



# 2016

## 邁向更多不確定性的一年

2016是令人驚訝的一年，意想不到的事件接二連三地發生，而令人更詫異的是接續出現的結果。6月份我們有英國脫鈎事件，令英鎊匯價大跌，然而自此至2016年底，英國富時100指數卻因出口增加而勁升16.36%。11月份特朗普勝出美國總統選舉，本是典型的黑天鵝事件，但美國股市期指只短暫急挫數小時，之後進入了所謂「特朗普升浪」直至本年一月，美股屢創歷史新高，而美元亦被推至14年高位。意大利選民於12月對政制改革公投說「不」，對歐盟本應是重要事件，結果卻對市場影響微乎其微。我們預計美國聯儲局會在2016年期間繼續加息，誰料此行動一再延遲到2016年底，距離首次加息足足有一年時間。同樣地，市場沒有預期石油輸出國組織能就減產達成協議，協議卻竟能在困難重重的環境下得以通過，並令油價從上年2月份的低位翻一翻。然而2017年並沒有讓投資者喘息的空間，未知之數可令投資者更迷惘，重要事件將接踵而來，預期會為全球政治及金融市場帶來動盪。

全球正聚焦一月份特朗普在美國的總統就職典禮。一方面特朗普對中國、自由貿易、現行移民政策、企業海外投資等題目的宣言均充滿敵意；另一方面則承諾奉行寬鬆財政策略，大興基建項目及實施多項稅務優惠。甚至公開市場委員會12月份的會議紀錄都顯示，過半數參與者已將上述政策包括在未來預期的假設內，並暗示着更進取的加息路線。不少資產類別價格已反映特朗普宣稱的政策路線，如該等政策未能如期實行，則一直以來的「特朗普升浪」勢將逆轉。

除首季英國將正式與歐盟展開脫鈎談判外，歐洲更有多國將於本年舉行大選，包括法國、德國及荷蘭。隨着民粹主義在歐洲大陸遍地開花，這些選舉將重塑歐盟的政治前景，而對於歐羅，本年更是關鍵性的一年。

通脹升溫將是今年另一市場焦點。成熟市場的通縮壓力及低經濟增長一直是央行近年持續實行低息及貨幣寬鬆政策的主因；然而能源價格回暖帶動通脹升溫，而主要經濟體的採購經理人指數亦在不斷改善，隨着經濟增長及通脹率開始增速，歐、日央行可能仿效美聯儲收緊貨幣政策及讓息率走向正常化。股票及債券（尤指長年期政府債券）一直因流動性泛濫及低息環境持續，價格節節上升，因此上述政策之迴轉，極有可能對這些資產價格帶來打擊。

中國作為其中一個最大經濟體系，當然也無法避開注視。一方面中國因全球工業生產周期上行而受惠，生產者物價指數、採購經理人指數及工業生產值等數據均得以改善；另一方面急速上升的企業債務令投資者避險心態日強，因為隨着息率增加，債務利息亦將迅速增加；再者，市場在強勢美元的帶動下對人民幣的貶值預期日益加深，加速資本流失，進一步打擊外匯儲備水平，令市場信心進入惡性循環。

以上我們只是列舉了一些可能導致市場動盪的重要關注點，然而更不可預測的卻是市場對事件的反應，就如我們在2016年所見證的一樣。在一個不斷改變、不可預測的環境中，我們實無法找到一種在任何情況下均穩健有利的資產類別，最終我們還是引用一套老生常談，但十分務實的投資方式：維持一個防守性強及分散的投資策略，並有長線投資的視野及心態。回歸基本原則，一個長線分散的投資組合首先應該包含良好基本因素的股票，其中一些優質的亞洲股票可列入其中（尤以

印度、印尼、中國)。成熟市場如美國、歐洲、日本等股票現價雖然處於較高水平，然而隨着環球經濟復甦，此等資產亦應在組合中長線佔有一定比重。定息工具方面，尤以新興市場國債及企業高息債，在現在的投資環境中均能為投資組合提供平衡作用。在經濟日益改善的大環境中，違約率應該會相對較低，而息差縱使正在收窄，其穩定收入對投資者仍會相對吸引。最後，在貴金屬及天然資源作較低比例的投資，將在極端的投資氣候中提供緩衝作用，並可能在長線帶來意外驚喜。

**表1：環球股市表現**

	2016年第4季回報		2016年全年回報	
	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	8.66%	8.66%	16.50%	16.50%
歐洲STOXX 50指數	10.05%	3.37%	4.83%	1.76%
歐洲STOXX 600指數	5.82%	-0.60%	2.30%	-0.70%
德國DAX指數	9.23%	2.60%	6.87%	3.30%
巴黎CAC指數	9.72%	3.06%	7.87%	4.27%
日本日經225指數	16.34%	1.17%	2.35%	5.83%
香港恒生指數	-5.28%	-5.26%	4.28%	4.23%
香港國企指數	-1.94%	-1.92%	1.44%	1.39%
上證指數	3.31%	-0.76%	-10.50%	-16.33%
中國滬深300指數	1.76%	-2.25%	-9.25%	-15.16%
新加坡海峽時報指數	0.79%	-5.01%	3.78%	1.65%
南韓KOSPI指數	-0.82%	-9.64%	3.44%	0.98%
台灣加權指數	0.97%	-2.47%	15.49%	17.36%
印度SENSEX指數	-4.30%	-6.19%	3.47%	0.81%
印尼雅加達指數	-1.07%	-4.87%	17.52%	20.34%
曼谷SET指數	4.24%	0.62%	23.90%	24.64%
俄羅斯RTS指數	17.33%	17.33%	59.40%	59.40%
巴西IBOVESPA指數	3.19%	3.02%	38.93%	69.07%
S&P泛阿拉伯指數	12.76%	12.76%	7.93%	7.93%
MSCI環球指數	1.99%	1.99%	8.18%	8.18%

資料來源：彭博(至2016年12月31日)

**表2：主要貨幣表現(以美元計算)**

	2016年第4季變幅	2016年全年變幅
	以美元計算	
歐元	-6.39%	-3.18%
英鎊	-4.87%	-16.26%
日圓	-13.35%	2.79%
港元	0.01%	-0.07%
人民幣	-3.93%	-6.50%
澳元	-5.95%	-1.07%
紐西蘭元	-4.83%	1.51%
新加坡元	-5.79%	-1.96%
韓圓	-8.82%	-2.93%
新台幣	-2.77%	2.10%
印度盧比	-1.93%	-2.61%
印尼盾	-3.13%	2.34%
泰銖	-3.15%	0.79%
俄羅斯盧布	2.58%	20.12%
巴西雷亞爾	0.35%	21.97%

資料來源：彭博(至2016年12月31日)

# 環球回顧及展望

## 美國

- 是次美國總統的選舉結果着實令市場感到意外。繼英國脫鈎公投後，此事件亦再次印證民粹主義的抬頭。市場的即時反應頗為強烈，標普500期指於選舉當晚下跌5%，觸發熔斷機制。但隨後股市大幅飆升，多次衝破歷史高位。2016年度杜瓊斯工業平均指數及標普500指數總回報分別錄得16.5%及11.95%的升幅。特朗普的競選承諾是股市牛氣沖天的主因，但亦有很多投資者對他能否實踐承諾感到懷疑，因為實行政策的重重障礙，實在顯而易見。

圖1: 標普500指數與杜瓊斯工業平均指數



- 美國聯儲局終於在上年12月實行了2015年12月以來的第二次加息，兩次加息時間，整整相隔一年。而公開市場委員會的會議紀錄及點陣圖更顯示成員轉向鷹派，並預期於2017年會進行三次加息行動，部分原因是其成員考慮到特朗普之財政政策有可能刺激通脹加速。
- 11月份的通脹率按年升1.7%，是兩年以來最快，而核心通脹率(即扣除波幅大的食物及燃油價格)同期亦上升2.1%。如果勞工市場繼續強勁，加上財政刺激措施及油價上升等因素影響，2017年的通脹可能會迅速上升。
- 製造業及服務業的採購經理人指數均相當強勁，並在不斷改善中。ISM製造業採購經理人指數12月份升至54.7，整體製造業景況是近兩年以來最好。特朗普發出打算將流失海外的職位重新帶回美國的宣言，令企業管理層期望政府將實施放鬆管制及稅務優惠，增強了企業信心。ISM服務業採購經理人指數的同期數據為57.2，遠在擴張水平之上，顯示服務業正處於強勁增長。
- 追蹤美元兌全球六個主要貨幣的美滙指數於本年1月3日盤中一度升至103.82，是2002年12月以來最高。令人振奮的PMI數據令市場預期聯儲局將加快加息步伐，推動美滙指數飆升。美元在此水平可能令部分投資者進行獲利，令美滙指數出現拉鋸甚至回調；倘若加息步伐未如預期或一再推遲，亦會對美滙指數造成壓力。由於美元的強弱對差不多所有資產類別價格均會造成影響，投資者應不時留意其走勢動向。

圖2: 美滙指數



## 歐洲

- 歐元區製造業在12月份加速增長，並創下自2011年4月以來的最佳表現。歐元區12月最終製造業採購經理指數從上月的53.7升至54.9，符合之前的預期。區內不同的國家均出現增長，此外，2016年整體平均製造業採購經理指數為52.5，是2010年以來最高的年度平均值。

表3: 12月歐元區製造業採購經理指數主要國家排名

國家	製造業採購經理指數
荷蘭	57.3 (68個月高位)
奧地利	56.3 (68個月高位)
德國	55.6 (35個月高位)
西班牙	55.3 (11個月高位)
法國	53.5 (67個月高位)
意大利	53.2 (6個月高位)
希臘	49.3 (4個月高位)

CEPR INSTITUT

- 2016年第三季度歐元區經濟增長為0.3%，與上季度數字相同，並符合早前的估值。由於近期多項重要經濟指標均呈現正增長，可以預期第四季度歐元區國內生產總值將有較強勁的增長，這股緩慢但穩定的增長趨勢可望在2017年得以持續。
- 一如市場預期，歐洲中央銀行（歐央行）在12月8日舉行的會議上，連續第七次將其基準再融資利率維持在0%，並同時將其量化寬鬆計劃擴展至2017年12月。直至2017年3月底，歐央行的資產購買計劃規模仍會保留在目前的每月800億歐元水平。然而，從2017年4月起至2017年12月底，其購買規模將會削減至每月600億歐元，但歐央行重申若有必要，計劃將繼續延長。

- 2016年第四季度，歐洲其中的市場焦點是12月4日舉行的意大利憲法改革公投。意大利選民最終拒絕獲政府支持的憲法改革，而總理倫齊也履行承諾，宣佈辭職。或許是由於政治不確定性的消除，加上疲弱歐元的支持，歐洲股市在是次公投後出現正面的回應。在12月份，歐洲Stoxx 600上漲5.77%，而意大利股市基準指標FTSE MIB指數更暴漲13%，這結果與之前大多數分析師的悲觀預期，形成鮮明對比。

圖3: 歐元與歐洲股市呈負相關性



- 由於美國與歐洲之間的貨幣政策分歧持續增加，歐元兌美元在第四季度下跌超過6%。普遍認為，特朗普鼓吹的「美國為先」經濟政策可能會進一步強化美元，歐元的下跌趨勢或在2017年延續下去。歐元走弱對歐洲經濟或許是個好消息，因為它將改善歐元區的競爭力、加速增長，最終可能觸發期待已久的通脹壓力。
- 從種種跡象顯示，歐洲經濟似乎在逐漸復甦中；然而，2017年將是歐洲的選舉年，因為在荷蘭、法國和德國都有數個關鍵的選舉，這三個國家共佔歐元區56%的經濟。近期民族及民粹主義的興起，及日益增加的歐洲反全球化和反難民趨勢，都有可能為政治環境帶來混亂及不確定性，並有機會影響歐洲脆弱的經濟復甦步伐。基於以上原因，我們對歐洲股市的投資前景維持審慎的態度。

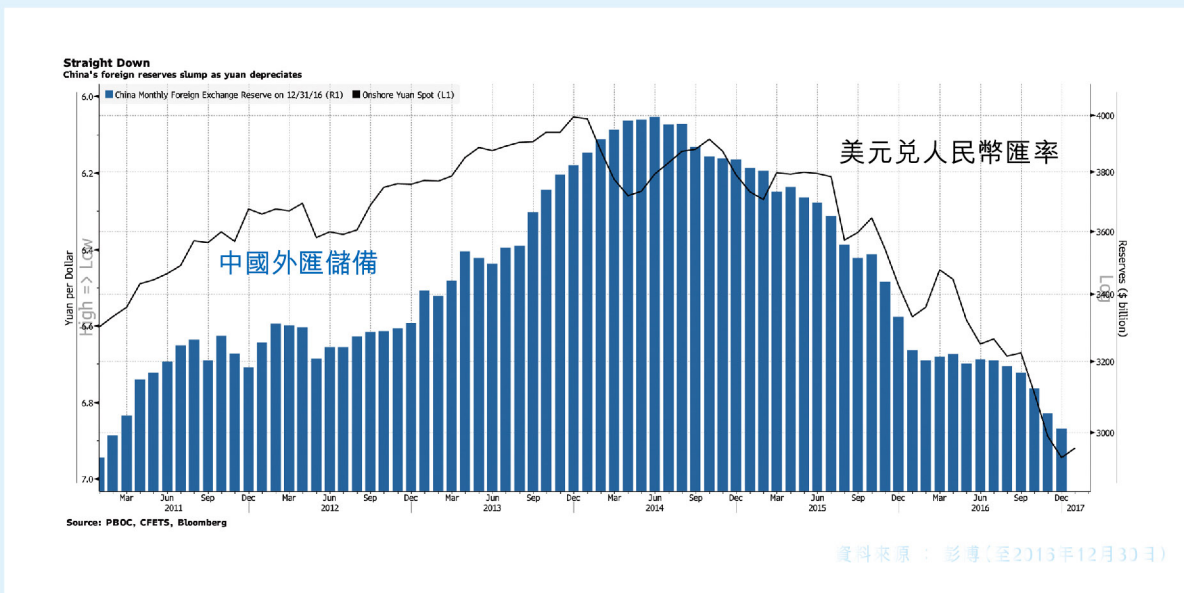
表4: 2017年歐洲關鍵的選舉

日期	國家	選舉類別
3月15日	荷蘭	荷蘭議會選舉
4月進行首輪初選，終選在5月初舉行	法國	法國總統大選
5月7及14日	德國	德國地區選舉
最早會在8月下旬舉行	德國	德國議會選舉

## 亞洲

- 日圓是2016年最後三個月表現最差的環球主要貨幣，兌美元貶值超過13%。日圓與日股一直呈負相關性，由於日本是一個出口導向型經濟體系，當日圓下跌，許多企業的海外收入轉化為日圓後，收益出現提升、利潤率得以改善。因此，日經225指數在第3季飆升超過16%。
- 目前，美元/日圓徘徊在115-120水平，在2017年第一季度可能會進一步走弱。然而，日圓向來是波幅大且難以預測走勢的貨幣。因此，除非日元出現大幅升值，回到超買區域，我們才會考慮(透過貨幣對沖策略)增持日本股票。
- 跟日圓一樣，人民幣也出現貶值，2016年人民幣兌美元下跌超過6%，至8年半低點。外匯儲備在12月下跌至3.01萬億美元，是近6年來的最低水平。為了維持貨幣穩定，中國政府已採取了各種措施，控制資本流出。最近一項是由中國國家外匯管理局在2016年最後一天推出的詳細滙款用途申報要求，儘管每年50,000美元的個人滙款限額還沒減少，但其限制及要求相應增加，越見嚴格。

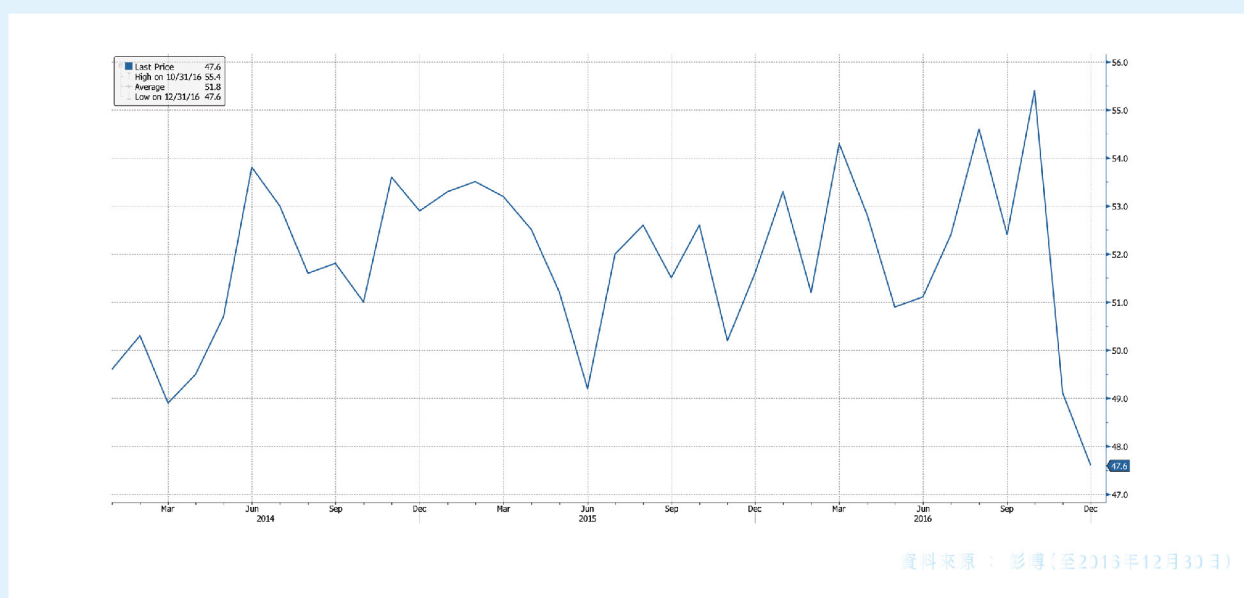
圖4: 中國外匯儲備因人民幣貶值而下跌



- 如果人民幣外流走勢持續，相信中國政府可能會進一步收緊資本管制，這會增加內地人士購買海外資產的難度。因此，「內地與香港市場互聯互通計劃」或許會變成內地人進行海外投資的主要合法渠道。在現行制度下，中國內地投資者可以通過滬港通及深港通計劃購買香港股票，投資資本會自動轉換成港元，以結算其股票購買交易。這做法並不會佔用內地投資者的年度外匯配額、更不需要作出任何外匯使用申請、投資的金額更沒有上限。只有當投資者出售股票時，他們的資金才會轉換回人民幣，存入他們的在岸賬戶。
- 中國資本外流的壓力，某程度來說，是來自內地人對人民幣貶值的擔憂，並希望財富獲得保值。因此，股票互聯互通計劃對內地投資者或許會是一個不錯的投資選擇。

- 在第三季度，香港是全球表現最佳的主要股票市場之一，然而恆生指數在第四季度卻下跌超過5%，表現落後於其他大多數股市。儘管市場仍存在很多不確定因素，如未來美國加息的速度、特朗普的對華政策及中國經濟發展的穩定性等，然而我們認為香港股市目前的估值處於相對合理水平，或許是中、長期作累積投資的良機。
- 在第四季度，印度股市令投資者感到失望，2016全年計，印度SENSEX指數僅錄得0.81%的輕微升幅。股市表現欠佳的主要原因是，在11月8日（即特朗普當選美國總統當天），印度的莫迪政府突然宣佈廢除面值500和1,000印度盧比的紙幣鈔票，並只允許50天時間（11月10日和12月30日之間）讓民眾到銀行或郵局作變換。由於印度近90%的交易活動均是以現金進行，是世界上最依賴現金的國家之一，這種突如其來的轉變，幾乎停頓了該國的正常商業活動。
- 不出所料，12月的日經印度服務業採購經理指數連續第二個月出現下跌，報46.8。隨著工廠生產同時下降，12月綜合採購經理指數收縮至47.6，是2013年9月以來的最低水平。

**圖5：日經印度綜合採購經理指數在2016年11月和12月均跌破50水平**

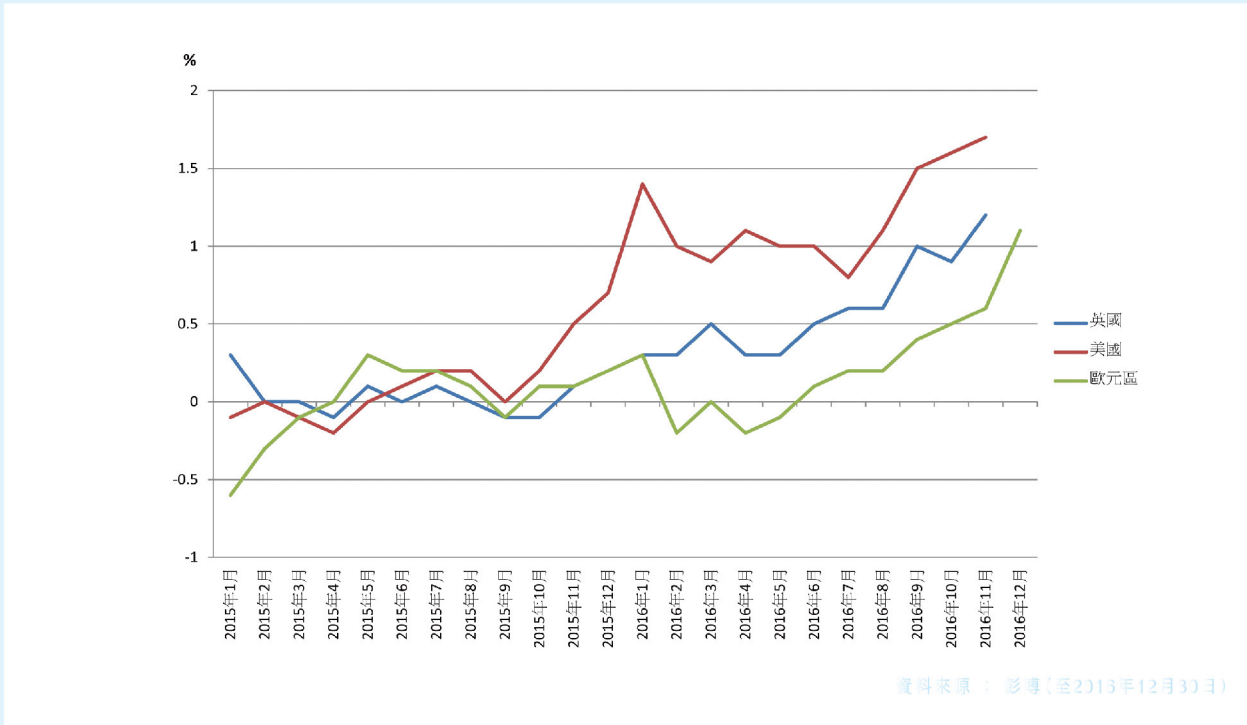


- 「沒有付出，就沒有收穫。」。廢除舊鈔票政策短期內可能會損害印度的國家經濟增長，並對社會帶來混亂；然而，它或許是消除印度貪污及黑錢活動的重要決定。從長遠來看，它可為印度政府增加稅收、促進銀行賬戶的使用及電子交易活動，加速經濟增長。經過最近2016年第四季股市調整，對進取的投資者來說，印度股市或許是一個具有吸引力的中長期投資選擇。

## 固定收入

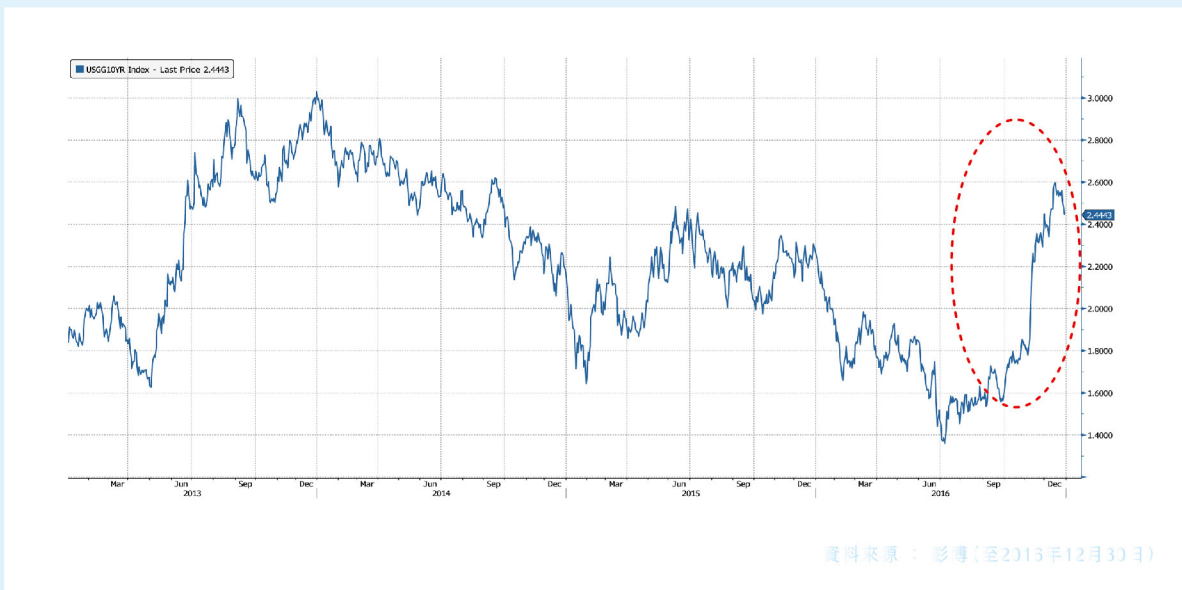
- 西方國家經歷了多年的通縮擔憂後，通脹壓力可能會在2017年重現。根據美國、歐元區和英國最近公布的消費物價指數，消費品價格在2016年下半年開始上揚，最新數字更是近年高位。

圖6: 美國、歐元區和英國的消費物價指數



- 由於新任美國總統特朗普提出財政刺激方案及減稅政策等，以促進美國經濟增長；市場預期因此或會觸發通脹，未來加息的步伐將會加快。美國國債對此作出迅速反應，在2016年的最後兩個月美國國債收益率大幅上升。我們不確定市場是否反應過敏，因為直至現在，大家還未確切知道特朗普具體的經濟政策；但我們對發達國家政府債券的前景並不過份悲觀，畢竟它能夠為投資組合提供分散風險的作用。然而，為減低利率風險，選擇存續期較短的債券或許會是相對謹慎的投資決定。

圖7: 美國10年期國債收益率大幅上升





- 高收益債券是2016年的投資寵兒之一。彭博巴克萊全球高收益債券指數去年的回報率超過14%。表現強勁主要是由於全球經濟和商業環境改善及市場對收益的強烈需求。普遍預期全球經濟在2017年加速增長，企業違約率有望持續低企；然而，高收益債券和美國國庫券之間的收益率差距，已經縮窄至3.68%，這反映高收益債券價格在2016年已經上漲不少。因此我們對高收益債券的投資前景，維持中立的態度。

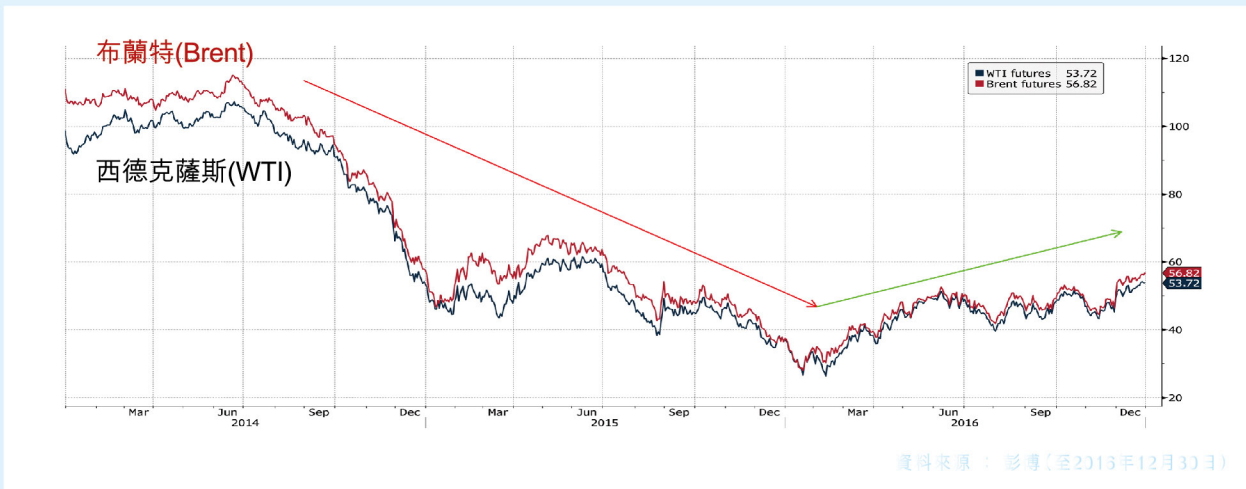
**圖8：美國高收益企業債券和10年期美國國庫券之間的收益率差距**



## 商品

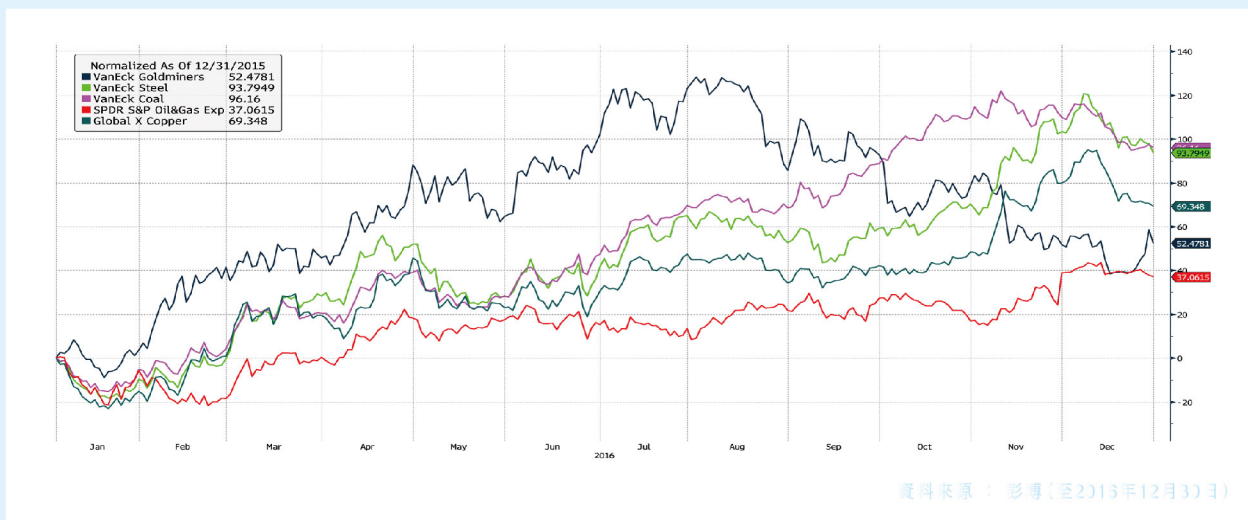
- 自特朗普當選美國總統後，黃金失去了吸引力，金價自選舉日至2016年底下挫了10.2%。事實上，現在的市場情緒確實對這黃色金屬不利。美元飆升、華爾街冒險情緒高漲、加息速度或會加快等，全都令持有這等無收入資產的成本上升。但隨着歐洲政局發展日益令人關注、特朗普政策之可行性受到質疑，加上全球通脹預期上升，黃金在未來六個月或有機會反彈，成為投資組合內減低風險的重要板塊。
- 由14個成員國組成的石油輸出國組織 (OPEC) 於11月底達成協議，將石油供應減至每日3250萬桶，是8年來首次。石油價格自2014年中至2016年2月大幅下挫，但隨着協議落實，油價在連續兩年下跌後終於在2016年回升。一再下試低位的油價重創了產油國的財政，令他們務必團結以保護其利益。西德克薩斯及布蘭特期油於2016年11月29日(協議日)至12月30日期間分別上升18.77%及22.51%，實際上各國的儲油量及供應量一直並不明確，故要監察各國遵守協議的狀況亦相當困難，所以油價短期的大幅反彈屬心理因素多於實質供求。油價上升更可促使美國增加頁岩油產量，從而令油價受壓。我們未有見到支撐油價短期急升的因素，而在預測油價的走勢時，不應忽略全球對原油的需求量，而這因素與全球經濟增長率有不可分割的關係。

圖9: 西德克薩斯(WTI)及布蘭特(Brent)期油價格



- 商品價格沉淪多年，2016年總算守得雲開，總體上升不少，各商品的上升情況可以透過其具代表性的交易所買賣基金(ETF)可見一斑，例如SPDR S&P Oil&Gas Exp, VanEck Steel, VanEck Gold miners, VanEck Coal等。雖然如此，我們暫未能就商品群組確定出清晰價格趨勢，但別忘記，從過往數據中我們可以看到商品價格與美滙指數呈負相關性，而與全球經濟增長率則呈正相關性。考量現況，美元在現水平再大幅飆升的機會相對較少，而全球經濟增長也在溫和復甦，所以我們對2017年的商品價格維持審慎樂觀態度。

圖10: 各類商品交易所買賣基金(ETF)表現



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。