



2018 年 12 月

市場評論

環球經濟前景：12 月份，環球投資者對美國經濟的前景突然變得十分悲觀，擔心美國聯儲局過去持續收緊的貨幣政策會對經濟活動造成抑制、美國在 2017 年底落實減稅對經濟的刺激作用將逐漸消失、以至中美持續的貿易磨擦、互徵關稅所帶來的負面影響將開始對美國經濟造成破壞等，會在 2019 年逐步令美國經濟出現放緩。從金融市場的交投亦反映出，投資者對 2019 年美國經濟增長的前景感到不太樂觀，如美國十年期國債孳息率由早前的 3.2%、下降至 12 月底的 2.7%(在短短個多月之間，下跌了超過 0.5%)；股市方面，美股在 12 月份突然錄得急速的下跌，下跌了超過-8%，這是美股自 2009 年金融海嘯後最大的單月跌幅。從以上所反映，美國、以至全球投資者突然對美國經濟前景感到十分擔憂，致令不論債市或股市均錄得異常的波動。

如我們早前所言，展望 2019 年，我們認為美國經濟增長一定不及 2018 年般理想，其實背後的原因很簡單，一、2018 年美國經濟有 3-3.5% 的增長，較過去平均值 2-2.5% 高，但部分高增長是受到 2017 年底美國政府落實減稅所推動有關(企業因減稅而盈利大升，帶來財富效應；消費者因減稅而

令可用收入增加，刺激零售消費增長)，但減稅所帶來的刺激作用並非無時限(預期只可維持一年左右)。所以，當減稅效應逐漸消失後，經濟增長從高位回落亦是很正常的事情。二、在中美貿易紛爭持續下，由於美國有 1,100 億美元出口貨品被中國開徵關稅，相關產品的銷售自然一定會受到影響；其次，中國亦有 2,500 億美元的出口貨品被美國開徵關稅，不過當中有不少是來自美國企業的，致令這些美國企業的收入和盈利間接亦受到影響；最後，不少美國企業在中國坐擁龐大的銷售市場，如蘋果、星巴克等，中美關係惡化亦會令它們在華的銷售前景蒙上陰影。所以，在中美貿易紛爭持續下，投資者亦預計美國經濟將或多或少會受到影響，令增長動力有所下降。我們預期，2019 年美國經濟增長將會由 2018 年的 3-3.5%，下降至 2-2.5%(如果中美貿易戰不幸出現進一步惡化，美國經濟增長預期有可能進一步下滑至 2%以下)。不過，到目前為止，我們並不認為美國經濟在 2019 年有出現衰退的可能，因為現時美國經濟動力仍然十分穩健，即使在 2019 年會出現一些下滑，但亦不至於會下滑至衰退的境地。

至於中國方面，預期在貿易紛爭的影響下，中國經濟前景仍維持不佳，出口、製造業、以至整體經濟增長，預期都會維持反覆向下的走勢(事實上，不論是製造業、出口或進口，已錄得明顯的下滑、甚至部分已開始錄得倒退或收縮的情況)。雖然，政府已在 2018 年第四季起大力出手去刺激經濟，如進一步降低銀行存款準備金率、指導性降低部分行業或企業的貸款息率、透過其他貨幣政策工具向銀行體系注入更多的流動資金、甚至預示今年將對稅費作出大幅的削減，但相信這些政策只能減慢經濟下滑的速度，並不能 180 度扭轉現時較困難的經濟狀況。

股市：12 月份，美股錄得急跌，跌幅超過-8%，這是美股自 2009 年金融海嘯後最大的單月跌幅。受美股錄得急跌所拖累，環球股市在 12 月份亦錄得下跌，但新興市場的跌幅大幅少於成熟市場的跌幅(此乃近年來少見的情況；可能如我們早前所言，新興市場的跌幅大幅少於成熟市場的跌幅是因為美元見頂不再上升有關)。雖然美股在 12 月份錄得自 2009 年金融海嘯後最大的單月跌幅，但其實

最終跌幅已較月中時少得多，因為在聖誕假期前，美股最多曾下跌達-14%，所以最終的跌幅已較月中時錄得大幅收窄。觸發美股在 12 月份出現急跌的原因有二，一、急跌是由於市場對 2019 年經濟前景突然感到十分擔心有關(擔心的原因來自中美貿易紛爭、聯儲局加息等因素對經濟前景的影響)，擔心 2019 年經濟增長會出現大幅倒退、令企業盈利增長不再。二、近日出現的政治爭吵(針對墨西哥圍牆撥款的爭吵)再次令美國政府出現停止運作的情況，雖然市場理解政府短暫的停擺不會對經濟增長帶來任何嚴重的破壞，但心理上已給與投資者多一個借口去沽出股票，為股市帶來進一步的壓力。受到美股下跌所影響，全球股市在 12 月份亦錄得下跌，歐股跌-5.6%、日股跌-10.4%(日圓上升令日股跌幅擴大)；相對來說，新興市場的跌幅較少，亞股跌-2.9%、新興股市跌-2.9%、港股跌-2.4%。

債市：受到股市下挫、加上市場認為美國聯儲局在 2019 年的加息空間將變得有限所影響，美國國債孳息率錄得明顯回落的情況，美國十年期國債孳息率由 2.98%進一步回落至 2.68%(若從 11 月份的高位計，回落幅度達 0.5%)。事實上，投資者對美國聯儲局加息的預期，從 11 月份起出現了翻天的變化；根據利率期貨市場所反映，市場預期聯儲局在 2019 年的加息步伐，由 11 月時預期有 90% 機率至少加息一次或以上，變成 12 月時預期只有 8% 機率加息一次，接近 0% 機率加息兩次或以上。市場對加息預期出現大幅改變的原因，主要是受到對經濟前景突然轉得悲觀、再加上聯儲局主席和官員們持續轉鴿的言論有關。雖然我們並不認為聯儲局在 2019 年完全沒有加息的機會，但事實上，聯儲局在 2019 年加息的可能性已大大下降，我們認為聯儲局在 2019 年最多只會加息一次。不過，我們不認為美國經濟在 2019 年會出現倒退，所以，我們亦不認為聯儲局在今年有減息的需要(相比之下，現時市場認為有約 30% 的可能性，聯儲局在今年會減息一次或更多)。

基於以上我們對聯儲局政策的預期，我們認為美國十年期國債孳息率將在未來幾個月維持在 2.6%-2.9% 之間，因為未來半年、甚至是未來一年，聯儲局將很大可能維持目標利率不變在 2.25%(所

以債息沒有太大的上升動力，但再跌的空間亦受制於短息處於 2.25%而不會太多)。

歐洲方面，雖然歐洲央行在 12 月份才正式結束了為時近五年的買債計劃，但由於市場認為在未來一年、甚至更長的時間，歐洲央行都沒有加息的條件，所以大部分歐洲國債孳息率都繼續往下走(並維持於極低的水平)；德國 10 年期國債孳息率由 0.31%進一步回落至 0.23%。

不過，利好的情況並沒有發生在企業債身上，由於市場對 2019 年經濟前景感到擔心，所以國債孳息率下跌並沒有為企業債帶來利好作用。相反，由於投資者擔心經濟不佳會影響企業的盈利前景和償債能力，所以，投資者在 12 月份對企業債作出拋售的舉動，令企業債息差被進一步大幅推高(由 4.2%上升至 5.2%)，令債價錄得明顯下跌。不過，這情況正正合乎我們在過去兩年所作的預測，因為過去的息差是偏低、投資價值並不吸引，相反，現時的息差才算合理/吸引。

商品：商品價格指數在 12 月份錄得 5.8%的下跌，主要仍然是受到油價進一步大幅下挫所影響(市場對經濟前景感到擔憂亦是原因之一，因為市場擔心經濟不佳會對商品需求造成打擊)。12 月份，雖然油組和俄羅斯等國家已達成每日減產 120 萬桶的協議，但未有為油價帶來即時的支持，油價在 12 月份只曾錄得很短暫的反彈，但最終還是錄得超過 10%的跌幅。背後令油價進一步大幅的原因，是在油組和俄羅斯等國達成減產協議前，沙特和俄羅斯都出現大幅增產的情況，沙特在 11 月份的每日產量是 1,110 萬桶，比年初的 1,000 萬桶多了 100 萬桶；而俄羅斯在 11 月的每日產量是 1,140 萬桶，比年初的 1,100 萬桶多了 40 萬桶。市場擔心雖然油組和俄羅斯達成了減產協議，但由於在協議達成前它們的產油量都比年初時大幅增加並處於歷史高位，減產對降低石油供應可能比之前的減產需要更長的時間。雖然油價在減產協議達成後仍錄得大跌，但這沒有打擊我們對油價的信心，因為我們相信在利益驅使之下(因為油價大跌會到它們的出口收益、經濟增長、財政收入等造成嚴重的打擊)，油組和俄羅斯對減產的誠意不用置疑，所以它們一定會把減產延長下去，直至能支持油價回升至 60-70 美元為止。至於貿易戰對商品需求所帶來的陰影，我們卻沒有那麼樂觀，我們相信貿易紛

爭仍會維持一段時間，確實會對短期的商品需求帶來影響，所以在未來半年，我們認為商品價格表現仍不會理想、甚至有可能再錄得一些跌幅。

組合評論

12 月份，我們的進取型、增長型和平衡型投資組合分別錄得-2.7%、-2.8%和-2.7%的跌幅(年初至今表現分別為下跌-8.1%、-7.0%和-6.7%)。雖然 2018 年全年我們的投資組合錄得明顯的跌幅，但這只是因為環球股市錄得大跌所致(我們在 2018 年全年都把投資組合維持得較保守，已經把跌幅大幅地控制)，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，環球股市指數錄得-8.2%的跌幅(已計入股息收入)、亞洲股市指數更錄得-14.2%的跌幅(已計入股息收入)、而新興市場股市指數亦錄得-14.3%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，美股在 12 月份錄得自 2009 年金融海嘯以來最大的單月跌幅。受美股急跌所拖累，環球其他股市在 12 月份亦錄得明顯下挫，因而令我們投資組合中的股票基金亦錄得損手。成熟市場方面，歐洲股票基金錄得-7.2%的跌幅。新興市場方面，亞洲股票基金錄得-1.5%的跌幅(跌幅比相關指標少得多)、兩隻中國股票基金分別錄得-5.3%和-3.0%的跌幅、東歐股票基金則錄得-3.8%的跌幅。雖然 12 月份美股等成熟市場分別錄得 6-10%的跌幅，但由於我們的投資組合偏向投資較多新興市場(而新興市場在 12 月份所承受的跌幅比成熟市場少)，所以我們投資組合中的股票基金在 12 月份所承受的跌幅亦較歐美等成熟市場少。而且，由於我們在 2018 年一直不看好股市前

景，所以雖然在 2018 年 8 月、10 月和 11 月藉著股市低迷時分別增持了少許股票基金，但我們現時的投資組合仍然是偏向保守、持有貨幣基金和債券基金的比例仍超過 30%，所以 12 月份環球股市大跌對我們所帶來的衝擊亦較小，整體投資組合在 12 月份的下跌幅度只是-2.7%，是美股下跌幅度的 1/3 左右。整個 2018 年，我們的投資組合雖然不敵大市大跌而要錄得負數表現，下跌了-8.1%，但下跌的幅度已比大部分大市指標少得多，如同一時間，環球股市指數跌-8.2%、歐洲股市指數跌-15%、亞洲股市指數跌-14%、香港恒生指數跌-12%、中國 A 股指數跌-27%。展望 2019 年上半年，我們將維持現時較保守的投資策略，因為中美之間的貿易紛爭一日仍存在，對中美經濟、以至全球經濟都會帶來不明朗和壓力，不利於股市爭取表現。我們亦維持年中至今的預期，中美貿易紛爭要能和平結束，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)或企業(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(當然若美股或美國經濟數據下跌，都會成為美國政府降低要求的催化劑)。因為中美貿易紛爭的可預知性太低，我們只能選擇等待時機來臨，一旦中美貿易紛爭正式落幕，我們很大機會把投資組合由現時的保守狀態，再次轉變為正常、甚至是進取的狀態(當然亦視乎當時的股值是否合理、是否吸引)。

債券基金方面：12 月份，出於市場對經濟前景不再樂觀，亦由於市場預期聯儲局在 2019 年再加息的可能性大幅減少(甚至相反有減息的可能)，美國和德國國債的孳息率在 12 月份均錄得大幅下跌。本來，整體債息率下跌應有利於債券投資表現，因為債價和債息是成相反的關係的；不過，整體債息率下跌在 12 月份並未有為新興市場債或企業債帶來上升，因為股市急跌令屬於相對較高風險的新興市場債和企業債均出現受壓的情況，尤其是企業債(股市急跌令投資者風險胃納下降，令資金流出新興市場；股市急跌的部份起因是緣於投資者擔心經濟前景變壞，而若經濟前景變壞，企業的盈利狀況將受影響，有可能令它們的破產風險增加)。因為以上的原因，我們所投資的債券基金在 12 月

亦錄得-0.7%的跌幅(因為基金以投資新興市場債為主)。如上月所言，我們認為以中長綫計，現時新興市場債價格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(我們所持有的債券基金雖然都是以投資新興市場債為主，但年初至今卻只錄得-0.6%的跌幅[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對沖和外幣買賣，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 8.0%(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 2-3%，我們很大可能在組合中加入一隻純新興市場債基金，作為組合中債券投資的一部分。

商品基金方面：12 月份，我們所選取的兩隻商品基金分別錄得-5.1%和-7.1%的跌幅。如上文所述，商品基金在 12 月份錄得下跌，是由於受到股市急跌、加上市場擔心中美貿易紛爭持續會繼續對商品需求帶來不利的影響有關。油價繼續是 12 月份商品下跌的主要元兇，繼 11 月份錄得 22%的跌幅後，油價在 12 月份錄得再多 10%的跌幅。不過，我們認為油價近日的急挫已過度，因為油組和非油組在 12 月初已達成減產的協議，同意合共每日減產 120 萬桶石油，預期這將可舒緩過去幾個月石油供應過多而令油價急挫的壓力。雖然部分市場人士質疑油組和俄羅斯對履行減產的決心，但我們認為在利益的驅使下，沙特和俄羅斯必定履行減產，以支持油價不致再進一步大跌(因為油價大跌不利它們的經濟、更不利它們的政府財政收入)。當然，如早前所言，商品前景在未來幾個月仍然充斥著不明朗、下滑的風險仍然大，因為一日中美貿易紛爭持續，都會為商品投資帶來持續的不明朗。中美之間在互徵關稅下(合共 3,600 億美元貨品受到影響)，已開始打擊全球經濟增長、以至全球對商品的需求，這將繼續成為商品價格表現不佳的主因。所以，雖然我們長綫看好商品，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(相比之下，油價可能表現得較突出，並很可能出現短期反彈[因為油價在過去兩個月大跌了 1/3，加上壞消息應已盡出]，這也解釋了為甚麼我們會在 11 月下旬決定少量買入能源基金，因為 50 美元的油價已有些偏低，值得買入博取 6-12 個月的短線反彈)。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較長線持有的態度(除了 11 月時增持那部分)，自我們 2015 年買入商品基金到現在，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而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，商品價格應可繼續維持中長綫反覆向上的走勢。

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