

當唯一能確定的是不確定

在 格林斯潘和伯南克在位的年代，我們習慣從美國聯儲局得到明確的訊息，讓投資者就聯儲局的政策(包括其利率及貨幣政策)有所預期，從而對其相關啟示有所前瞻。今天，環球市場仍然希望聯儲局能提供方向性指引，然而隨著耶倫傾向以“資料為本”的決策方式行事，投資者的視野已經變得相當模糊。根據路透社就耶倫於 6 月中公開市場委員會會議後的一個公開演說中的統計，耶倫引用不同的字眼 13 次表達了“不確定”這個情況。而為市場增添不確性的是英國人以 52% 的大多數通過公投支援脫歐的決定，令市場錯愕！大英聯合王國或許已經不再“聯合”，因為此國家從未如此分化過；公投結果令市場極度緊張，因為隨著民粹主義日漸壯大，市場擔心這有可能是歐盟瓦解的開端。環球投資環境在史無前例的低息環境，超低通脹，增長乏力，以及政治風險升溫的錯綜因素影響下，變得極度複雜，故唯一能確定的就是不確定性。

於 6 月 24 日當天，隨著市場透過點票公佈逐步確認英國脫歐的事實，英鎊急速跌至 31 年以來的低位；環球股票市場及油價大幅下挫。惠譽及標準普爾各自將英國的主權評級下調一級及兩級。投資者立即沖入資金避難所，其中包括投資級別債券（尤以主權債券為甚）、貴金屬、日圓、瑞士法郎及美元等。截至本年 6 月 30 日，黃金、白銀和日圓兌美元分別升了 24.3%、35% 及 16.5%；7 大工業國的 10 年期及 30 年期國債收益率更跌至歷史新低，4 個成熟市場的 10 年期國債更已跌入負收益率區間，其中包括日本、德國、瑞士及丹麥。美國 10 年期國債收益率也跌穿 1.5% 關口至 1.471%，並有繼續下調之勢。

一如在過去兩期的「投資內望」所述，我們預計 2016 將會是高波幅、低回報的一年，而日本及歐洲的處境將甚為艱難。此外，亞洲及新興市場之表現將優於成熟市場，但中國則會因經濟進行結構性改革而成為例外。從下列之「表 1」內可見，以半年為結的資料相當大程度已反映了我們年初的預期。大部份新興市場股市回報均較成熟市場為高。我們對亞洲依然看好，因為沒有一個亞洲國家對英國的出口總值超過國內生產總值的 3%，加上亞洲國家於過去 10 年的基本經濟因素已有大幅改善，故英國脫歐對亞洲國家的直接影響應該有限。另外，我們亦曾建議加大投資級別企業債券的比重，以減低投資組合內的風險及波幅。事實上彭博投資級別企業債券指數於 2016 年上半年升幅達 7.5%，而我們仍然認為於市場動盪時調高此資產類別是謹慎的投資方法。令我們詫異的是，英國脫歐這個黑天鵝事件的出現以及隨之而來的金價大升。雖然環球並無通脹壓力，但在各央行持續貨幣寬鬆、低/負利率的投資環境、政治及股市風險升溫的大環境下，金價繼續上揚也不足為奇。然而，投資者應留意金價已處於兩年高位，若考慮增持，應極其小心。至於貨幣方面，「避險貨幣」有著明顯的原因維持強勢，並因匯率的相對性對其他貨幣做成壓力，而其中不言而喻的當然包括人民幣、歐元及英鎊。

英國脫歐是一個過程，而非單純一事件。有資料顯示相關風險已逐步浮現，而得來不易的環球經濟成長將面對縮減。在全球一體化的背景下，加上無法預計的政治風險，其漣漪效應連最資深的政客及經濟學家都難以預測。在這負利率、低通脹的大環境下，調高現金比重未嘗不是一個進可攻、退可守的防禦策略。



表 1: 環球股市表現

	2016 年第 2 季回報		2016 年年初至今回報	
	當地貨幣	以美元計算	當地貨幣	以美元計算
美國道瓊斯工業平均指數	2.07%	2.07%	4.31%	4.31%
歐洲 STOXX 50 指數	-1.90%	-4.56%	-9.41%	-7.69%
歐洲 STOXX 600 指數	-0.39%	-3.09%	-7.34%	-5.58%
德國 DAX 指數	-2.86%	-5.49%	-9.89%	-8.56%
巴黎 CAC 指數	-0.66%	-3.35%	-5.74%	-3.94%
日本日經 225 指數	-6.95%	1.44%	-17.38%	-3.43%
香港恒生指數	2.39%	2.35%	-2.46%	-2.58%
香港國企指數	0.35%	0.30%	-6.46%	-6.57%
上證指數	-1.64%	-4.62%	-16.50%	-18.60%
中國滬深 300 指數	-1.08%	-4.08%	-14.65%	-16.80%
新加坡海峽時報指數	1.49%	1.33%	0.25%	5.31%
南韓 KOSPI 指數	-1.27%	-2.12%	0.47%	2.74%
臺灣加權指數	0.18%	0.13%	5.07%	7.38%
印度 SENSEX 指數	7.18%	4.99%	4.38%	2.38%
印尼雅加達指數	5.00%	4.51%	10.96%	16.74%
曼谷 SET 指數	3.83%	3.75%	14.61%	17.64%
俄羅斯 RTS 指數	7.18%	7.18%	24.24%	24.24%
巴西 IBOVESPA 指數	2.94%	15.19%	18.86%	47.61%
S&P 泛阿拉伯指數	2.34%	2.34%	-1.05%	-1.05%
MSCI 環球指數	1.20%	1.20%	1.02%	1.02%

資料來源：彭博（截至 2016 年 6 月 30 日）

表 2: 主要貨幣表現(以美元計算)

	2016 年第 2 季變幅	2016 年年初至今變幅
	以美元計算	以美元計算
歐元	-2.41%	2.25%
英鎊	-7.31%	-9.67%
日圓	9.08%	16.49%
港元	-0.02%	-0.11%
人民幣	-2.92%	-2.32%
澳元	-2.69%	2.26%
紐西蘭元	3.26%	4.44%
新加坡元	0.09%	5.29%
韓圓	-0.72%	1.80%
新臺幣	-0.15%	2.01%
印度盧比	-1.89%	-2.03%
印尼盾	0.30%	4.30%
泰銖	0.13%	2.69%
俄羅斯盧布	4.82%	15.05%
巴西雷亞爾	11.83%	23.39%

資料來源：彭博（截至 2016 年 6 月 30 日）

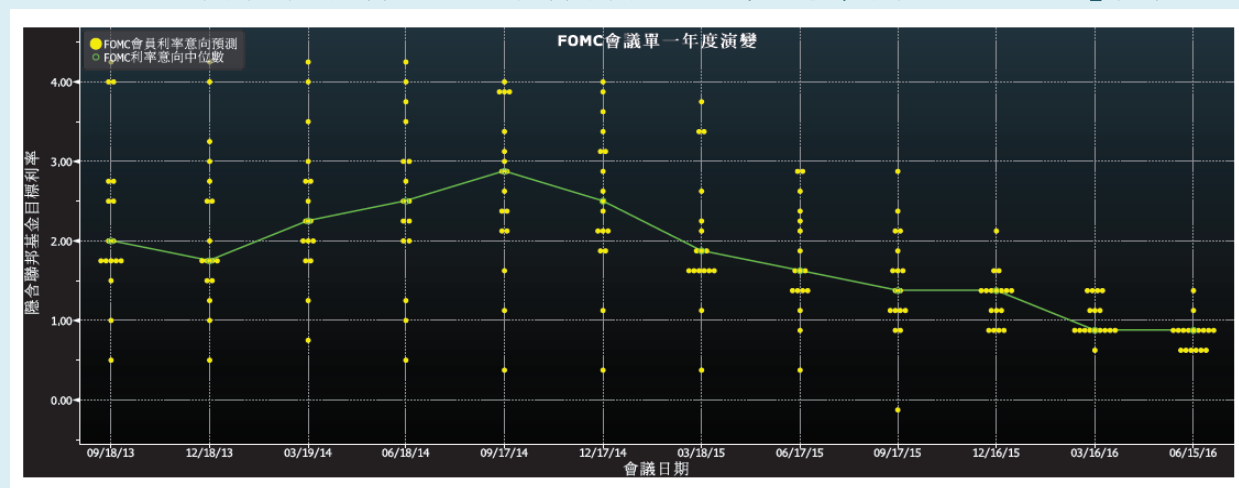
環球回顧及展望

美國



- 自 2015 年尾加息 0.25% 後，美聯儲局於 6 月中的會議後決定仍然維持利率不變，是今年以來的第 4 次。從議息會議紀錄可見，官員選擇在加息前等候進一步勞工市場資料及英國公投的結果。根據 6 月 30 日當天利率期貨的概率計算，市場認為本年 7 月、9 月及 11 月的加息概率均為零，而 12 月加息的可能性亦只是 9.2%。由聯儲局成員對未來 3 年息率走勢預測編制的「點陣圖」亦顯示各成員對加息的預期自 3 月份有所下降，顯示他們對未來經濟環境提高了戒心，對國內外的因素均有所憂慮。倘若今年聯儲局只加一次息，甚至不加息，亦絕不會令人意外。

圖 1: 公開市場委員會過去 12 次會議對 2016 年底息率預估的「點陣圖」變化



資料來源：彭博（截至 2016 年 6 月 30 日）

- 根據美國商務部發放的資料，本年首季經季節性調整的經濟增長年化季率為 1.1%，上升步伐是 1 年以來最慢。其上升部份可歸因個人消費支出、出口、住宅固定投資、州政府及地方政府支出，相反進口資料則有所下調。隨著 4、5 月份的零售銷售及房屋銷售資料理想，第 2 季度的經濟增長有望提升。然而，疲軟的商業支出及緩減的就業增長可能抵銷部份經濟增速。

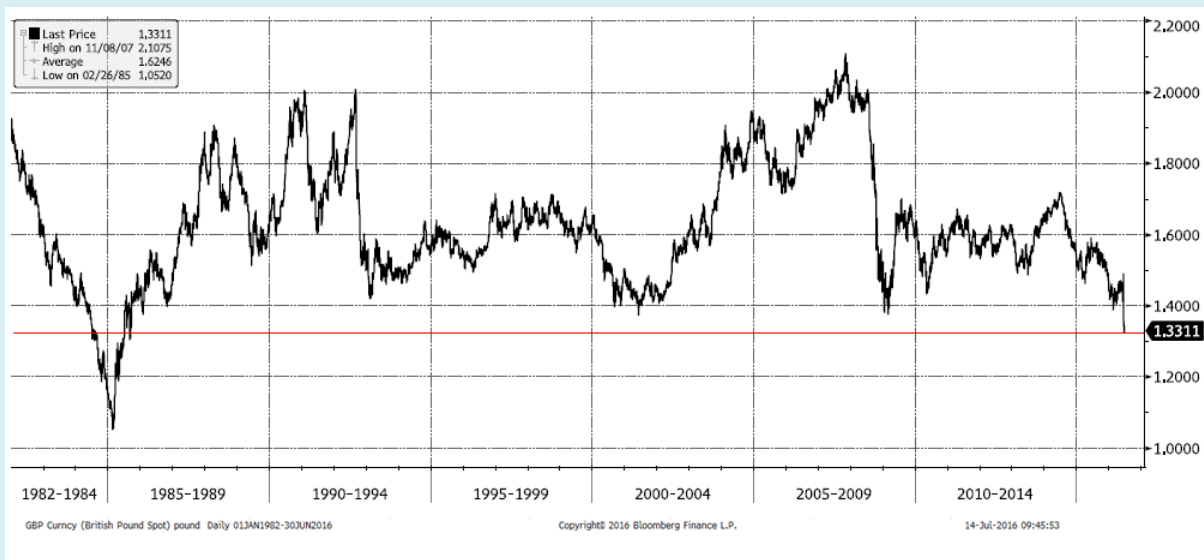
- 6 月份 ISM 製造業採購經理指數報 53.2，是 16 個月的高位，並遠超市場預期的 51.4。在受訪查的 18 個製造工業中，13 個於 6 月份錄得正增長。然而，在英國脫歐後的一項調查中，大部份受訪者擔心強勢美元對其行業有所影響，但相信此因素不至於影響其商業策略及資本投資計畫。而同月的 ISM 服務業採購經理指數亦報 56.5，是 7 個月的高位，較上月增加 3.6%，其增長可歸因於新訂單及新業務的增加，以及招聘方面的增長。
- 6 月份的密西根大學消費者情緒指數從上月的 94.7 下跌至 93.5。其中一個跟蹤消費者預期的分項指數由 84.9 下跌至 82.4，成為總體指數下降的主因，而另一個跟蹤消費者對現況評估的分項指數則從前月的 109.9 微升至 110.8。總體而言，消費者對經濟前景的樂觀程度稍微下降，但資料顯示未來的消費支出仍有溫和增長。
- 6 月份的非農新增職位資料錄得令市場驚喜的 287,000，是 8 個月以來最高，亦遠超市場預期的 175,000，至於 5 月份則向下修訂為 11,000。資料讓市場釋除對勞工市場改善放緩的疑慮，而當天環球股市亦得到正面刺激。失業率也因勞工參與率微升的關係，由前月的 4.7% 升至 4.9%，從資料理解上應視之為正面因素。6 月份平均時薪亦錄得 2.6% 的增長。
- 雖然勞動市場資料於個別的月份有較大的起跌，但我們仍能從多方面印證其穩定改善之趨勢。商務方面，兩個 ISM 採購經理指數亦相當正面。房屋市場方面，Case Shiller 房價指數及 NAHB 房屋市場指數均延續過往數年的升勢。從政策方面看，英國脫歐這黑天鵝事件的出現讓美聯儲局有足夠的原因甚至藉口，去拖延加息至大選之後甚至翌年。我們對美國本土的基本經濟因素並無太大疑慮，唯環球的不確定性難免拖慢其增長步伐。

歐洲



- 根據最近公佈的經濟資料顯示，歐元區經濟在第 2 季略有改善。2016 年 4 月份歐元區工業生產增長 1.1%，這是過去 3 個月以來首次重現增長。增長主要是來自非耐用消費品，日用消費品，資本貨物和能源領域的產量增加。
- 此外，歐元區 6 月份企業活動擴張速度是今年以來最快，Markit 製造業採購經理指數從 5 月的 51.5 升至 6 月的 52.8，同時高於初值的 52.6。
- 經歷了 4 個月停滯不前甚至下滑的物價，歐元區在 6 月份重現通脹。在 19 個共同使用歐元的國家，相對去年同期 6 月份通脹率錄得 0.1% 的升幅，優於市場預期及 5 月份 -0.1% 的增長。
- 然而，令人鼓舞的經濟資料可能難以持續，脆弱的歐元區經濟也許會雪上加霜，因為英國的選民于 2016 年 6 月 23 日的公投，最終選擇讓英國脫離歐盟，而該決定相信會同時傷害英國和歐元區未來的經濟。在金融市場上，立竿見影的是英鎊瞬間下滑至 31 年來的低位，歐洲主要股市均錄得相當的跌幅。

圖 2: 脫歐公投後，英鎊下滑至 31 年來的低位

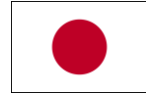


資料來源：彭博（截至 2016 年 6 月 30 日）

- 在恐慌情緒略有舒緩的情況下，環球股票市場在 6 月份最後幾個交易日均普遍上揚，大部分的歐洲股票指數也能收復部份失地。但由於投資者擔心義大利銀行的不良貸款問題惡化，歐洲銀行業板塊依然非常疲弱。在義大利，約有 3600 億歐元、17% 的銀行貸款存在問題。這水準差不多是美國的 10 倍，即使在最糟糕 2008 - 09 年的金融危機期間，美國不良貸款的比例也僅為 5%。在所有歐元區上市的銀行，近一半的不良貸款均來自義大利的銀行，可見事態嚴重。義大利總理倫齊曾要求緊急動用政府的 400 億歐元以穩定國內金融機構。然而，這方案被德國否決，理由是根據歐盟的規則，銀行救助必須是先由債權人支付而不是納稅人。
- 繼英國脫歐公投後，義大利也將在今年秋季舉行憲法改革公投。該公投牽涉重大的參議院改革，假若公投順利通過，相信可為義大利政局帶來穩定，並容許總理倫齊實行改革，改善義大利的經濟競爭力。如果公投未能通過，總理倫齊的政府勢必下臺，並可能重回前總理貝盧斯科尼下臺後所出現的政治混亂局面。根據花旗集團最近發表的研究報告，對歐盟穩定性來說，義大利公投可能會比英國脫歐公投帶來更高的風險。
- 在可見的未來，從政治及經濟環境的角度來看，歐洲地區的不確定性，實在難以預測。基於這原因，我們對歐洲股市的投資前景，維持審慎的態度。



亞洲



- 在 2016 年上半年，日圓是云云主要發達國家貨幣中，表現最強勁的貨幣，漲幅超過 16%。2016 年環球股市像坐過山車般，大幅波動。先有年初中國股市推出熔斷機制，引發股票市場大幅拋售；隨後在 6 月下旬，英國脫歐公投結果也為市場帶來恐慌。儘管日本自 2016 年 1 月已實施負利率政策，但由於投資者尋找資金避難所，資金持續流向日圓。
- 日本股市與日圓一直呈負相關性，2016 年上半年，日經 225 指數下跌超過 17%。強日圓造成出口疲軟、股市下滑同時影響經濟景氣，日本的製造業和服務業均跌至收縮區域。6 月份製造業及服務業採購經理指數分別處於 48.1 及 49.4 水準。在下半年日本央行有極大可能推出新一輪的財政及貨幣刺激政策，然而由於不明朗的全球經濟前景及市場波動性增加，我們仍然對日本的投資市場持審慎的看法。

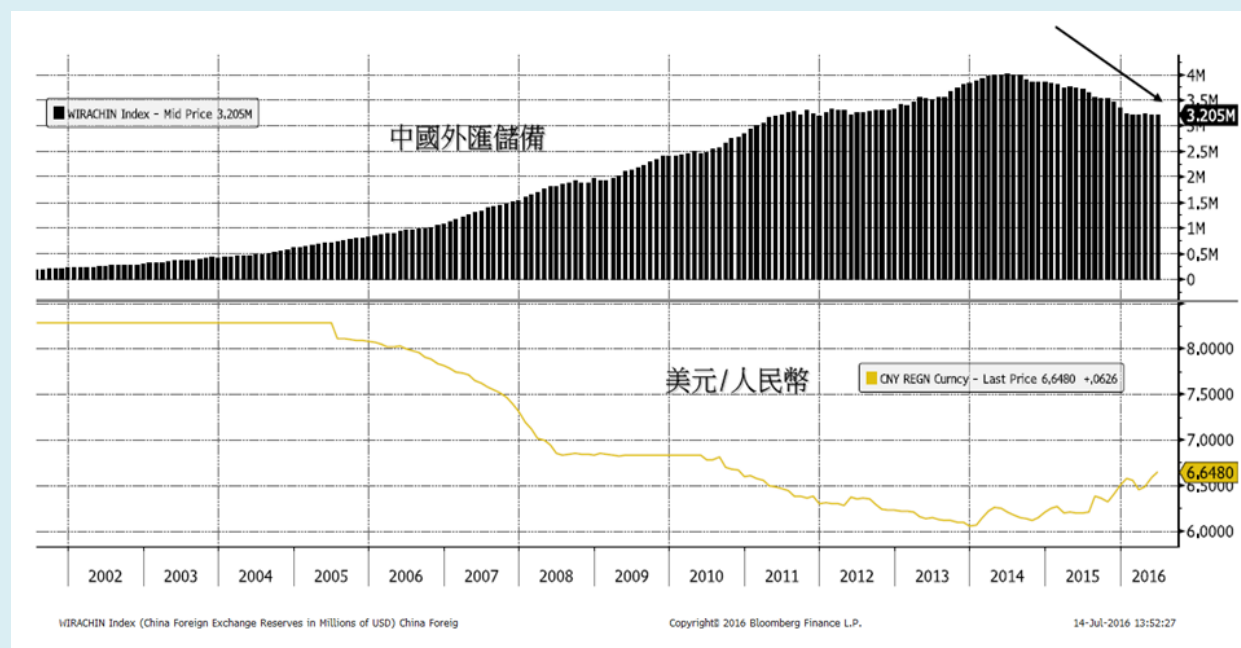
圖 3: 日本股市與日圓呈負相關性



資料來源：彭博（截至 2016 年 6 月 30 日）

- 人民幣是今年第 2 季的市場焦點之一。儘管 6 月份的中國外匯儲備從 5 月的 5 年低點，回升 134 億美元至 3 萬 2 千 1 百億美元，人民幣兌美元于第 2 季仍下跌了近 3%，錄得歷史上最大的季度跌幅，並刷新 5 年半低點。即使中國政府已採取一些資本管制措施，資本外流仍見持續，人民幣貶值趨勢到底何時停止，現階段實難以預測。

圖 4: 中國外匯儲備及人民幣匯率變化



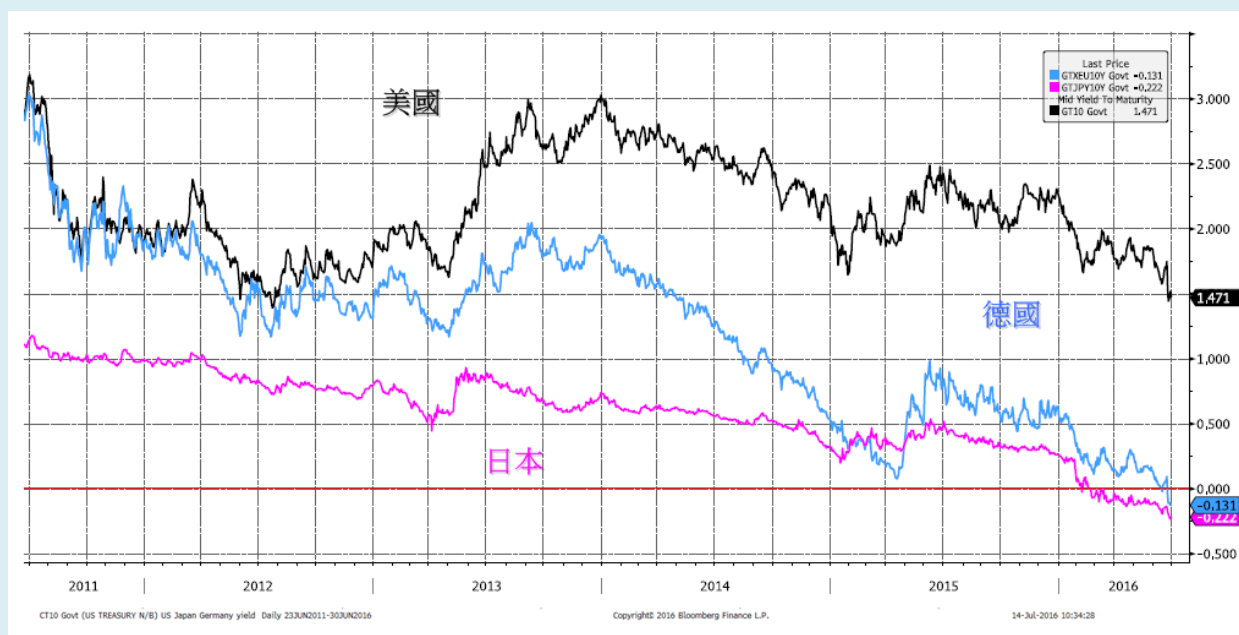
資料來源：彭博（截至 2016 年 6 月 30 日）

- MSCI 於 6 月 14 日宣佈將推遲把中國 A 股納入其新興市場指數，直至環球投資者參與 A 股的流通性有進一步優化的時候。市場對這決定無疑有點意料之外，因為中國金融監管當局已積極滿足 MSCI 的要求，讓外國投資者更容易參與 A 股買賣。
- 然而，MSCI 的決定，並沒有影響 A 股的投資氣氛。6 月下旬，即使碰到英國脫歐事件，滬深 300 指數表現尚算保持穩定。可以預期，MSCI 把中國 A 股納入其指數範圍實屬早晚的事情，經過 2016 上半年的大幅拋售後，現在或許是一個不錯的時機去累積中國股票作中長線投資。
- 在上季的“投資內望”提到，我們對亞洲股票投資前景持樂觀態度。雖然 MSCI 亞洲（日本除外）指數和 MSCI 東南亞指數在第 2 季都表現持平，基於估值合理和相對較高的股息率，我們維持對亞洲股市較為樂觀的投資看法。

固定收入

英國脫歐公投結果公佈後，市況不明朗，投資者尋找資金避難所。主要發達國家主權債券的收益率紛紛下滑至歷史低點，其中日本和德國的 10 年期政府債券收益率更下跌至負數。

圖 5: 主要發達國家 10 年期債券收益率紛紛下挫



資料來源：彭博（截至 2016 年 6 月 30 日）

在英國脫歐公投後，疲軟的全球經濟增長和波動的投資市況預期會持續，投資者普遍認為全球低利率環境將會維持一段時間。由於美國和歐洲國家的政府債券收益率已變得越來越沒有吸引力，這或許會推動資金流入一些收益率較高的固定收益項目。其中亞洲和一些新興市場債券可能會成為追求收益的投資者下一個投資目標。好像中國、馬來西亞等國家均擁有相若的信貸評級，然而其國家債券收益率仍遠高於西方發達國家。

表 3: 不同國家 10 年期國債收益率及債務信貸評級

國家	10 年期國債收益率	S&P 信貸評級	S&P 信貸評級
	(本地貨幣)	(長期本地貨幣債務)	(長期外幣債務)
美國	1.470%	AA+	AA+
德國	-0.132%	AAA	AAA
法國	0.179%	AA	AA
西班牙	1.157%	BBB+	BBB+
義大利	1.254%	BBB-	BBB-
英國	0.862%	AA	AA
日本	-0.227%	A+	A+
中國	2.817%	AA-	AA-
印度	7.448%	BBB-	BBB-
印尼	7.379%	BB+	BB+
馬來西亞	3.727%	A	A-
墨西哥	5.878%	A	BBB+
俄羅斯	8.280%	BBB-	BB+

資料來源：彭博（截至 2016 年 6 月 30 日）

大宗商品

- 傳統上黃金是市場動盪時的資金避難所，尤其當持有黃金的機會成本在現今的低息/負利息環境中變得微乎其微。就本年 2 月份的環球大跌市及 6 月份的英國脫歐事件中，黃金成為其中一項最佳投資回報的資產，金價於 2016 年首季和上半年分別錄得 16.41% 和 24.5% 的升幅。自古以來，由於黃金與其他資產的低相關性，在分散投資組合風險中佔有獨特的位置。然而，它從來不是一種無風險的資產，因為它不會如債券或永續債券般有一個期終面值或提供固定收益。
- 與黃金相比，白銀於 2016 年的回報表現更令人咋舌。就上半年而言，升幅遠勝黃金，白銀首季及上半年的回報分別為 12.03% 和 34.6%。白銀除本身屬於貴金屬外，更有廣泛工業用途，故今回成為熱捧對象。不過，歷史上白銀較具投機性，原因是市場交易量較少，價格波幅經常是黃金的兩至三倍，這點投資者應多加留意。
- 原油價格於 2016 年如坐過山車。經過 1 月中及 2 月初價格墮崖式下挫，油價于第 2 季強勁回勇。截至 6 月 30 日，布蘭特及 WTI 期油分別從各自于首季的穀底價回升 84% 及 78%。然而，50 美元附近仍然是它們的重要的阻力位。于首季，油價的動向一直主宰其他風險資產的價格，因為市場深恐油價跌穿 25 美元水準會觸發油公司倒閉及違約潮等連鎖反應。現時油價在 40 美元以上已經有重要支持，故與環球股市的相關性于第 2 季亦逐步退減。畢竟，隨著環球增長放緩，相信油價仍面對一定壓力，故石油輸出國家組織的政策及環球庫存量將成為油價升跌的關鍵。



圖 6: 2016 上半年黃金、白銀及標準普爾 500 指數的價格變動



資料來源：彭博（截至 2016 年 6 月 30 日）

免責聲明

在此提供的資料只供參考之用，本公司並不對該等資料作任何保證，讀者亦不應將該等資料視為出售要約、訂購招攬或投資建議。投資涉及風險，過往的表現並不表示將來亦會有類似的業績。在作出任何投資決定前，讀者亦應尋求專業理財顧問意見。