

投資內望 2016 年 10 月

投資服務部

一個紛擾的時代



縱觀環球局勢，紛擾事件不絕。

在 美國，總統競選形勢每天都在峰迴路轉，加息預期更主宰大市氣氛，相關報導經常佔據財經新聞頭條。在歐洲，大家都在揣測歐央行會否於 2017 年 3 月後延長其買債計劃，因為這是一把兩刃的劍——當此政策在理論上能助長經濟的同時，也打擊歐洲銀行的盈利能力。德意志銀行事件、意大利公投，以及英國“硬退歐”可能性，同樣令市場不安。在中國，房地產價格“一飛衝天”，一線城市新屋售價年初至今升 20%- 40%，這情況或會令中國收緊其貨幣政策。在日本，最近其貨幣政策之改動似乎反映央行已黔驢技窮，再也沒有什麼辦法刺激其經濟增長和通脹；而面對日圓上揚導致股市受挫，更是一籌莫展。石油輸出國組織於 9 月份出乎市場預期達成減產協議，是多年來的首次，刺激油價升超過每桶 50 美元。然而要會員國遵守及實行相關協議並不容易，而油價上升亦可能刺激美國的頁岩油供應。

回顧第三季，主要的資產價格類別均見上升，其中包括股票、債券、房地產及多種主要商品。然而，這些價格上漲的原因，並非來自健康的基本因素。國際貨幣基金組織認為 2016 年的環球經濟增長仍會受抑壓，投資環境及氣氛仍依賴各大央行的政策維持現況，但其效果亦已不斷減弱中。主要股票市場的市盈率均增長不少，有些投資者更認為市場因流動性過多而趨向泡沫水平。已發展國家的指標利率經已大致見底，故固定入息資產的價格可能已經見頂。就如新、舊債王剛拉克及格羅斯最近表示，投資級別政府債券在現時的超低甚至負收益率的情況下（現時全球有 13 兆美元的國債，其收益率為負數），風險與回報比例已經不再合理。更重要的是，這個「擠出效應」已經擴展至其他資產類別，包括高質素股票、成熟市場企業債及發展中國家的政府債券。根據最近美國銀行對基金經理的定期調查報告顯示，各大基金經理於 2016 年 7

月所持的現金水平為 14 年以來最高，反映專業投資者對現今股、債價格水平充滿戒心。

正如在過去 3 期的「投資內望」所述，我們由年初至今的看法不變，認為新興市場將跑贏全球總體市場及成熟市場。美國股市方面，總體公司盈利必須持續強勁以維持升軌，因現時之價格已充分反映，甚至超過其股市之內在價值。歐洲將仍會有一段較長的時間受其結構性問題及政治事件所困擾。至於日本，我們仍無法看見隧道盡頭的曙光。市場其中一個明顯的特徵將會是低成交量及高波幅。在全球投資回報持續受壓縮的狀況下，對低風險胃納的投資者來說，處境尤為困難。成熟市場主權債的價格或已見頂，而新興市場主權債的回報雖然相對較好，但也在不斷萎縮中。匯市方面，我們認為無論美國大選結果如何，美元都會上揚，影響全球其他貨幣及商品價格。總體而言，我們建議減持股票、維持債券比例、增加現金水平。我們現正身處於異常的宏觀經濟狀況，受政府持續政策干預，及多方政治因素影響的複雜投資環境中，防禦式的投資策略讓我們即使身處突然逆轉的投資狀況下，仍有較多的選擇。畢竟，在全球低通脹的環境下，手持現金的機會成本已經變得較低。



表 1: 環球股市表現

	2016 年第 3 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	2.78%	2.78%	7.21%	7.21%
歐洲 STOXX 50 指數	5.16%	6.63%	-4.74%	-1.56%
歐洲 STOXX 600 指數	4.41%	5.88%	-3.25%	-0.03%
德國 DAX 指數	8.58%	10.10%	-2.16%	0.68%
巴黎 CAC 指數	5.21%	6.68%	-1.68%	1.18%
日本日經 225 指數	6.33%	8.18%	-12.12%	4.50%
香港恒生指數	12.86%	12.92%	10.09%	10.01%
香港國企指數	10.60%	10.65%	3.45%	3.38%
上證指數	3.76%	3.58%	-13.36%	-15.69%
中國滬深 300 指數	4.49%	4.31%	-10.82%	-13.21%
新加坡海峽時報指數	2.71%	1.62%	2.97%	7.01%
南韓 KOSPI 指數	3.72%	8.70%	4.28%	11.75%
台灣加權指數	8.87%	12.06%	14.38%	20.33%
印度 SENSEX 指數	3.58%	4.98%	8.12%	7.47%
印尼雅加達指數	7.06%	8.37%	18.80%	26.51%
曼谷 SET 指數	3.71%	5.30%	18.86%	23.87%
俄羅斯 RTS 指數	9.36%	9.36%	35.88%	35.88%
巴西 IBOVESPA 指數	13.27%	11.19%	34.64%	64.12%
S&P 泛阿拉伯指數	-3.28%	-3.28%	-4.11%	-4.11%
MSCI 環球指數	4.99%	4.99%	5.20%	5.20%

資料來源：彭博（截至 2016 年 9 月 30 日）

表 2: 主要貨幣表現(以美元計算)

	2016 年第 3 季變幅	2016 年年初至今變幅
	以美元計算	
歐元	1.16%	3.43%
英鎊	-2.55%	-11.97%
日圓	1.83%	18.62%
港元	0.03%	-0.07%
人民幣	-0.36%	-2.67%
澳元	2.86%	5.19%
紐西蘭元	2.13%	6.66%
新加坡元	-1.17%	4.06%
韓圓	4.59%	6.47%
新台幣	2.93%	5.00%
印度盧比	1.37%	-0.69%
印尼盾	1.29%	5.65%
泰銖	1.34%	4.07%
俄羅斯盧布	1.78%	17.10%
巴西雷亞爾	-1.49%	21.55%

資料來源：彭博（截至 2016 年 9 月 30 日）



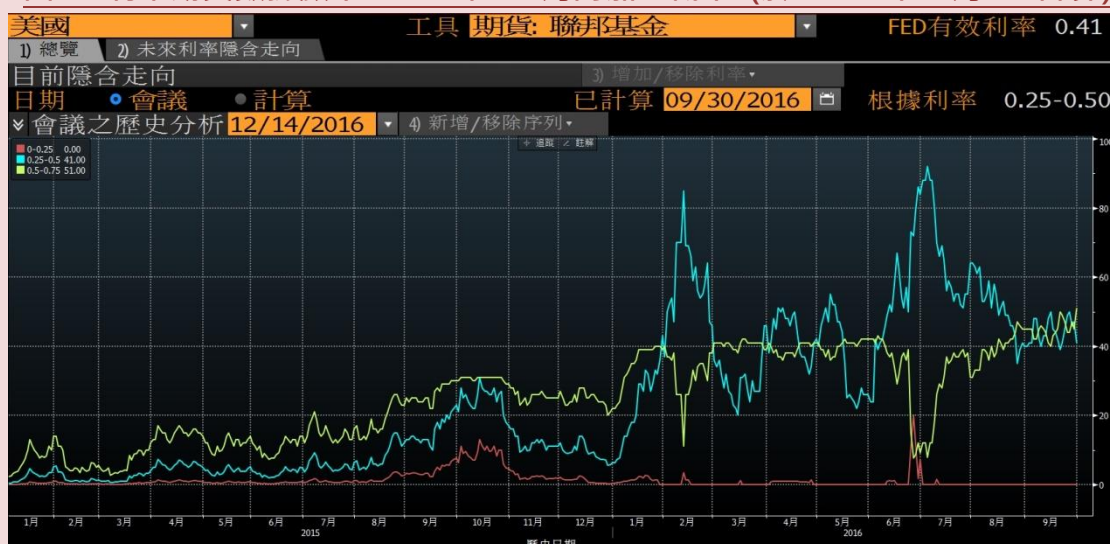
環球回顧及展望

美國



- 經過 9 月份的公開市場委員會會議後，指標利率依然維持不變。根據其會後聲明所述，各委員認為雖然勞工市場及經濟增長狀況繼續有所改善，短期經濟風險因素暫時得以平衡，但他們仍然希望等待進一步數據確認各經濟指標正向所設定的目標邁進。根據 9 月 30 日當天的利率期貨數據顯示，市場人士認為 11 月及 12 月加息的概率分別為 17% 及 59%，反映市場對本年加息的機率依然略有保留。我們相信除非黑天鵝事件出現，否則在 12 月份加息的機會甚高。然而，加息的幅度也非常有限，相信只會是 0.25%。

圖 1: 利率期貨數據顯示 2016 年 12 月的加息概率 (於 2016 年 9 月 30 計算)

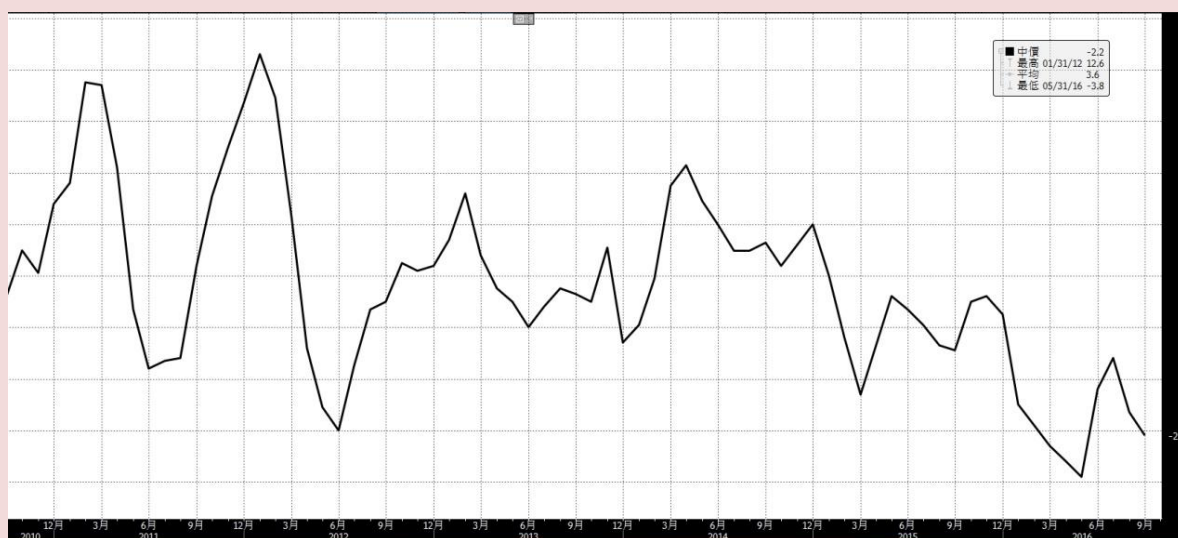


資料來源：彭博（截至 2016 年 9 月 30 日）

- 第二季的經濟增長年化季率上調至 1.4%。商業投資的增長年率為 1%，比預期好，佔經濟活動 2/3 的消費者支出以 4.3% 的年率增加。出口增長亦優於預期，對經濟增長率有 0.18% 的貢獻。國家整體景氣狀況改善，經濟增長似乎漸見穩固。
- 9 月份 ISM 服務業採購經理指數自 8 月份 51.4 的 6 年半低位大幅回彈至 57.1。由於商業活動、新訂單及僱員招聘方面均有所增長，令整體指數超出預期的 53，並達至 11 個月的高位。至於製造業指數經過 8 月份的下挫後，亦回彈至 51.5% 的擴充區域，而其分項指數大致上亦顯示製造業持續擴張。

- 9 月份的密西根大學消費者情緒指數升至 91.2。據此調查的首席經濟學家分析，上升主要來自較高收入的家庭對通脹預期持續下降。
- 9 月份政府財政預算盈餘為 3,300 萬美元，較上年同期下跌 63.7%。截至本年 9 月 30 日的財政年度，財政預算赤字升至 5,870 億美元，相等於國內生產總值的 3.2%。此數據相比上年度大增 34%，亦是 3 年來最高。財政預算赤字 5 年來首次上升，逆轉了多年來經濟復甦帶來的赤字下降趨勢。
- 聯邦勞工市場狀況指數 9 月份下跌 2.2。此指數由聯儲局編制，旨在跟蹤並綜合 19 個勞工市場指標的變動。此指數之現水平一定程度反映勞工市場有改善空間，亦可能是聯儲局就加息步伐步步為營的原因之一。

圖 2: 聯邦勞工市場狀況指數 2010 - 2016



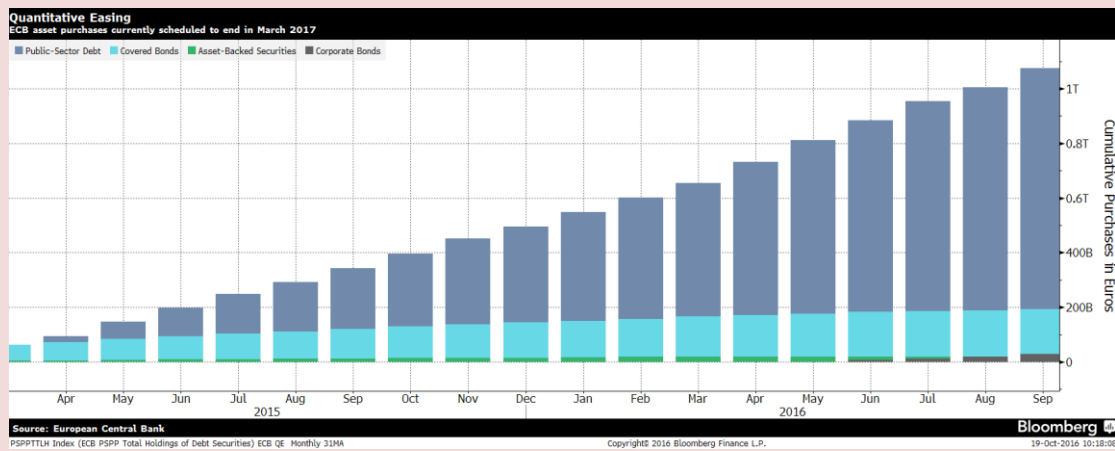
資料來源：彭博（截至 2016 年 9 月 30 日）

歐洲



- 在第二季度，歐元區 GDP 增長放緩至 0.3%，與 7 月公佈的初步估值相符，並低於第一季度的 0.5% 增長。成員國之間存在增長差異，德國的增長率從 0.7% 下降至 0.4%，而法國和意大利的 GDP 在第二季度增長停滯不前。同時，西班牙的增長率與首季相符，維持在 0.8%。
- 普遍預期歐元區的第三季經濟增長難以寄予太大期望，皆因近期的調查數據顯示，商業活動未見出現強勁的上升動力。根據 9 月份 Markit 歐元區採購經理指數 (PMI)，歐元區經濟擴張的速度在 9 月份放緩至 20 個月低點，從 8 月的 52.9 跌至 9 月的 52.6，是 2015 年 1 月以來的最低數據。製造業和服務業增長上出現分歧。服務業的增長處於 21 個月低位，而製造業則是自去年 12 月以來的最快增長，並是 3 個月來的高位。
- 歐元區通脹出現自 2014 年底以來的出現最快增速，9 月份歐元區消費者價格比去年同期上漲 0.4%。儘管在過去數年，歐洲央行推出了一系列計劃來刺激 19 國歐元區的需求，但它仍遠低於歐洲央行的 2% 目標通脹率。
- 歐洲央行在 9 月的會議，決定維持其經濟刺激計劃不變。基準再融資利率保持在 0%，存款利率和貸款利率分別停留在 -0.4% 和 0.25%，至於每月資產購買規模則維持在 800 億歐元。決策者還重申，其資產購買計劃將持續到 2017 年 3 月底，如果有必要的話，更會延長。歐洲央行實施了資產購買計劃已經近 2 年，投資者開始猜測歐洲央行會在甚麼時候及用甚麼方法結束有關計劃。誠然，由於歐洲經濟復甦和通貨膨脹的步伐仍然緩慢，相信資產購買規模今後只會按步就班地縮減。

圖 3: 歐央行累積資產購買規模



資料來源：彭博（截至 2016 年 9 月 30 日）

- 德意志銀行是第三季度末的股票市場焦點。由於美國司法部要求德意志銀行支付 140 億美元的罰款，以和解及平息該行在 2008 年金融危機之前發行帶有誤導性的住房抵押證券的法律責任，令到這德國最大的銀行面臨重大資金壓力。儘管是次罰款不及 2014 年美國銀行與司法部就 2008 年金融風暴時金融詐騙指控，所創下的 166.5 億美元歷史最高和解協議罰款，但已接近近高盛同意支付 50 億美元罰款金額的三倍。德意志銀行的股價因此下跌至多年低點，其額外一級資本債券也因為其轉換/註銷的機會率增加，價格應聲倒下。

圖 4: 德意志銀行股價處歷史低位

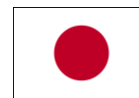


資料來源：彭博（截至 2016 年 9 月 30 日）

- 德意志銀行和美國司法部之間的談判繼續進行，相信最終雙方會達成較低的罰款金額協議。然而，由於營商環境非常艱難，歐洲銀行業難有太大起色。現時銀行面對昂貴的法律及監控成本，且在超低利率的環境下，銀行間定價競爭劇烈且利潤率微薄。故此，當歐洲數大銀行如德國商業銀行、ING 銀行、荷蘭銀行及德意志銀行等最近宣布大幅裁員，以節省成本，市場對此毫不感到意外。
- 12月4日，意大利將舉行憲法改革全民公投。正如花旗銀行分析師所描述，是次公投可能對歐盟穩定性比英國脫歐公投構成更大的風險。如果總理倫齊成為公投的敗方，他的政府勢必下台，結果難以想像。
- 在可見的將來，歐洲無論在政治和經濟層面都很大的不確定性。我們對歐洲股市的投資前景，維持謹慎的態度。



亞洲



- 最近的經濟數據顯示，中國經濟正在穩定增長。9 月份財新及中國官方製造業 PMI 指數分別錄得 50.1 及 50.4，均見保持穩定及符合市場預期。然而，過熱的房地產市場，或會對經濟構成主要威脅。根據國家統計局資料，8 月份中國 70 個主要城市的平均新房價格比一年前上漲了 9.2%，泡沫似乎在一線城市出現得比較明顯，與一年前相比，北京、上海、深圳及廣州的新房價格分別上漲了 23.5%、31.2%、36.8% 及 21.1%。不出意料之外，政府最近在 20 多個城市實施了一系列緊縮措施，包括提高按揭首付金額、或禁止購買第二和第三個房子等，以抑制樓房投機購買和遏制飆升的價格。
- 香港是 2016 年第三季全球表現最佳的主要股票市場之一。恆生指數和恆生中國企業指數在過去三個月均上升超過 10%。展望第四季度，香港股市可能受惠於深港通的落實，以及對中國保險公司資金南下的預期。然而，由於指數近期錄得大幅增長，我們偏向在市場出現調整時，才增加香港股票的投資比重。
- 滬深 300 指數在第三季僅錄得 3.76% 的升幅，遠遜於香港市場。我們相信如果市場情緒及投資氣氛繼續維持穩定，A 股市場或能在今年稍後時間收復失地。
- 直至 9 月底，印度 Sensex 指數本年上漲約 8%，距離 2015 年 1 月的歷史收市高位僅差 6%。本年至今，海外投資者共流入印度股市的資金約達 70 億美元，該金額差不多是去年同期的一倍。在過去數年，印度的經濟基本面不斷改善。由於食品、能源和商品等價格穩定，印度 9 月的通貨脹率降至 4.31%，是過去 13 個月來最低的水平。目前利率處於 6 年低點，如果消費價格繼續溫和上升，預期未來會出現更多的降息機會。此外，8 月份剛通過的稅制改革法案，相信對印度經濟也帶來鼓舞作用。在新的簡化稅制結構下，應能有助降低零售物品價格，提高家庭消費，同時亦提升企業經營的簡易性。

圖 5: 印度通脹及利率均見下跌



資料來源：彭博（截至 2016 年 9 月 30 日）

- 在過去 3 年，印度 Sensex 指數累積超過 40% 的增長。其中略令人擔憂的是股市估值或許偏高，目前印度 Sensex 指數的市盈率約在 20 倍，高於其長期平均水平。然而，由於預期企業盈利能繼續高速增長，因此高估值未必不合理。中長線而言，相信印度股市仍是一個具吸引力的投資選擇。



固定收入

- 日本央行在其 9 月會議上，推出了一個嶄新的「定量定性貨幣寬鬆及收益率曲線控制」(“Quantitative and Qualitative Monetary Easing with Yield Curve Control”) 框架方案。日央行維持其存款利率-0.1%不變，並訂下目標透過每年購買約 80 萬億日元 (7810 億美元) 日本長期政府債券，來維持 10 年期政府債券收益率在 0% 附近水平。央行強調，將繼續擴大貨幣基礎，直到該國實現 2% 的年度通貨膨脹目標。
- 日本銀行業的利潤一直受到短期和長期債券收益率縮窄所擠壓，日央行的政策改變，將有助於其管理購買債券計劃和負利率為日本銀行業帶來的影響。政策出台後，日本 10 年期政府債券收益率自 3 月份以來首次重回正數，並曾攀升至 0.005%。
- 債券是 2016 年最受歡迎的投資資產類別之一。截至 2016 年 9 月 30 日，彭博巴克萊全球綜合指數和彭博巴克萊全球高收益指數分別上漲了 9.85% 和 14.49%。然而，固定收益(特別是那些發達國家的政府債券)的投資前景或會轉為負面，因為預期全球超低利率環境可能難以持續，而且很多投資級別債券價格已呈偏貴現象。美聯儲儲備很大可能在短期內繼續加息，利率上升週期更可能在明年展開。除此之外，歐洲和日央行對是否繼續量化寬鬆政策的態度，似乎也曖昧不清。因此，主要發達國家的 10 年期國債收益率在第三季度已見從低位上升，且趨勢仍在持續。

表 3: 主要發達國家的 10 年政府債券收益率在過去 3 個月變化

國家	10 年期國債收益率 (本地貨幣) 30/6/2016	10 年期國債收益率 (本地貨幣) 30/9/2016	收益率變化
美國	1.470%	1.594%	↑ 0.124%
德國	-0.132%	-0.124%	↑ 0.008%
法國	0.179%	0.181%	↑ 0.002%
日本	-0.227%	-0.099%	↑ 0.128%

資料來源：彭博 (截至 2016 年 9 月 30 日)

- 高收益債券方面，我們對其投資前景持中立態度。自今年 2 月以來，美國高收益債券和 10 年美國國庫券之間的收益率息差從高峰的 8.4% 降至最近的 4.58%，反映高收益債券價格已從底部大幅反彈。的而且確現時高收益債券價格已不如之前那麼便宜。然而，目前的收益率息差也僅處於 2010 年以來的平均水平而已。儘管利率上升趨勢可能快將展開，但由於整體經濟和商業環境有所改善，相信高收益債券的違約率可維持在較低水平，並支持相關債券價格。

圖 6: 美國高收益債券和 10 年美國國庫券之間的息差回落至歷史平均水平



平均值 (1/1/2010 - 30/9/2016)	最高值	最低值	現值
4.61%	8.40%	2.21%	4.58%
	(11/2/2016)	(23/6/2014)	(30/9/2016)

資料來源：彭博（截至 2016 年 9 月 30 日）

商品

- 經過 3 年的下跌，黃金今年重拾升軌。截至 9 月底，2016 年的升幅接近 24%，主要是因為投資者在波動市況中找尋資金避難所；然而單看第三季的價格，則相當牛皮。隨著市場對年底加息預期升溫，黃金價格在過去數月受壓。事實上，黃金將受對衡的力量影響。一方面，市場擔心央行貨幣政策失效，無法令經濟復甦，加上環球金融及地緣政治問題，及加息步伐緩慢，均對金價有所支持；但兩大主要黃金需求國——印度及中國，則不斷減低購買量，將令金價受壓。一項對倫敦金業市場聯會成員做的調查顯示，他們認為金價未來一年會在 1350 美元的水平上落。

圖 7: 黃金價格 : 09/30/2015 – 09/30/2016



資料來源：彭博（截至 09/30/2016）

- 石油輸出國組織 9 月 28 日在阿爾及爾達成協議，將生產量減至每日 3,250-3,500 萬桶，然而各成員生產量的額份分配則會在 11 月 30 日的會議決定。油價在 2014 年 6 月至 2015 年 2 月期間下跌超過 75%。過去 8 個月油價穩步從谷底上升至 50 美元一桶，漸漸接近各大石油公司願意重新投資的水平。事實上油價的重挫已導致行業內大量的職位流失，現存的公司亦已大幅削減開支及精簡營運模式。石油行業經過「瘦身」後已更有效率及競爭力，倘若未來數月油價能繼續維持在 50-55 美元一桶的水平，相信會再吸引投資行業的資金回歸。未來 6 個月我們預期油價不會有大幅攀升的情況，因為油價回升將帶動非油組國的產量增加，減低油組國減產帶來的效應；再者，要油組國各成員嚴謹執行協議也絕非易事。最重要的是需求乃油價上升的關鍵，但我們未能看見環球經濟在短期內有強勁復甦的勢頭。

- 2016 年度截至 9 月底，彭博商品指數增長 8.6%。正如一些全球最大的礦業開發商所言，有跡象顯示商品市場的供求漸趨平衡；鐵礦及冶金、煤等價格升幅優於行業預期。隨著中國（作為最大的原材料消耗國）經濟指標日漸改善，我們相信原材料價格於 2017 年將普遍溫和上升，然而有鑒於現行之產出量和相對疲弱的環球經濟增長，供過於求的狀況仍會維持一段時間。

圖 8: 彭博商品指數 : 09/30/2015 – 09/30/2016



資料來源：彭博（截至 09/30/2016）

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。