



2018 年 11 月

## 市場評論

**環球經濟前景**：11 月份，市場氣氛明顯較 10 月份好轉，主要是受到股市回穩、加上市場期望 11 月底所舉行的習特會能令中美貿易關係帶來轉好的契機。不過，市場還是繼續擔心美國經濟有可能在明年出現下滑的情況(因為中美貿易紛爭所帶來的負面影響、美國聯儲局持續加息令債息上升令經濟活動受抑制、減稅效應消散令刺激經濟的作用續漸減退)。現時，市場上較樂觀的預期是明年經濟會從現時的增長 3-3.5%，下滑至明年的 2-2.5%；較悲觀的預期是明年經濟會從現時的增長 3-3.5%，下滑至明年的 2%以下(甚至到 2020 年，美國經濟有頗大的可能性出現衰退風險)。持悲觀態度的不止於一般的投資者，還包括市場上有名的經濟學家和投資專家、連前美國財長桑默斯在早前亦提出，美國經濟在未來兩年出現衰退的機率高達 50%。對此，我們絕對同意明年美國經濟的前景一定不及今年，因為中美貿易紛爭對美國經濟的負面影響將會逐步浮現(包括對美國本土消費和企業盈利的影響)，而且聯儲局持續加息亦會對經濟產生或多或少的壓抑作用；最後，美國政府財赤在特朗普推行大幅減稅後已大幅上升，明年政府財赤將很大機會再次超過一萬億美元(加上政府總債務已超過二十

二萬億美元)，債務問題的持續惡化有可能觸發債息上升、或是令金融市場波動，兩者均有可能影響經濟動力。不過，只要中美貿易戰沒有升級至極度嚴重的程度，相信明年美國經濟還是可以維持正數增長、並未差至會出現倒退。

11 月底，中美元首如期在 G20 會議後會面，雙方在會面後亦向市場釋出正面的訊息，中美政府同意設立九十天冷靜期，在這九十天內雙方都不會向對方施加任何新一輪的關稅懲罰，雙方亦同意在這九十天內，積極爭取達成貿易協商。雖然習特會後中美貿易關係看似出現轉機，但我們對此並不抱太大的期望。首先，習特會後中美政府出現各自表述的情況，即中方所提出的、和美方所提出的有明顯的不一樣、甚至是出現矛盾衝突(這反映中美對會面內容持不同的解讀)；其次，一些存在於中美貿易紛爭中的核心問題，如保護知識產權、取消非關稅貿易壁壘、防止強迫技術轉移、停止補貼中國科技發展等(涉及要求中國政府全面開放中國市場、停止中國科技發展等)，相信中國政府願意作出實質性讓步的可能性並不高。中美貿易紛爭最終能否和解，我們相信主動權還是在美國政府手上，中方只能等美國政府自動減少在對中國的要求(美國政府受到美國消費者和企業的壓力)，中美之間的貿易戰才有可能結束的一日。所以，我們不期望中美貿易紛爭能在這九十天的冷靜期內得到解決的方案、中美貿易紛爭的持續仍然是對全球經濟前景最不明朗的變數。

另一方面，美國聯儲局在貨幣政策上會否出現轉軌，亦是最近市場關注的焦點之一。因為隨著市場越來越多人預期明年經濟有向下滑的可能、再加上聯儲局主席鮑威爾近日提出較鴿派的言論，令市場對加息的預期開始出現轉軌的情況，市場認為明年加息的可能性，由早前的預期加息兩至三次，變成現時預期只會加息少於兩次。相信息口預期的改變，會對美元、以至貴金屬在 2019 年的走勢帶來和今年相反的效應。

而另一個令市場對明年經濟前景感到擔憂的原因，是美國國債孳息率曲線出現倒掛的風險已越來越高，因為十年期國債和兩年期國債孳息率的差距已進一步收窄至 0.2%(一年前的差距為 0.5%，而過

去十年平均的差距為 1.6%)。根據過去的經驗，如果國債孳息率出現倒掛的情況，即經濟在往後九至十五個月出現衰退的可能性將會大幅增加。雖然，我們還是不認為美國經濟在 2019 年會出現衰退，但市場對經濟前景越感負面，就越容易令市場產生負面效應，令經濟更容易出現更大幅的下滑。

**股市：**11 月份，環球股市整體錄得不錯的表現。不過，好表現的背後有部分原因是由於經過 10 月份的急跌，致令基數較低所致；另一方面，中美元首落實在 11 月底的 G20 峰會後舉行會面，令投資市場認為是中美貿易紛爭再啟談判的好機會，並促使市場普遍樂觀地認為習特會能解決中美持續近大半年的貿易紛爭；最後，11 月升市背後的另一個原因，是來自市場認為美國聯儲局明年加息步伐有可能較早前所預期的減慢，較慢的加息步伐有助舒緩加息對股市所造成的沽壓。不過，11 月份股市的走勢卻並非一帆風順，因為在 11 月，市場曾因為擔心美國經濟在明年將會走弱而錄得下挫，而科技股亦曾延續 10 月份的跌勢，最多再下跌超過 6%。整個 11 月份，成熟市場出現不一的表現，美股升 1.8%、歐股跌-0.8%、而日股則升 2.0%；新興市場方面，除了受成熟市場上升所帶動外，美元從高位回落亦有助新興市場升勢進一步加強，亞洲股市升 5.2%、新興股市升 4.1%、香港恒生指數升 6.1%。11 月份，歐洲股市是眾多股市中表現最失色的股市，相信是受到英國歐脫所產生的不明朗因素、加上意大利政府和歐盟關係持續出現對立有關。對於 12 月份股市表現，我們並不太看好。首先，雖然市場認為習特會後中美貿易關係有好轉的可能，但我們對此並不抱太大的期望，尤其是中美沒有太大可能在未來九十天內達成貿易協調和共識。其次，中美貿易戰一日不消除，對中美經濟、以至企業盈利的影響只會持續增加，所以對股市的負面壓力亦只會越來越大。最後，我們相信最近幾年美股持續造好的情況有可能出現逆轉，有可能觸發全球股市出現更大的跌幅。所以，影響後市的最大變數，還看中美貿易關係的變化。

**債市：**11 月份，全球兩大債息指標美國和德國十年期國債孳息率，都錄得下跌的情況。美國 10 年期國債孳息率由 3.14% 回落至 2.98%，主要是市場認為美國聯儲局在明年的加息步伐有可能受經濟

放緩、或股市下跌所影響而出現減慢(根據美國利率期貨市場所反映，現時市場預期明年再加息兩次的機會率已下跌至不足 25%、預期明年再加息三次或以上的機會率更下跌至只有 8%)。德國 10 年期國債孳息率，亦受到美債息回落所影響而同樣錄得下跌，由 0.38% 回落至 0.31%。美德國債息率下降，將有利於債券投資，所以大部分美元和歐元政府債都能在 11 月份錄得上升。新興市場債方面，雖然債息已從今年第三季的動盪中回穩過來，但不少新興市場債的價格仍處於今年的低位，已開始浮現令人感到吸引的投資價值。至於企業債，11 月份終於出現我們一早預期的下跌，因為市場擔心美國經濟在明年有滑坡的可能性，令投資者對企業債破產風險的預期有所上升，令企業債價格錄得下跌(企業債孳息率差由 10 月份的 3.7%，上升至 11 月份的 4.2% [今年最低為 2.95%])。過去，我們一直不建議投資企業債(尤其是非投資級別的企業債)，是由於它們的孳息率差一直處於偏低的水平，令回報和風險比率不吸引。所以，若日後孳息率差進一步上升至接近 5%，我們很可能會轉軚支持買入企業債，因為到時企業債的回報和風險比率可能已回復至吸引的水平。

**商品：**11 月份，商品價格指數錄得超過 4% 的跌幅。商品價格指數下跌，繼續是受到石油價格錄得急挫所影響。11 月份，石油價格下跌了 14 美元，跌幅達 22%，主要是受到近日美國、沙特和俄羅斯大幅增產有關(沙特和俄羅斯大幅增產，本來是打算填補伊朗一旦被美國制裁所產生的生產空缺；但實情是，美國對伊朗的制裁未有令伊朗石油生產出現預期的大跌)，致令市場再次出現嚴重供過於求的問題。我們認為石油市場近日雖出現了嚴重的供過於求，但供過於求只是因為供應在短期內出現大幅增加(來自部分產油國對伊朗被制裁的錯誤預測)，而非環球經濟出現問題而令需求大跌；所以，只要油組成員國(加上部分非油組國)能再次達成並落實減產計劃，現時市場上嚴重的供過於求問題將可得到舒緩，而油價自今年 10 月起的急跌亦可以錄得停止。事實上，油組的領導沙特已和俄羅斯正在商討減產的可能性，而我們認為最終能落成減產的機會也是頗高的(因為不管是沙特、還是俄羅斯，油價過度急跌都會影響它們政府的財政、以至整個國家的經濟發展，所以它們有頗大誘因去

達成減產協議；而事實上，沙特和俄羅斯在過去兩年亦很成功地合作組織全球性減產，以支持油價回升)。當然，另一個對商品走勢產生不明朗因素的是中美貿易紛爭的持續。由於中美之間互徵關稅，令兩國出口業都已受到影響。除此之外，中美關係緊張亦會影響企業投資和消費者消費的意慾，同樣會對經濟造成打擊、間接地影響商品需求的前景。

## 組合評論

11 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 0.9%的升幅(年初至今表現分別為下跌-5.5%、-4.3%和-4.1%)。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，雖然環球股市指數只是錄得-0.7%的跌幅(已計入股息收入)、但亞洲股市指數卻錄得-11.9%的跌幅(已計入股息收入)、而新興市場股市指數亦錄得-12.0%的跌幅(已計入股息收入)。

現時，增長型投資組合維持把每月新投入資金(每月新供款，如有)的 55%投放在股票基金、35%投放在債券基金和 10%投放在商品基金(但對於已買入的基金單位，投資組合的資產分配約為 30-35%在美元貨幣基金、5-10%在環球債券基金、10-15%在成熟市場股票基金、30-35%在新興市場股票基金、和 10-15%在商品股票基金)。

**股票基金方面：**如上文所言，在經歷 10 月份的急跌後，環球股市(除了歐洲股市之外)在 11 月份普遍錄得不錯的回升。成熟市場方面，歐洲股票基金是今個月唯一錄得下跌的股票基金，下跌-2.3%；環球股票基金則錄得 0.6%的升幅。新興市場方面，亞洲股票基金錄得 5.6%的升幅(表現輕微優於市場指標)、兩隻中國股票基金分別錄得 5.9%和 7.8%的升幅(表現優於市場指標)、東歐股票基金錄得 3.1%的升幅。雖然股市在 11 月份錄得反彈，但這並不代表我們對後市變得樂觀，因為 11 月份的反彈，很大程度和市場樂觀地預期習特會能為中美貿易紛爭帶來轉機有關。不過，我們還是認為即使習特會能順利舉行，中美之間的貿易矛盾也不可能輕易地得到解決，因為中國政府決不會願意犧牲

經濟的長遠發展前景去滿足美國所提出的要求(或是去討好美國),而美國在現階段亦沒有誘因去縮減對中國的要求。所以,在雙方取態維持不變之下,中美在短期內能達成貿易協議的機會並沒有因習特會的順利舉行而出現明顯的增加。我們維持年中至今的預期,中美貿易紛爭要和平結束,中國只能被動地等待美國主動降低對中國的要求,而觸發點有可能是來自美國消費者(消費者不滿貿易戰令商品價格上升,影響了他們的消費能力)和企業(企業不滿貿易戰影響它們的收入和盈利)對美國政府的貿易政策施加壓力。所以,我們對後市前景仍然未感十分樂觀,在投資策略上,我們維持較保守的部署(雖然在今年 8 月份和 10 月份,我們各自分別在投資組合中增加了 5%的股票基金),仍偏向持有較高的現金比例,等待股市進一步下跌時才作出更大比例的股票基金增持。年初至今,我們進取型的投資組合錄得約-5.5%的跌幅,但已比歐洲股市的跌幅-13%、亞洲股市的跌幅-13%、新興股市的跌幅-14%、香港股市的跌幅-11%和中國 A 股的跌幅-26%少。

**債券基金方面:** 11 月份,我們所選擇的債券基金錄得 0.7%的升幅,表現比一般投資於新興市場債的基金們優勝(因為大部分新興市場債指數只是錄得持平、甚至是下跌的表現)。經歷 8 月份受到土耳其和阿根廷貨幣危機所影響而導致錄得較大單月跌幅後,我們所選取的債券基金已連續三個月錄得反彈,表現亦比相關的指數優勝。我們認為以中長綫計,現時新興市場債價格的水平已跌至頗吸引的水平,可持續作中長綫的持有,因為年初至今,不少新興市場債指數已錄得 8-10%的跌幅,令價格變得吸引(不過,我們所持有的債券基金雖然都是以投資新興市場債為主,但年初至今卻錄得 0.1%的升幅[大幅跑贏不少的同業],背後的原因,是因為我們所選取的債券基金,並非一般的債券基金,它除了會買入債券作中長綫持有外,它亦會參與不同的衍生工具和外幣買賣,所以投資收益不單單只受債市表現所影響,投資策略相對比較靈活和有彈性)。舉例來說,俄羅斯政府十年期國債所給與的孳息率達 8.7%、印尼十年期國債所給與的孳息率亦高見 8.1%(與美國或歐洲相同年期的國債相比,孳息率高最少一倍以上),在風險和回報比率上顯現不錯的投資價值。所以,如果新興市場債從

現水平再跌 3-5%，我們很大可能在組合中加入新興市場債基金，作為組合中債券投資的一部分。

**商品基金方面：**11 月份，受到油價再次錄得急跌所影響，我們所選取的商品基金錄得-5.2%的跌幅。

對於油價，我們認為近日的急挫已有過度的可能；再加上我們預期油組和非油組會商討減產以應對近日供過於求的情況，從而令油價能出現止跌、甚至是反彈的情況。所以，我們對油價的前景並非太過悲觀，我們相信只要油組和非油組國家能達成減產(如減產數目達到每日 100 萬桶的話，油價可在現水平止跌；如減產數目達到每日 140 萬桶的話，油價甚至可受刺激而回升至 55-60 美元的水平。不過，中美貿易紛爭持續將會為商品投資帶來持續的不明朗，因為中美之間互徵關稅，已開始打擊全球經濟增長、以至全球對商品的需求；若中美貿易紛爭不幸出現進一步惡化，全球經濟受到的影響將會更大、而全球對商品需求所受到的破壞亦將會更大。所以，雖然我們長線看好商品，但未來幾個月，我們相信商品基金仍會維持十分波動、並頗大機會維持反覆向下的走勢。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(甚至是未來三至四年)，隨著早年因商品價格低殘令全球商品公司對商品開發的投入大幅減少，預期未來幾年供應增加的幅度將因此而受到制約，令供求關係較容易得到持續的改善，商品價格應可維持中長綫反覆向上的走勢。11 月下旬的時候，我們亦趁著油價急挫所帶來的機會，利用組合中約 4%的現金，買入環球能源基金，以博取油價從現水平反彈 20%(目標升幅)。

#### **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