



2019 年 10 月

市場評論

環球經濟前景：踏入 10 月份，環球經濟前景出現了一絲曙光的希望。這希望主要來自中美貿易談判有可能達成首初階段的貿易協議。在 10 月初，自今年 8 月美國總統特朗普宣佈向中國 3,000 億美元貨品加徵關稅後，中美政府首次舉行另一次部長級貿易談判。雖然在貿易談判舉行之前，市場普遍對這次貿易談判不存在任何的期望，因為特朗普一早已喊話不會降低對中國的要求、而中國政府亦為這次談判設下框架、不會和美國談及產業改革政策或政府補貼政策等議題。

不過，可能是由於市場對這次談判沒有存在太多的期望，反而在談判結束後市場對談判結果感到驚喜。在談判結束後不久，市場已傳出中美政府願意先協商和達成一小部分的貿易協議。之後，市場更傳出中美政府有可能在今年 11 月簽訂首初階段貿易協議，內容有可能包括：中國方面，中國政府承諾向美國買入金額約 500-600 億美元的農產品、中國政府承諾向美國金融公司開放金融業市場、並承諾停止向人民幣作出市場干預；而美國方面，美國政府願意暫緩原本打算在 12 月中向中國 1,000 多億美元產品開徵的 15% 關稅、亦有可能考慮把中國在美國的匯率操控國名單中剔除。

若果中美之間真的能達成貿易協議並解除雙方在貿易上的爭執，這對環球經濟來說將會是一個天大的喜訊，因為在過去的一年多，環球經濟增長之所以出現明顯的放緩，很大程度和中美貿易衝突所造成的不明朗(影響企業投資和民眾消費)、以至環球貿易減少有關。如果中美貿易關係能重回正軌，受幫助的將不只是中國和美國的經濟、還包括環球不同國家的經濟，如歐元區、日本、和不少新興國家。

不過，到目前為止，我們對中美能達成全面貿易協議並解決兩者之間的衝突，我們並沒有持太樂觀的想法。首先，我們並沒有如市場現時般十分的樂觀，認為中美首初階段的貿易協議，一定可以在今年 11 月落實並簽訂。因為即使只是首初階段的貿易協議，中美政府之間仍然有不少的地方需要進行討價還價，正式協議的文本到目前為止還未完全被敲定。而且，在討價還價的過程中，中美政府隨時可以再次發生衝突，令簽訂協議的預期隨時成為泡影。

其次，更重要的是，即使中美政府能落實並簽訂首初階段貿易協議，也不代表中美之間的貿易矛盾，可因此而得到改善、甚至是完全解決。因為首初階段的貿易協議相信只會涉及一些比較簡單的議題，如中國增加進口美國貨品數目、中國承諾開放一些在早前已承諾會開放的市場(如金融業，中國政府早在今年初已宣佈，會在 2020 年開始逐步開放不同的金融行業)。但一些核心和雙方一直爭持不下的議題，如美國要求中國開放更多、甚至大部分的市場、要求中國政府停止向國有企業作出補貼等，我們認為不會因為中美政府簽訂了首初階段貿易協議而出現任何根本性的改善。而且，到目前為止，我們不認為美國政府/特朗普有需要/可能主動降低向中國政府所提出的要求，以尋求和中國達成全面的貿易協議。因為年初至今，美國經濟增長雖然亦有放緩的情況，但整體增長情況仍然維持不錯的水平、其次，美國股市現時正處於歷史高位，兩者(經濟和股市)都沒有為美國政府/特朗普要加快達成貿易協議造成壓力。另一方面，我們亦不認為中國政府在核心爭議上，會突然轉軌而向美國政府作出更大幅度的讓步，因為對於中國政府來說，若中國要滿足美國在開放市場和停止向國有企業

作出補貼等的要求，都有可能對經濟、社會、以至政府管治帶來不穩、甚至是危機。所以，即使中美雙方最終能簽訂首初階段貿易協議，相信亦只能為中美雙方的貿易衝突帶來短暫的停火而已。

中美貿易談判以外，環球經濟情況仍然維持疲弱的狀況。10月份，中國政府公佈了今年第三季度的經濟增長，增長率為6%，不但進一步低於今年第二季度的6.2%，亦低於市場所預期的6.1%、其他的經濟數據，如工業生產、製造業指數等，亦繼續反映中國經濟增長速度有持續放緩的情況。歐元區方面，經濟情況更不見得理想。歐元區製造業指數繼續錄得大幅低於50，反映製造業收縮的情況明顯、工業生產在8月份錄得2.8%的按年倒退，這已經是連續第十個月錄得按年倒退的情況。美國方面，雖然不少經濟數據仍反映美國經濟增長仍維持在不錯的水平，但美國的製造業指數在最近都開始錄得低於50的情況，反映製造業有出現收縮/將出現收縮的風險。

最後，央行方面，美國聯儲局和歐洲央行在10月份都有舉行議息會議。聯儲局在議息會議後，如市場大部分人士所預期一樣，宣佈再次減息0.25%(把目標利率進一步降至1.5%)。但不論是聯儲局所發出的議息聲明、甚至是聯儲局主席鮑威爾的言論，都有意無意間向市場傳達一個訊息，聯儲局很大機會在今次宣佈減息後，會在未來一段時間暫停減息行動，因為聯儲局有可能認為經過過去三次減息後，聯儲局已為經濟買夠足夠多的保險(因為過去三次減息，聯儲局都解釋減息的主要原因，是為日後美國有可能出現的經濟風險買定保險)。至於歐洲央行，在10月份的議息會議中未有作出更多的減息行動，維持目標利率在-0.5%水平不變。對於歐洲央行，雖然現時歐元區的經濟環境極需要歐洲央行進一步放寬貨幣政策去刺激，但歐洲央行亦要面對不少的困難，如歐洲央行若要進一步減息，可能要面對更多成員國的反對聲音；其次，現時歐洲央行的目標利率已降至-0.5%，進一步降息對經濟的額外刺激作用，亦開始受到越來越多市場人士所質疑。

股市：正正因為市場期待中美快將達成貿易協議(即使只是首初階段的貿易協議)、並有可能大幅度地舒緩早前中美之間出現緊張和嚴重對立的貿易關係，所以，環球股市在10月份進一步錄得明顯的回

升/上升。10 月份，成熟市場方面，美國股市錄得 2.1% 的升幅、歐洲股市錄得 0.8% 的升幅、日本股市錄得 5.3% 的升幅；新興市場方面，亞洲股市錄得 4.5% 的升幅、新興股市錄得 4.2% 的升幅、香港股市錄得 3.2% 的升幅。在 9 月份和 10 月份，環球股市已連續上升/回升了超過 4%，不少股市亦再次觸及今年、以至歷史高位。不過，如上文所言，從環球經濟數據所反映，環球經濟動力仍然維持疲弱、而經濟前景在短期內亦不見得有出現明顯好轉的跡象。另一方面，雖然中美貿易談判好像將出現良好的轉機，但我們對此並不抱十分樂觀的期望，因為一來首初階段貿易協議未必一定能成功簽署、二來，即使首初階段貿易協議最終能成功簽署，也不代表中美的貿易衝突可因此而得到完滿的解決。我們相信中美再次發生貿易衝突的機會仍高，股市近日的上升很大機會是再次錯估中美貿易紛爭的形勢(如今年的 4 月和 7 月份)。所以，我們建議投資者若在早前股市下挫時有買入股票投資的話，現時是一個不錯的時間去把這些已上升不少的股票投資賣出先行獲利，從而等待下一次股市調整時才再伺機買入。

債市：10 月份，環球主要國家債券孳息率均繼 9 月份錄得回升後再次錄得進一步的回升。美德等國債息率回升，主要是受到環球股市回升、市場認為中美貿易談判快將達成首初階段的協議，令市場避險需求減少，令部分資金流出債市、再加上美國聯儲局在 10 月份議息會議後向市場發出暗示，指聯儲局有可能在今年底、甚至是下年初先暫停減息，以待聯儲局觀察經濟更詳細的變化後，才再決定日後貨幣政策的走向。受以上因素所影響，美國十年期國債孳息率由 1.66% 回升至 1.69%；德國十年期國債孳息率由 -0.57% 回升至 -0.4%。我們相信，美德等發達國家國債孳息率的短期走勢，將很大程度取決於中美貿易談判的最新進展。因為過去兩個月，支持債息回升背後的因素，大部分均來自市場對中美貿易談判快將達成協議的預期。所以，如果中美真的能在 11 月份簽訂貿易協議(即使只是初階的協議)，市場氣氛將進一步受刺激，相信市場的避險需求將會進一步下降，債息自然會進一步錄得回升；相反，如果中美貿易衝突再現，市場現時樂觀的情緒將會再次消散、市場的避險

需求將會再次回升，債息自然會出現轉升為跌(如上文所言，我們認為後者發生的可能性較大)。新興市場債方面，在 10 月份未有錄得太大的變化，10 月份錄得 0.17%的輕微上升。企業債方面，企業債息差經過在 9 月份的下跌後，在 10 月份錄得極輕微的回升(現時，企業債息差處於 4%左右的水平)。和 2017 年和 2018 年相比，企業債息差現時處於 4%的水平，已較 2017 年和 2018 年的 3%-3.5% 高得多。但我們認為 4%的水平仍未能算吸引，因為和 2017 年和 2018 年相比，今年環球經濟的情況明顯較 2017 年和 2018 年的差，所以企業的盈利前景和財務質素亦較 2017 年和 2018 年差(變相企業整體的違約風險亦有所增加)。所以，我們認為企業債息差要上升至 4.5%-5%才會令企業債的投資價值變得吸引。

商品：繼 9 月份後，商品價格指數在 10 月份繼續錄得上升，升 2.3%。商品三大分類指數當中，能源分類指數升 1.8%、金屬分類指數升 3.1%、農產品分類指數升 2.3%(三者均錄得上升)。商品價格指數在 10 月份錄得上升，相信很大程度是繼續受到市場預期中美快將簽訂首初階段貿易協議所刺激(因為若中美能簽訂首初階段貿易協議，市場認為這將可對環球經濟增長前景帶來好轉；其次，在首初階段貿易協議中，市場傳出中國將承諾向美國購入 500-600 億美元農產品，金額是中美貿易戰開打前中國買入美國農產品數目的兩倍左右，消息刺激部分農產品價格錄得上升。

和股市或債市一樣，我們認為商品價格在短期內的走勢很大程度將受中美貿易談判的最新進展所影響。因為在剛過去的 9 月和 10 月份，商品價格之所以錄得回升，很大程度是由於市場預期中美快將簽訂首初階段貿易協議，令市場認為這將有助於改善經濟增長前景、以至環球市場對商品的需求。

組合評論

10 月份，我們的進取型、增長型和平衡型投資組合都能跟隨整體大市上升而錄得上升，分別錄得升幅為 2.9%、2.6%和 2.3%。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

12.4%、10.9%和 10.0%，雖然年初至今我們投資組合的升幅比部分股市指數低，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，如過去幾個月一樣，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(等待股市回調後才主動出擊)，寧願少賺以防股市一旦回調需承受巨大的下跌風險。

現時，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 35-40%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：10 月份，受惠於環球股市錄得進一步的上升，我們所持有的股票基金亦錄得全面的上升。成熟市場方面，歐洲股票基金錄得 6.0%的升幅(表現大幅優於市場指標)；環球股票基金錄得 2.4%的升幅(表現優於市場指標)。新興市場方面，亞洲股票基金錄得 6.6%的升幅(表現大幅優於市場指標)、兩隻中國股票基金分別錄得 6.0%和 6.2%的升幅(兩者表現均大幅優於市場指標)、東歐股票基金則錄得 4.1%的升幅。受到市場樂觀預期中美快將簽訂首初階段貿易協議、並有可能大幅改善兩者之間的貿易關係，環球股市在過去兩個月受到刺激而錄得大幅的回升(從 8 月份的股市調整下)。我們在 8 月份股市調整時買入的股票基金，在過去一個多月已上升了 10% 有多，所以，若股市持續錄得上升，我們打算在 11 月初時把這些在 8 月份買入的股票基金賣出先行獲利，並把投資組合中股票基金的比例再次調整至較低的水平(因為我們對中美貿易談判前景並不如市場現時所期望的樂觀；其次，環球經濟動力在過去兩個月並沒有錄得任何的改善，不少經濟數據仍然反映經濟持續錄得疲弱的走勢)。

債券基金方面：10 月份，我們所持有的債券基金錄得-0.2%的下跌(但變化未算太大)。

商品基金方面：10 月份，我們所持有的商品基金只錄得 0.3%的升幅，表現略為有點令人失望(但年初至今，基金錄得超過 11%的升幅，表現比大部分同類型基金理想)。展望未來 6-12 個月，我們維持對商品不抱太樂觀的預測，因為我們對中美貿易談判不抱太樂觀的期望，預期中美貿易紛爭持續下，環球經濟動力將繼續受到影響、從而令環球商品需求亦受到影響。不過，和早前的想法一樣，我們仍把投資組合的約 10%投放在商品基金上，這主要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(計算入通脹後)，現時的商品價格實屬偏低，即使短線前景可能並不太理想、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