



2019 年 7 月

市場評論

環球經濟前景：過去一個月，“環球各國央行是否快將轉趨進取地減息”，成為環球金融市場的主要焦點。七月份，市場不但期待美國聯儲局會在七月份的議息會議上減息(這是美國自 2008 年金融海嘯後首次減息)、部分市場人士更期望聯儲局在今次議息會議上減息不止於大部分市場人士所預期的 0.25%，而是更大幅度的減息 0.5%(而且，亦期望聯儲局在議息會議中會提出往後日子聯儲局將繼續大幅減息)。除此之外，市場亦開始對歐洲央行推行大幅減息出現了巨大的期望(因為和美國比較，歐元區經濟情況差得多、絕對有需要大幅減息去維持經濟不出現衰退)。

不過，市場對央行將大幅減息的期望未有在七月份的議息會議中得到美國聯儲局和歐洲央行的“祝福”。首先，歐洲央行在七月二十五日完成了例行的議息會議，雖然議息後的聲明提出若中期通脹前景出現持續下跌(並進一步偏離央行目標)，歐洲央行將會果斷地行動(歐洲央行會採用一切合適的工具，去保證通脹回歸目標的水平)。歐洲央行發出以上的聲明，很明顯向市場預示歐洲央行已為減息作好準備，本來應能滿足市場對歐洲央行日後作出減息的期望；不過，由於歐洲央行行長德拉吉

在議息會議後的記者會中，發出的言論未及市場所期望般鴿派，頓時令市場對歐洲央行減息的前景由十分樂觀、轉而變回一般的樂觀(不過，整體仍然是樂觀的；但就令部分對減息十分樂觀的市場人士感到失望)。因此，作為歐元區指標的德國十年期國債息率在七月份仍是錄得下跌，由六月底的-0.32%下跌至七月底的-0.44%。

同樣的情況亦發生在美國聯儲局身上。七月三十一日，美國聯儲局在議息會議後如市場預期一樣宣佈減息(減息幅度為 0.25%，和大部分市場人士所預期的一樣)。不過，聯儲局主席鮑威爾在記者會中所發出的言論，並未及市場所期望般鴿派，因為鮑威爾多次作出強調，聯儲局今次決定減息，並非因為聯儲局認為美國經濟出了甚麼大問題(聯儲局認為現時美國經濟增長仍然不錯，而且聯儲局不見得經濟有任何潛在的泡沫風險)；聯儲局今次決定減息是出於風險管理的需要，聯儲局鑑於環球經濟不景(擔心環球其他國家經濟不景會最終波及到美國)、貿易紛爭(美中之間、美國和其他國家之間)、以至通脹較長時間低於央行目標，才決定透過減息去平衡當中在日後有可能出現的風險。其中最令市場人士感到失望的，是鮑威爾被記者問到今次聯儲局減息是否代表聯儲局在日後一連串減息的開始？對此問題，鮑威爾即時作出否定，並強調今次減息只是聯儲局根據現時的市場環境所作出的風險管理手段，他重申到目前為止，聯儲局沒有為日後是否需要再減息作出決定，日後息口需要如何變動(可以是減息、但亦可以是加息)，仍是根據經濟數據而定。鮑威爾的言論令市場感到擔心，擔憂聯儲局日後的減息幅度，可能不及市場所預期的多。

不過，不管美國聯儲局或歐洲央行，日後作出大幅減息與否；以年初至今環球經濟數據的走勢去分析，環球經濟前景仍然維持不許樂觀，因為環球各地主要經濟體的製造業指數走向，均反映環球經濟將很大機會在未來半年至一年持續現時走弱的情況。舉行來說，歐元區、中國、日本、英國、加拿大等的製造業指數都在今年跌穿 50，反映它們的製造業正面對收縮的威脅。

相信導致環球經濟走弱，其中一個主要原因，絕對和環球正發生不同程度的貿易紛爭有關。除了中

美之間發生貿易磨擦外，美國和加拿大、墨西哥、歐盟、日本、印度等，都曾/正出現不同規模的貿易衝突。近日，亞洲區的日本和南韓，亦因政治爭拗而向對方作出貿易的限制。環球不同國家之間的貿易紛爭不但影響各國的出口行業，更因貿易紛爭所產生的不明朗因素，影響到個人消費和企業投資的意慾。所以，若環球貿易紛爭持續、甚至進一步惡化，環球經濟受損的程度將會進一步加劇，環球經濟面對衰退出現的風險將會進一步增加。

至於中美貿易衝突的最新進展，在七月份未有出現甚麼特別大的變化。自六月底的中美元首會面後，市場普遍對中美貿易談判再次展現出樂觀的期望。不過，整個七月份，中美政府都維持著觀望的態度，未有為解決雙方之間的貿易衝突踏出進取的一步(在六月底中美元首會面後，中美高級官員在七月底才重啟第一次的面對面貿易談判，但談判只舉行了兩天，而且會面後亦未能為貿易談判帶來任何的實質進展；而且，中美雙方亦未有對達成貿易協議展現出任何急切性，甚至把下一次舉行面對面貿易談判的日子定在一個月之後的九月份)。不過，再壞的也不及特朗普在八月一日所作出令市場也感到意外的決定。八月一日，就在完成中美面對面貿易談判後的一日，特朗普突然宣佈因不滿中國政府在貿易談判上的進度，威脅自今年九月一日起向中國再多三千億美元的貨品開徵 10% 的新關稅(特朗普進一步威脅，如果他對貿易談判進度維持不滿，他可以隨時對關稅率加碼)。消息一出，市場即時跌入冰點(擔憂中美貿易戰將因此而錄得進一步的惡化)，不但環球股市錄得大跌、市場避險情緒急升、市場更大幅下調今明兩年經濟前景預測、並預期環球央行將更快、更大幅度地加大寬鬆力度。

股市：七月份，環球股市錄得先升後跌的情況。七月上旬，環球股市延續著六月份急速反彈的氣勢，繼續依靠著預期美國聯儲局快將減息、樂觀地預期中美貿易談判可因中美元首會面後得到突破 (及後，市場進一步借助預期歐洲央行亦快將減息、市場流傳美國政府有可能放生華為等消息而繼續炒上)。不過，如上文所言，在七月下旬，由於歐洲央行和美國聯儲局在舉行議息會議後央行行長所發

出的言論都未能滿足市場對央行鴿派的預期，市場對歐美央行在今年內將會大幅減息的預期有所降溫，因而，在年初至今一直推動股市大升的減息預期稍為失溫下，股市亦因此受影響而錄得一定程度的回吐。七月份，成熟市場方面，美國股市最終錄得 1% 的升幅、歐洲股市錄得 0.3% 的升幅、日本股市錄得 1.2% 的升幅；新興市場方面，由於受到美元上升所打擊，新興市場在七月份的表現大幅落後於成熟市場(亞洲股市錄得-2.2% 的跌幅、新興市場指數錄得-1.7% 的跌幅、香港恒生指數錄得-2.7% 的跌幅)。

債市：七月份，環球兩大國債指標錄得分歧的走勢，美國十年期國債息率在七月份錄得持平，但德國十年期國債息率在七月份就錄得進一步的下跌。雖然兩者在七月份錄得不同的走勢，但相同的是，不論是歐洲央行或美國聯儲局，由於央行行長在議息會議後都發出不及市場預期般鴿派的言論，所以在議息會後，市場均對它們在今年內的減息預期有所降溫。但不同的是，歐元區債息在七月份錄得進一步下跌，是由於歐元區經濟不景氣是鐵一般的事實，不管歐洲央行心底裏想不想減息，市場相信到最後，歐洲央行還是要面對現實，用大幅減息去刺激經濟、避免經濟最終出現衰退。所以，市場還是十分相信到今年年底，歐洲央行推行大幅減息的可能性仍然是很大的。至於美國債息在七月份錄得持平，是因為現時美國的經濟情況比歐元區的理想得多，所以，如果聯儲局內部認為不需要急於減息的話，聯儲局確實有條件、亦有空間可以推遲、甚至不作減息的行動，變相聯儲局主席在議息會議後所發出的言論，確實令部分市場人士打消了對今年底聯儲局會大幅減息的想法(我們認同美國聯儲局在今年減息的幅度，應該不會太多，因為美國經濟雖然已經出現了從高位回落的先兆，但現時距離談經濟出現衰退還很遠呢！所以，聯儲局確實沒有急切性要在今年內大幅減息去刺激經濟)。

至於其他債券投資，新興市場債在受到整體債息下跌所刺激下，在七月份進一步錄得 1% 的升幅(不過，新興市場債自年初至今已錄得頗大的升幅、再加上我們預期美元在短期內有持續上升的可能，

這將對新興市場資產[包括新興市場債]帶來負面影響；所以，我們預期到年底，新興市場債未必能有再太多的上升空間)。另一方面，企業債在七月份普遍錄得下跌，因為市場擔心若環球經濟前景持續轉差，這將對企業的還款能力造成影響，有可能令企業債的違約率增加。

商品：七月份，商品價格指數錄得-0.8%的跌幅，主要是受到農產品價格下跌所拖累(七月份，農產品分類指數下跌了 4%；但能源分類指數上升了 0.3%、金屬分類指數上升了 1.9%)。展望今年餘下時間，我們對商品市場前景維持審慎的看法，因為在環球貿易紛爭持續、環球經濟增長動力持續減弱下，市場對商品的需求將面對明顯的壓力，令商品投資要交出好表現的難度極高(雖然年初至今，商品價格指數錄得 7.1%的升幅，但這只是因為上年年底商品價格錄得大跌，令基數降低所致)。

組合評論

7 月份，我們的進取型、增長型和平衡型投資組合未有出現太大的變化，分別錄得-0.3%、-0.1%和 0%。年初至今，我們的進取型、增長型和平衡型投資組合的累積表現分別是 10.3%、9.4%和 9.2%，雖然今年我們投資組合的表現比部分股市指數低，但一來是由於我們非 100%投資在股票基金(所以當中的風險亦不如大部分股市指數高)、二來我們的表現已比亞洲股市指數、新興市場股市指數等高。最後，如上月一樣，我們認為在環球經濟前景維持不佳、貿易紛爭所帶來的不明朗環境持續下，年初至今股市的升幅已經過度(或現時股市的回報風險比率並不吸引)，所以我們認為需要保持相對較保守的投資分佈，寧願少賺以防股市一旦回調需承受巨大的下跌風險。

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 40-45%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、25-30%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：七月份，我們所持有的股票基金錄得升跌不一的表現。成熟市場方面，歐洲股票基金錄得-3.2%的跌幅(主要是受歐元匯價下跌所影響，七月份，歐元兌美元下跌-2.6%)；環球股票基金則錄得 0.7%的升幅。新興市場方面，亞洲股票基金錄得-0.6%的跌幅(但跌幅已比市場指標少得多)、兩隻中國股票基金分別錄得 2.7%的升幅和持平(兩者表現均大幅優於市場指標)、東歐股票基金則錄得-0.3%的跌幅(同樣地，跌幅已比市場指標少得多)。整體而言，我們所持有的股票基金，在七月份的表現大部分均優於市場指標，令我們有效地限制了七月份所錄得的損失。除此之外，我們早前在投資組合中故意調低股票基金投資的比重，亦在七月份波動的市況中發揮了應有的作用，令我們投資組合的表現變得比市場指標更平穩(我們相信早前在投資組合中故意調低股票基金投資比重的決定，其好處將在八月份更能突顯出來，因為我們相信在特朗普突然宣佈威脅向中國加大關稅下，中美貿易衝突的不明朗因素將再次變得突出，令八月份環球股市的表現將變得更波動、為股市帶來更大的下調壓力)。當然，如果環球股市在八月份真的因中美貿易衝突惡化而錄得大幅的下調，我們有可能把投資組合中部分的現金，轉換至下跌得比較多的股票基金上(因為我們等待市場出現調整、並浮現低位買貨的機會，已有近半年的時間了)。

債券基金方面：七月份，受惠於新興市場債整體錄得上升、再加上歐元錄得明顯的貶值(因基金持有不少歐元的短倉)，我們所持有的債券基金錄得 1.6%的升幅。年初至今，基金錄得 4.6%的升幅，雖然表現不及一般的新興市場債券基金，但這只是由於基金作出大量的利率對沖，所以在今年未能百分之百享受指標利率下跌所帶來的好處(當然，有失亦有得，若日後市場受利率波動所影響而出現下跌，相信這基金所受到的損害亦會較少)。

商品基金方面：七月份，我們所持有的商品基金錄得-1.7%的跌幅。年初至今，基金錄得 12.1%的升幅(當然，如上文所言，這部分和上年年底商品價格錄得大跌，令基數降低有關)。由於我們預期中美貿易衝突不易在短期內得到解決，因此我們並不認為商品在短線有很吸引的投資價值。不過，我

們仍會把投資組合的約 10%投放在商品基金上，但這是作為一個比較長線的投資部署(因為若以過去十年、過去廿年的平均價計，現時的商品價格實屬偏低，即使短線前景並不太理想，但仍值得我們在現時作出中長線的吸納[特別是在定期投資上])。

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