府債務高達 GDP 的 130%，但意大利國債的息率並不高，原因是意大利有歐盟和歐洲央行的庇蔭，一旦意大利離開歐盟，意大利的債息必定急升，意大利金融和經濟亦很可能因此而出現崩潰])。至於北美洲，在 9 月份傳來好消息，在美國的壓力下，墨西哥最終同意接受作出重大讓步並和美國達成新一輪的貿易協議。繼而，加拿大亦在一個月後和美國達成新一輪的貿易協議(對於美國來說，美墨加能達成新一輪貿易協定，當然有利於北美的貿易和經濟發展；但對於全球的投資者來說，美國在墨西哥和加拿大身上取得成功，有可能令美國政府的自信進一步增加，令美國的貿易政策變得更進取和強硬，有可能令全球的貿易紛爭進一步加劇，尤其市場已預期中美貿易紛爭將因此而變得更加難得到解決)。最後，股市之所以能在 9 月下旬出現反彈，很大程度和市場傳出中國政

府有可能出手救市有關。受到市場傳言所刺激，中港股市均從 9 月份的低位反彈超過 5%，而一眾新興股市亦跟著中港股市而一同錄得反彈(不過，我們對於中國政府出手托市的傳言並不抱太大的期望，一來，這個傳言可能只是一個誤會，中國政府未必會選擇大力出手托市；二來，政府出手托市也不一定能對股市產生起死回生的作用[2015 年就是一個很好的證明])。

總括來說，9 月份成熟市場錄得上升，但新興市場就錄得下跌。成熟市場方面，美股和歐股輕微上升了 0.5%，而日股就上升了 6%。新興市場方面，即使大部分新興市場都能從月中的低位錄得大幅反彈，但亞洲股市指數仍要錄得-1.4%的跌幅、新興市場指數則錄得-0.5%的跌幅，而香港恒生指數則勉強得以持平作結。展望至今年年底，我們維持著年初至今不看好股市的看法，因為市場上不少的負面因素，仍然維持存在、維持對股市造成困擾。首先，中美貿易紛爭仍然是現時市場上最大的不明朗因素。對於這個問題，我們認為最樂觀的估算，中美貿易紛爭亦要拖拉至今年年底，而較合理的預測是明年上半年才有可能出現轉機，當中的不明朗仍會為股市帶來持續的困擾；除此之外，由於被徵關稅的貨品金額已由最初的 1,000 億美元(中美各 500 億美元)增加至現時的 3,600 億美元(中國 2,500 億美元、美國 1,100 億美元)，對實體經濟、以至企業盈利的影響將會越來越明顯，對股市的壓力亦只會有增無減。其次，美債息持續上升(不利於資產價格)、美元持續反彈(不利於新興市場)等因素，預期在短期內都會繼續對全球股市帶來不安。所以，我們維持建議客戶在股票投資上，維持年初至今的輕倉上陣，不要太取進。

債市：不論是美國十年期債息、或是德國十年期債息，都在 9 月份錄得上升，相信是受到聯儲局在 9 月份宣佈再加息、並且強調持續加息政策所致。雖然加息的決定已是市場所預期，但在 9 月份的議息會議中，聯儲局官員們普遍認為聯儲局在今年年底前會再加息一次，而在 2019 年會再加息兩至四次，這方面有點超出市場一般普遍所預期，令債息在議息會議後錄得抽高的情況。美國十年期債息由 2.86%上升至 3.06%，德國十年期債息由 0.32%上升至 0.46%。如我們年初所預期的一樣，

由於聯儲局持續加息的緣故，美債息走勢亦出現反覆向上並持續創出多年的新高(當然債息向上對大部分債券投資都會帶來不利的影響)。不過，並非所有債券投資在 9 月份都錄得下跌，新興市場債和高息企業債在 9 月份都未有受到整體息口上升所影響，在 9 月份錄得上升。不過，新興市場債之所以在 9 月份能錄得上升，主要是自今年 4 月份開始，新興市場債受到美元上升、加上土耳其和阿根廷分別爆發貨幣危機所影響，令價格錄得持續下跌並積累頗巨大的跌幅，新興市場債在 9 月份的上升只是從低位反彈而已。事實上，我們認為部分新興市場債已錄得足夠的下跌，現水平已開始出現長線投資的價值。

商品：9 月份，商品價格指數錄得 1.6% 的升幅，當中，石油價格(從 70 美元上升至 73 美元，升 4%)再次成為拉動商品價格上升的主要因素。雖然商品價格指數在 9 月份錄得上升，並成功扭轉過去幾個月下跌的走勢，但這並不代表商品的短期走勢已轉好，因為中美貿易紛爭的持續，將會持續對短線的商品價格帶來壓力，因為投資者仍然擔心中美的貿易紛爭會影響到環球經濟發展、最終影響到對商品的需求。所以，雖然我們長線看好商品，但未來幾個月，我們認為商品仍然較大機會出現反覆下跌。

組合評論

9 月份，我們的進取型、增長型和平衡型投資組合分別錄得 0.4% 的升幅、0% 和 0.1% 的升幅(年初至今表現分別為下跌 -1.8%、-0.9% 和 -1.0%)。相對於整體大市，我們的表現繼續優於大市，因為在同一時間，雖然環球股市指數錄得 5.9% 的升幅(已計入股息收入)、但亞洲股市指數錄得 -6.1 的跌幅(已計入股息收入)、而新興市場股市指數亦錄得 -7.4% 的跌幅(已計入股息收入)。

股票基金方面：9 月份，受到股市(尤其是新興股市)整體表現不佳所影響，我們組合中部分的股票基金亦受到影響，因而錄得下跌。成熟市場方面，歐洲股票基金錄得 -2.8% 的跌幅；環球股票基金則錄

得 0.1% 的升幅。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 -0.5% 和 -6.1% 的跌幅。由於 8 月份發生在土耳其的貨幣危機令東歐股市在 8 月份錄得急跌，所以，東歐股票基金是少數的股票基金在 9 月份能錄得上升，升幅為 5.8% (因為從 8 月份的急跌中回升過來)。

首先，雖然從今年的高位至今，環球股市已累積了不少的跌幅，但對我們投資組合的影響相對較輕微，因為自上年年底開始，我們已把投資組合變得保守，把股票基金的比例由正常情況下的 60-100% (視乎組合風險而定)，大幅削減至 30-50%。所以，即使過去幾個月環球股市錄得不少的跌幅，我們投資組合的表現亦因而受到影響，但我們投資組合的跌幅已較整體大市少得多 (年初至今，我們投資組合的跌幅只是 1-2%；但同一時間，亞洲股市指數已跌了 -6.1%、新興市場指數已跌了 -7.4%、香港恒生指數已跌 -4.1%)。另一方面，雖然過去幾個月環球股市已錄得不少的跌幅，但我們仍然認為股市仍有進一步下跌的風險，所以現時還未是大舉入市的時候。我們會繼續持有較高比重的現金，繼續靜心等待股市出現更大幅度的下跌 (才在低位時買回股票基金)。

債券基金方面：9 月份，受惠於新興市場債錄得反彈，我們投資組合中的債券基金在 9 月份錄得上升，升幅為 1.3%。不過，如我們的預測一樣，大部分債券基金在今年都交不出好表現 (包括現時我們所選取的債券基金)，因為債息上升令債價普遍錄得下跌壓力。所以，我們只是將投資組合的很小部分投放在債券基金上，其餘大部分非股票持倉仍然是以貨幣基金為主 (雖然貨幣基金所持有投資工具所產生的利息較債券基金為少，但貨幣基金較小受到債息上升所影響，所以如我們預期一樣，今年一般貨幣基金的表現遠較一般債券基金表現理想)。展望未來幾個月，由於預期債息將會持續上升，所以預期債券基金的表現仍只會是一般般、並不會理想。不過，由於受到美元上升、加上早前土耳其和阿根廷貨幣危機所影響，新興市場債在過去幾個月錄得不少的跌幅，並跌至我們認為可考慮買入的水平。如未來的一段時間，新興市場債從現水平再跌 3-5%，我們很可能會出手買入小部分，作為中長線的持有。

商品基金方面：如上月的投資報告中所述，由於首域公司宣佈將會把它們的全球資源基金退出市場，我們只好把商品的投入轉到貝萊德天然資源增長入息基金。9 月份，受惠於商品價格上升，我們所選取的商品基金在 9 月份亦錄得 2.6% 的升幅(單計 9 月份，表現比首域全球資源基金還要好)。不過，如上文所言，由於中美貿易紛爭仍然維持緊張，而對經濟的實際影響亦日益增加，相信以上的不明朗因素會持續打擊投資者對商品的信心，對短線商品價格的走勢持續帶來壓力，因為投資者仍然擔心中美貿易紛爭會影響到環球經濟發展、最終影響到對商品的需求。所以，雖然我們長線看好商品，但未來幾個月，我們認為商品基金將會維持十分波動，並較大機會出現反覆下跌的情況。不過，對於一些老客戶來說，他們應該很清楚明白我們對商品投資是抱長線持有的態度，自 2015 年買入到現在，雖然商品價格在 2015 年未能止跌並持續出現大幅下滑，當時曾令我們錄得不少的損失，但商品價格已在 2016 年和 2017 年出現大幅回升，並已為我們帶來不少的利潤。我們認為商品的反彈浪還未完結，預期在未來一至兩年，隨著供求關係繼續改善(開發投資因早年價格低殘而令生產商卻步，變相未來幾年供應增加的空間將會較有限，有利供求關係更快得到改善)，商品價格應可維持現時反覆向上的走勢。

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