



2019 年 11 月

市場評論

環球經濟前景：11 月份，環球經濟繼續受到中美貿易戰所帶來的不明朗和負面因素所影響。歐元區、中國等全球經濟大國(地區)，它們的經濟數據繼續反映經濟疲弱的情況。舉例來說，在 11 月份，歐元區製造業指數繼續錄得大幅低於 50，反映製造業繼續維持收縮的狀態、工業生產亦錄得按年 1.7% 的倒退；至於中國，經濟情況亦不見得比歐元區好得多，中國出口錄得按年 0.9% 的倒退(雖然倒退的幅度已比早前有所改善)、工業生產按年增速進一步下滑至 4.7% 的多年(近二十年)低位、製造業指數雖然錄得反彈並重回 50 以上，但錄得的數字只是 50.2，日後再次跌破 50 的可能性並不低、兩個原本指望可支持經濟增長的引擎(內部消費和投資)亦繼續錄得令人失望的增長速度，零售銷售按年只有 7.2% 的增長，而年初至今城鎮固定投資按年更只有 5.2% 的增長。所以，展望今年最後一季，中國經濟增長速度跌穿 6%，並非不可能出現的事！

至於美國，大部分經濟數據仍然維持不錯的水平(尤其是就業市場數據)，雖然部分數據已顯示出經濟情況已受到中美貿易衝突一定程度的影響(例如，美國的製造業指數和服務業指數已從 2018 年的高

位大幅下調至現時的約 50 左右，反映製造業和服務業的前景已大大不如 2018 年般強勁)。

展望明年，相信中美貿易談判的變化將繼續成為影響環球經濟的最主要因素之一。對此，如我們早前的報告所提及，我們對中美貿易談判前景並不十分樂觀，因為中美貿易談判在最近雖然好像出現了一些好轉，市場亦期待中美可快將達成首初階段貿易協議，但我們認為中美在一些核心問題上，始終存在著極巨大的分歧和衝突，在現時的經濟和政治環境下，美國和中國都沒有需要、條件或意慾去作出重大的讓步，以促成中美達成貿易協議(美國沒有需要讓步，因為美國經濟仍然維持不錯的增長、而且股市更不斷創出新高，現時根本沒有需要向中國先讓步；至於中國，雖然經濟正受著巨大的傷害[包括出口、製造業、以至整體的經濟增長]，但中國現時沒有條件向美國先讓步，因為美國所要求的，不只是多買點美國貨品，還包括要求中國開放市場、以至對國有企業制度作出徹底的改革，若中國政府按美國的要求去做，這有可能對中國的經濟、社會、以至政治穩定帶來威脅，所以即使中國經濟已明顯受到貿易戰所傷害，但中國政府沒有退讓的可能性和空間)。所以，我們認為即使中美能達成所謂的首初階段貿易協議(但我們認為首初階段貿易協議能否達成，仍是一個疑問)，也不代表中美可完全解決兩者之間存在的貿易矛盾。中美之間的貿易衝突，隨時可在明年再現！

至於其他因素，如英國脫歐鬧劇，我們認為對全球經濟的影響只會是微乎其微，因為我們相信英國脫歐最後不管搞得再爛，受損最多的仍是英國本身，因為英國經濟依賴歐盟、多於歐盟經濟依賴英國(因為英國有一半出口到歐盟，而歐盟只有不多於 20%的出口到英國)；至於歐盟，相信只會受到少許負面影響；至於全球，相信影響更只會是微乎其微，原因是英國的經濟影響力已大不如前，現時英國經濟體積只是全球的 3%左右，任何英國的單一事件都不應令全球經濟出現巨大的震盪。

股市：踏入 11 月份，除了是美股或歐股仍然錄得明顯的升幅之外，環球不少股市已開始出現在高位(在經過 9 月份和 10 月份的急速上升後)上升乏力的情況，因為市場等待中美貿易談判是否能達成協議已有一段時間(市場對中美能簽訂貿易協議的期望，已存在差不多兩個月的時間，由最早期望 11

月份完結前能達成並簽訂協議，到現在開始預期協議未必能在 2019 年內達成)。11 月份，成熟市場錄得相對較好的表現，美國股市升 4.1%、歐洲股市升 2.7%、日本股市升 1.6%；和成熟市場相比，新興市場在 11 月份的表現相對較失色，亞洲股市只錄得 0.2%的升幅、新興市場指數和恒生指數更分別錄得 0.1%和 2%的下跌。

和 10 月份一樣，雖然環球股市整體在 11 月份仍然錄得上升(而不少股市在最近兩至三個月，已錄得 8-10%的升幅)，但在股市最近上升的背後，環球經濟增長前景、以至中美貿易談判前景，都未算有明顯轉好的情況出現。所以，股市上升和經濟情況繼續出現背馳的情況，而且背馳的情況越來越嚴重。我們相信，若股市應該反映經濟情況的話，近日股市的升幅有可能只是過度被市場認為中美可快將達成貿易協議的憧憬所刺激，並沒有完全考慮環球經濟不佳的事實。所以在現水平，我們建議投資者應適量減持股票類的投資比重，以防市場隨時可能出現調整(如今年的 5 月份和 8 月份)。

債市：11 月份，環球主要國家債券孳息率均繼 9 月份和 10 月份後，繼續錄得進一步的回升。孳息率的上升，主要是受到環球股市回升、再加上市場認為中美貿易談判快將達成首初階段協議(雖然在 11 月下旬，市場已開始出現擔心，這個想法未必能成真)，令市場避險需求減少、令部分資金流出債市。11 月份，美國十年期國債孳息率由 1.69%進一步回升至 1.77%、德國十年期國債孳息率由 -0.40%進一步回升至 -0.36%。我們認為在短期內，美德等發達國家國債孳息率的走勢，將很大程度取決於中美貿易談判的最新進展，因為在過去兩個多月，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樂觀預期；所以，如果中美能在短期內落實並簽訂貿易協議(即使只是初階的協議)，預期市場氣氛將可進一步受刺激、市場的避險需求將可進一步錄得下降(債息自然可錄得進一步的回升)。相反，如果中美貿易爭議再現，市場現時樂觀的情緒將一定被打散、市場的避險需求將再次回升(債息自然會錄得轉升為跌)。在兩者比較之下，我們相信後者出現的可能性較高。由於我們對中美貿易談判前景並不感樂觀，我們預期債息在 12 月份或之後時間，再進一步向上

突破的空間並不會太多。相反，我們預期債息從近日高位回落的可能性較大，一來若中美貿易談判出現變數，市場的避險需求隨時會出現回升並令債息回落；二來，即使中美貿易談判能順利達成初階協議，但由於現時聯儲局的目標利率只是 1.5%(雖然美國聯儲局很大機會在未來一季都不會再減息，但短期內出現加息的可能性應該接近零)，所以推動美債息升穿 2%的動力並不足夠；至於歐元區，由於當地經濟動力仍維持十分疲弱，令歐洲央行有再減息的需要(雖然容許歐洲央行可再減息的空间已不多)、再加上歐洲央行在 11 月份起再次啟動買債計畫，所以德債息從現水平錄得下跌的可能性應較從現水平錄得上升的可能性高。新興市場債方面，11 月份未有出現太大的變動，新興市場債指數錄得持平的表現。企業債方面，企業債息差在 11 月份再次錄得收窄的情況，息差由 4.0%收窄至 3.8%。不過，我們維持過去一年多的想法，認為現水平的息差並不吸引，雖然息差已從早年的 3%左右上升至現時的 4%左右，但因為現時的經濟環境亦和早年的情況很不同。以現時的環球經濟情況，息差應該要達至 4.5%或以上才算吸引，因為經濟走弱令企業破產的風險有所上升(風險增加了，自然要更高的回報去補償)。

商品：繼在 9 月份和 10 月份的上升後，商品價格指數在 11 月份錄得下跌，跌 1.2%。商品三大分類指數中，能源分類指數跌 0.7%、金屬分類指數跌 3.6%、而農產品分類指數則錄得持平。石油價格方面，在 11 月份錄得 1.8%的升幅。我們預期油組很大機會在短期內商討延長、甚至加大減產的規模以繼續支持油價，相關消息有可能繼續支持油價走高。不過，我們相信油價仍然受制於中美貿易戰所帶來對石油需求的負面影響、以至美國石油產量持續上升令供應過多等因素，令油價不容易從現水平上破 60 美元大關。展望未來半年，商品價格的走勢相信將和股市或債市一樣，很大程度地受中美貿易談判的最新進展所影響。

組合評論

11 月份，我們的進取型、增長型和平衡型投資組合均能錄得上升，分別錄得升幅為 0.4%、0.4%和 0.4%。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 12.9%、11.4%和 10.5%，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(以增長型計)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，在經過 11 月份兩次減持股票基金後，投資組合的資產分配約為 45-50%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：11 月份，雖然大部分新興市場股市都未能錄得升幅，但由於成熟市場股市仍然錄得上升，再加上我們投資組合中所選取的基金整體而言都比市場指標的做得好，所以我們所持有的股票基金在 11 月份整體總算錄得上升。成熟市場方面，歐洲股票基金錄得 3.8%的升幅(表現優於市場指標)；環球股票基金錄得 1.7%的升幅。新興市場方面，亞洲股票基金錄得 0.7%的跌幅、兩隻中國股票基金分別錄得 1.2%和 0.3%的跌幅(兩者的跌幅均比市場指標的跌幅小)、東歐股票基金則錄得 0.1%的升幅。如上文所言，踏入 11 月下旬，市場普遍已由上升走勢轉為持平、甚至是回落的走勢，因為市場已開始對中美貿易談判是否能在短期內達成協議感到有點擔憂，因為從 9 月底傳出中美重啟貿易談判，以至到 10 月份預期貿易協議可以在 11 月份達成，以至到現在，市場已把簽訂協議的

預期延後至今年年底前、甚至是明年年初。由於在過去兩個多月，環球股市已累積了不少的升幅，所以，我們認為在中美貿易談判前景未必如現時市場所預期般樂觀下，我們決定在 11 月份把部分股票基金賣出，一來是在高位賣出先行獲利；二來是因為我們不希望中美貿易談判一旦落空，會令我們的組合受到過多的打擊。11 月上旬，我們把今年 8 月份在股市下挫時買入的亞洲股票基金和中國股票基金賣出，從 8 月份買入到 11 月上旬，亞洲股票基金和中國股票基金已分別錄得各 11% 的升幅。其次，我們亦在 11 月上旬和下旬分別把 10% 和 20% 的歐洲股票基金賣出，因為年初至今，歐洲股市已錄得頗驚人的升幅，上升幅度超過 20%。我們認為在歐洲經濟持續不景下，歐洲股市在今年的升幅已嚴重偏離經濟的基本情況，所以是一個合適時間減持歐洲股票的投資比重。在 11 月份的兩次減持後，我們投資組合中持有股票基金的比重大約減少了 5-10%，至 35-40%。如往常一樣，我們會靜心等待下一次股市調整的出現，以尋求另一次低位買貨的機會。

債券基金方面：11 月份，我們所持有的債券基金錄得 -0.6% 的跌幅。

商品基金方面：11 月份，我們所持有的商品基金錄得 1.6% 的升幅，表現比商品價格指數的表現好。

展望未來 6-12 個月，我們維持對商品抱不太樂觀的預測，因為我們對中美貿易談判抱不太樂觀的期望，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