



2019 年 12 月

## 市場評論

**環球經濟前景**：2019 年的最後一個月，部分國家的經濟數據錄得反彈，除了有可能是因為受惠於市場認為中美快將簽署貿易協議的樂觀氣氛所帶動外，亦有可能是因為上同期基數已錄得下跌、在基數較低下容易出現反彈的情況。舉例來說，中國的製造業指數、工業生產和零售消費在 11 月份均錄得止跌、甚至是回升的情況。歐元區的製造業指數亦在 11 月份錄得輕微的回升。

如上文所言，部分國家的經濟數據錄得反彈，可能是因為受惠於市場認為中美快將簽署貿易協議的樂觀氣氛所帶動。對於中美貿易關係，我們認為仍然不宜看得太樂觀。因為一來，到 12 月底止，中美還未確定簽署貿易協議的日子；二來，對於首初階段貿易協議，市場所得知的內容並不多(中國有否作出確實的金額承諾，會大幅增購美國的農產品?[這影響協議是否能滿足美國政府/特朗普的要求，影響協議能否為中美貿易關係帶來較持久的緩和]、美國何時會落實向中國 1,100 億美元貨品削減一半的關稅，由原本的 15%減至 7.5%？[這影響中美貿易能否因關稅下調而重回活躍、亦影響中國經濟下行情況能否因關稅下調而錄得改善]、其他的協議有否執行時間表、如何衡量中國是否按時

落實協議[這影響今年中美貿易關係會否因此而再起衝突])；最後，亦是最重要的，是我們認為首初階段貿易協議並沒有觸及一些中美貿易衝突的核心問題，如美國要求中國更大幅度地開放市場、中國政府停止向國有企業提供補貼等，而這些核心問題隨時可以在 2020 年再次挑起中美之間的貿易矛盾和衝突。還有，即使如現時市場的傳言般，美國會在貿易協議簽訂後將現時針對中國 1,100 億美元的關稅由 15% 下調一半至 7.5%，但中國還有 3,600 億美元的貨品在貿易協議簽訂後仍被美國開徵 7.5% 和 25% 的關稅(有 2,500 億美元的貨品被開徵 25% 的關稅、有 1,100 億美元的貨品被開徵 7.5% 的關稅)，所以，關稅對中美經濟的負面影響，並不會因為簽訂貿易協議而出現太大的改善。我們認為踏入 2020 年，環球經濟仍要面對增長持續放慢的威脅，預期經濟增長將繼續放慢的地區和國家包括歐元區、英國、中國和一些新興市場國家(尤其是那些較依靠貿易的)。

**股市：**12 月份，環球股市繼續反映市場對中美快將簽訂首初階段貿易協議所產生的樂觀情緒。除此之外，美元在 12 月份錄得明顯下跌亦令新興市場受惠而在 12 月份錄得比較誇張的升幅。12 月份，成熟市場方面，美國股市錄得 1.8% 的升幅、歐洲股市錄得 2% 的升幅、日本股市錄得 1.6% 的升幅；新興市場方面，亞洲股市錄得 6.5% 的升幅、新興股市錄得 7.3% 的升幅、香港股市錄得 7.0% 的升幅。對於股市在 12 月份、以至過去幾個月的升幅(由 2019 年 10 月至 12 月，美國股市已上升了超過 7%、歐洲股市已上升了超過 6%、亞洲股市已上升了超過 11%)，我們認為已足夠反映中美快將簽訂首初階段貿易協議、甚至是有點過度反映中美簽訂首初階段貿易協議所帶來的利好影響。因為如上文所言，即使中美最終簽訂首初階段貿易協議，中美仍很大機會維持現時向對方開徵的大部分關稅。所以，即使中美最終簽訂首初階段貿易協議，關稅對中美經濟的負面影響，並不會因為簽訂貿易協議而出現太大的改善。預期中國經濟在 2020 年仍會維持疲弱的增長、美國經濟雖然仍會維持強勁，但放慢的情況將會持續(所以，企業盈利不見得會出現非常強勁的好轉)。

至於對 2020 年股市的展望，我們認為現時股市有點偏貴，因為在 2019 年，環球不少股市均錄得頗

大幅度的升幅，令股值變得有點偏貴的情況。舉例來說，美國股市現時的市盈率已達 21.6 倍(比過去十年的平均值 18 倍高得多)、德國和法國股市現時的市盈率亦分別達 24.7 倍和 21 倍(亦比過去十年的平均值高得多)。除了市盈率處於較高水平外，市場對今年企業盈利增長亦抱很高的期望，如預期美國企業盈利有約 15%的增長，預期德國企業盈利有約 40%的增長(如預期一旦落空，相信將對股市帶來不少的調整壓力)。我們認為投資者應繼續採取較保守的投資策略，靜心等待股市回調後才再次主動出擊。

**債市：**在大部分時間下，當股市表現好時，債市表現通常都會不好。在 12 月份，情況就如上文所提及的一樣，由於市場沉醉於中美快將簽訂貿易協議的樂觀氣氛之中，股市升、而債市則錄得下跌(則債息升)。12 月份，美國 10 年期國債孳息率錄得上升，由 1.77%升至 1.92%；德國 10 年期國債孳息率亦錄得上升，由-0.36%升至-0.18%。不過，如我們早前所言，由於美國在 2020 年不見得有加息的可能性、而歐元區甚至有再減息的需要(雖然可以再減息的空間已不多)，所以，美國、以至德國國債孳息率在現水平再進一步上升的空間預期將不會太多(如美債息未必能升穿 2%、德債息未必能升穿 0%)。

至於新興市場債方面，同樣受惠於市場對中美快將簽訂貿易協議所產生的樂觀氣氛、加上美元錄得貶值所刺激，新興市場債在 12 月份錄得不錯的升幅(升 2.2%)。總括整個 2019 年，新興市場債在 2019 年錄得近年少有的好表現，不少新興市場債基金在 2019 年均錄得 10%以上的升幅。不過，由於累積升幅已不少，所以不少新興市場債的債息已回落至不太吸引的水平(雖然和美國和德國國債相比，它們的息率仍然很吸引)，尤其是和它們自己過去十年的走勢所比較(以巴西 10 年期國債為例，現時的債息已跌至 7%以下，大幅低於過去十年平均息率的 11.2%)。至於企業債，同樣受到市場對中美快將簽訂貿易協議所產生的樂觀氣氛所刺激，息差在 12 月份錄得大幅的收窄，由 3.8%跌至 3.3%(3.3%的息差雖然並不是最近幾年最低的水平[因為在 2017 年和 2018 年，息差最低見過 3%])，

但由於現時的經濟前景和 2017 年或 2018 年很不同[現時的經濟前景較 2017 年和 2018 年差]，所以，現時的息差應該較當年要高 1%、甚至更多才較合理。

**商品**：同樣受惠於市場對中美快將簽訂貿易協議所產生的樂觀氣氛所刺激，商品價格在 12 月份錄得十分理想的升幅(升 4.4%)。商品價格在 12 月份除了錄得十分理想的升幅外，而且上升的情況亦十分全面。商品三大分類指數在 12 月份均錄得明顯的升幅，如能源分類指數錄得 8%的升幅、金屬分類指數錄得 3%的升幅、農產品分類指數錄得 4%的升幅。

不過，展望 2020 年，我們對商品維持短綫不太看好的預期，因為環球經濟不景持續，將會繼續打擊商品需求的增長。而且，商品整體供過於求的情況仍然持續(還有待更長的時間去消化)，令商品價格不容易出現大升的情況(如石油價格，現時能維持在 55-60 美元，很大程度和油組+俄羅斯減產有關，若果石油價格上升至 70 美元、甚至更高，油組成員國和俄羅斯必定降低減產目標、甚至停止減產，到時供應再次釋放下，油價想進一步大升根本不太可能。所以，我們預期在 2020 年，商品價格仍很大機會維持在低位徘徊，2020 年仍未是大幅度投資商品的一年。

## 組合評論

12 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 2.8%、2.6%和 2.6%。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 16.1%、14.4%和 13.4%。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(即使中美能如預期般簽訂首初階段的貿易協議)，年初至今股市的升幅已經有點過度(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：**12 月份，受惠於環球股市錄得不錯的升幅，我們投資組合所選取的股票基金亦全面錄得上升，而且升幅亦不少。成熟市場方面，歐洲股票基金錄得 6.8%的升幅(表現大幅優於市場指標)、環球股票基金錄得 3.3%的升幅(表現明顯優於市場指標)。新興市場方面，亞洲股票基金錄得 3.6%的升幅、兩隻中國股票基金分別錄得 7.7%和 4.1%的升幅、東歐股票基金則錄得 6.4%的升幅。如上文所言，我們認為過去幾個月股市所錄得的升幅，已足夠反映中美快將簽訂首初階段貿易協議，甚至是有點過度反映中美簽訂首初階段貿易協議所帶來的利好影響。而且，我們認為現水平股市的股值已有點過貴。還有，投資者對今年企業盈利的升幅亦有點過度樂觀。所以，我們認為股市在現水平的值博率並不吸引，適宜等待股市回調後再作出更進取的買入。另外，對於歐洲股票基金，由於我們認為歐洲股市在 2019 年的升幅已大幅超過基本因素所反映的情況(股市上升了超過 20%，但經濟數據仍然反映經濟增長疲弱、甚至有跌至衰退的風險)，所以，我們打算若歐洲股市再進一步錄得上升，我們會把現時手持的歐洲股票基金賣出、轉到其他地區的股票基金上。

**債券基金方面：**12 月份，我們所持有的債券基金錄得 2.7%的升幅，主要是跟隨整體新興市場債在 12 月份錄得上升的走勢。

**商品基金方面：**12 月份，我們所持有的商品基金錄得 5.0%的升幅，表現再次比商品價格指數的表現好。過去一年，雖然我們維持不太看好商品的短線表現，但由於 2018 年底商品價格正錄得大跌，所以在基數較低之下，商品基金在 2019 年錄得超過 15%的升幅。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關係維持不太樂觀的期望，雖然中美很大機會簽訂首初階段貿易協議，一來貿易協議簽訂後中美雙方仍很大機會維持向對方大徵關稅、關稅對經濟的

負面影響沒有明顯的減少；二來即使中美簽訂首初階段貿易協議，中美之間還會存在不少的貿易矛盾，而這些矛盾隨時可令中美貿易衝突再次燃起。所以，我們預期在 2020 年，環球經濟動力仍會繼續受到不同的貿易紛爭(不止於來自中美貿易的紛爭，還有可能來自美歐、英歐、以至日歐等的貿易紛爭)所影響、從而令環球商品需求繼續受到打擊。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、或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[特別是在定期定額的投資上])。

#### **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](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