

投資內望 2017 年 4 月

投資服務部



Altruist Financial Group Limited
進邦滙理有限公司

CIB 香港保險顧問協會會員
Member of the Hong Kong Confederation of Insurance Brokers

市場持續變幻莫測

白 特朗普當選美國總統以來，不斷作出種種戲劇性又令人意外的言論及決定，導致投資市場起伏不定。其大膽及出位之言論和方針包括有美國入境政策改革、寬減企業稅、撤出免稅協議、大興基建設施及國民醫療改革等，不單止佔盡報章頭條，亦衝擊環球不同資產類別之走勢。股票市場出現的「特朗普升浪」延續至 2017 年首季，但隨着他提出的入境限制政策及醫療改革一次又一次出現滑鐵盧，這場選舉後的市場亢奮亦逐漸退減。一度反對奧巴馬干預敘利亞的特朗普，在毫無預警之下向敘利亞發動導彈襲擊；數天後，又派遣軍艦前往朝鮮半島作為美國向北韓示警之行動。正當聯儲局就進一步加息及於年內縮減負債表走向達成共識之際，特朗普又突然指出美元太強並偏向維持低息環境，這都與他選舉時之言論背馳。

新興市場方面，今年首季是復甦的一季。MSCI 新興市場指數 2017 年第 1 季度錄得 11.45% 的回報，而 MSCI 亞太區（日本除外）指數於同期更錄得 12.91% 的亮麗回報，兩者均遠超 MSCI 世界指數的 6.53%。隨着投資者追逐高回報、低估值的資產，資金不斷湧入新興市場，其中以亞洲市場為甚。中國、印度、韓國、星加坡及台灣等國家尤其受追捧，情況從本季其資金流入量及股市指數表現可見一斑。

經過顛簸起伏的 2016 年第 4 季，大部份定息工具於本年首季均錄得正增長，而信用評級較低的債券表現相對優於投資級別的債券。受惠於本地貨幣升值及企業業績理想，新興市場債券及企業高息債券息差均有收窄。此等趨勢或會在今年內延續，因為一方面高息債的違約率普遍下降，另一方面，已發展經濟體之利率正常化政策將令對息口敏感的投資級別債券造成價格上的壓力。

商品價格個別發展。我們預期 2017 年的投資環境對商品價格相對有利，因為中國作為其中一個主要商品入口國，經濟基調正逐步改善（例：製造業及服務業 PMI 穩步上揚）；而特朗普亦準備推出

全國性大型基建項目計劃。再者，地緣政治的不確定性顯然會推升貴金屬價格及油價，而最後特朗普近期偏向弱美元之言論，更會成為商品價格上揚之助力。

我們就本年對投資市場及資產配置之取向基本上與上季的意見一樣，維持不變。由於新興市場股票估值吸引，基礎因素亦有所改善，相信其表現於今年將優於成熟市場之股票；而持有以美元計價之新興市場投資級別債券及企業高息債券，在中長線應可為投資組合減低下跌風險；在貴金屬及天然資源作較低比例的投資，除了能提供適度的風險分化外，更可能在長線為組合帶來意外驚喜。

縱使政局及經濟變幻莫測，因應個別投資者的需要及風險胃納設計一個均衡妥善的投資策略，從長遠看，仍是不二之選。正如畢菲特於 1993 年在巴郡「致股東的信」中節錄其老師班治文格蘭(Benjamin Graham)的教導：「從短線看，市場是一個投票機器，要成為投票人士的門檻只需要有錢，而不需要智慧或情緒上的穩定性；但是從長遠看，市場是一個秤重機器。」

表 1: 環球股市表現

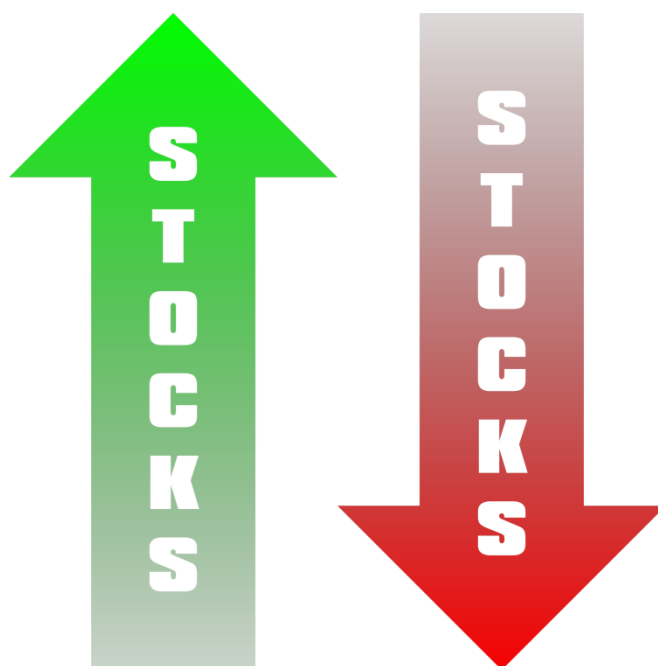
	2017 年第 1 季回報		2016 年全年回報	
	當地貨幣	以美元計算	當地貨幣	以美元計算
美國道瓊斯工業平均指數	5.19%	5.19%	16.50%	16.50%
歐洲 STOXX 50 指數	6.96%	8.48%	4.83%	1.76%
歐洲 STOXX 600 指數	6.30%	7.81%	2.30%	-0.70%
德國 DAX 指數	7.25%	8.77%	6.87%	3.30%
巴黎 CAC 指數	5.58%	7.08%	7.87%	4.27%
日本日經 225 指數	-0.38%	4.39%	2.35%	5.83%
香港恒生指數	10.14%	9.89%	4.28%	4.23%
香港國企指數	9.35%	9.11%	1.44%	1.39%
上證指數	3.85%	4.79%	-10.50%	-16.33%
中國滬深 300 指數	4.44%	5.38%	-9.25%	-15.16%
新加坡海峽時報指數	10.71%	14.69%	3.78%	1.65%
南韓 KOSPI 指數	6.60%	15.09%	3.44%	0.98%
台灣加權指數	6.03%	13.15%	15.49%	17.36%
印度 SENSEX 指數	11.50%	16.85%	3.47%	0.81%
印尼雅加達指數	5.55%	7.26%	17.52%	20.34%
曼谷 SET 指數	2.96%	7.50%	23.90%	24.64%
俄羅斯 RTS 指數	-3.31%	-3.31%	59.40%	59.40%
巴西 IBOVESPA 指數	7.90%	12.07%	38.93%	69.07%
S&P 泛阿拉伯指數	0.92%	0.92%	7.93%	7.93%
MSCI 環球指數	6.53%	6.53%	8.18%	8.18%

資料來源：彭博（至 2017 年 3 月 31 日）

表 2: 主要貨幣表現(以美元計算)

	2017 年第 1 季變幅	2016 年全年變幅
	以美元計算	
歐元	1.28%	-3.18%
英鎊	1.70%	-16.26%
日圓	5.00%	2.79%
港元	-0.19%	-0.07%
人民幣	0.84%	-6.50%
澳元	5.84%	-1.07%
紐西蘭元	1.04%	1.51%
新加坡元	3.56%	-1.96%
韓圓	8.00%	-2.93%
新台幣	6.35%	2.10%
印度盧比	4.74%	-2.61%
印尼盾	1.10%	2.34%
泰銖	4.17%	0.79%
羅斯盧布	8.89%	20.12%
巴西雷亞爾	4.09%	21.97%

資料來源：彭博（至 2017 年 3 月 31 日）

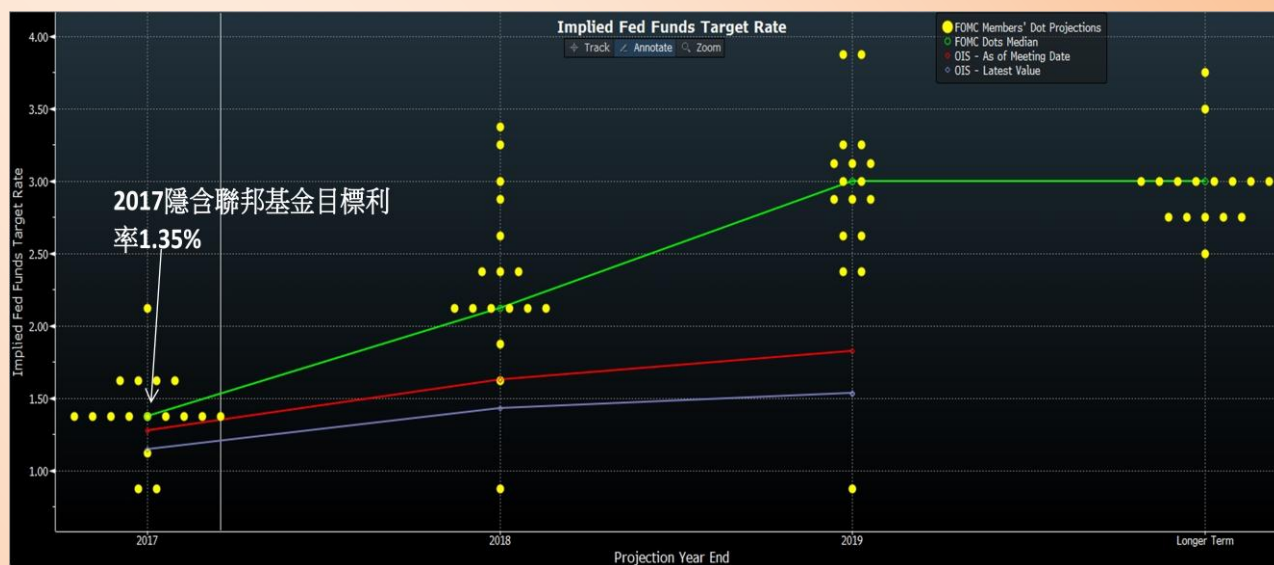


環球回顧及展望

美國

- 美國聯儲局於 2017 年 3 月的會議中將目標利率提升了 25 基點至 0.75% 至 1%，符合市場預期。分析師大致認同本年內極有可能會再加息兩次。

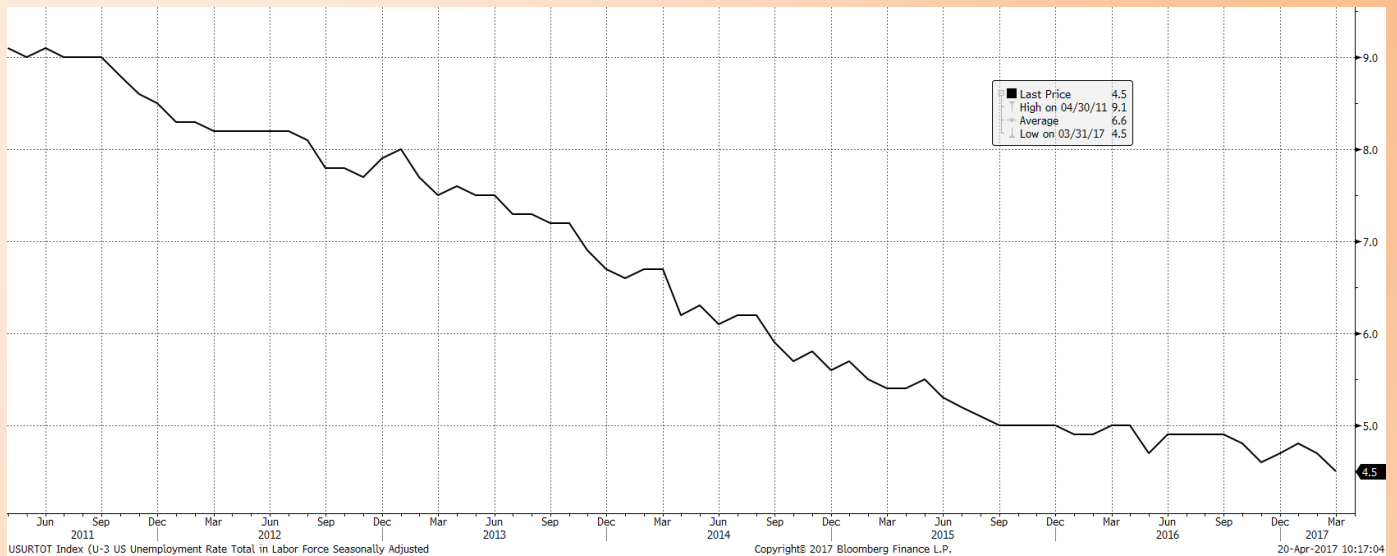
圖 1: 2017 年 3 月 FOMC 利率意向散點圖隱含的聯邦目標利率



資料來源：彭博（至 2017 年 3 月 31 日）

- 差不多所有公開市場委員會之成員都認為，全民就業及核心個人消費支出平減指數達到 2% 這兩個目標，均會在本年內達成，而其中半數成員已將預期政府開支調高這項因素一併考慮在內。會議中眾成員亦有討論到，或將於年內透過再投資策略之改變，開始縮減 4.5 萬億美元的資產負債表。
- 4 月初的「習特會」氣氛融洽。兩國的貿易磨擦是會中的首要議程，故雙方已訂立了「百日計劃」以討論相關事項。對於北韓的核威脅之對策，中美兩國取態不一，但特朗普表示如情況需要，美國可以單方面行動，無需中國援手。
- 2016 年最後一季的國內生產總值年度化增長率向上修訂至 2.1%，惟 2016 年全年計仍只是 1.6%，是 2012 年以來最低。
- 勞工市場數據令人鼓舞。3 月份失業率為 4.5%，是 10 年以來最低；非農就業新增職位雖然在 3 月份急挫，但首季每月平均增長仍然有 178,000 份；新申領失業救濟人數連續 109 個星期維持在 300,000 人以下，是 1970 年以來為期最長；唯獨勞工參與率下降至 63%。

圖 2: 美國失業率自大衰退後持續改善



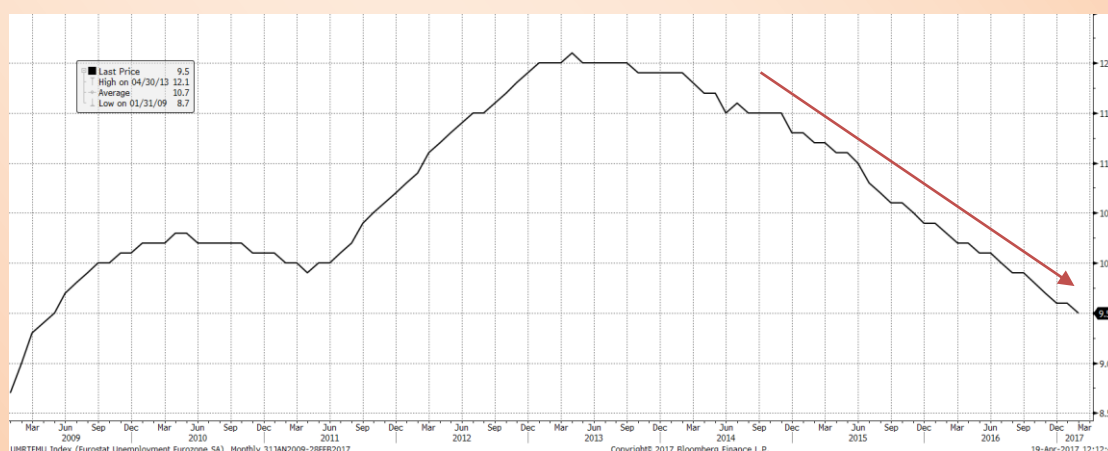
資料來源：彭博（至 2017 年 3 月 31 日）

- 由於經濟及金融環境改善，密芝根大學消費者情緒指數初值 4 月份升至 98，是 3 個月新高；而 3 月份之零售銷售則下跌 0.2%，是兩年以來首次連續兩個月下降，分析認為部份原因是退稅延誤。
- 美國股票市場今年頭兩個月走勢強勁，因為投資者預期惠及增長的措施快將出爐；但隨著特朗普連自己的共和黨員亦無法團結起來，支持其推行的醫改方案，令市場對他能否落實競選時承諾的政策感到懷疑。3 月份標準普爾 500 指數基本持平，道瓊斯工業平均指數下跌 0.72%，而納斯達克指數則微升 1.48%；總結首季，該 3 項指數仍分別升 6.07%，5.19%及 10.13%。
- 特朗普於 4 月在毫無預警的情況下，因懷疑大馬士革政府軍向平民使用化武，向敘利亞發動空襲；隨後又因北韓核試，向朝鮮半島派遣多艘軍艦示警。北韓半島軍事局勢持續升溫，而中國、日本、南韓等鄰近國家則希望以和平方式解決紛爭，避免捲入可能爆發的戰爭。雖然美國和北韓弩張劍拔，然而分析家相信現階段爆發戰爭的機會不大，惟隨著地緣政治危機增加，市場必然出現更多防禦性的投資舉措。
- 特朗普最近撤回了一些標誌性的競選言論。他在華爾街日報專訪中表示，美元現水平過強，他認為美元轉弱將有助增加美國出口的競爭力，並傾向維持低息環境。對華政策方面，他表示不會將中國列為匯率操控國。他在言論及政策上的重大轉向令市場嘩然，並對美元匯價做成即時的影響，美元指數在本年初曾升至 2002 年的新高後反覆向下，總結首季錄得 2.02%的跌幅。

歐洲

- 歐元區經濟在 2017 年首季以 6 年來最快的速度增長。歐元區綜合採購經理指數從 2 月份的 56 上漲至 3 月份的 56.7，達至 2011 年 4 月以來的最高水平。調查顯示，未來幾個月可能會持續擴張，因為新訂單激增，且企業也以近 10 年來最快的速度招聘更多的員工。
- 就業數據同樣令人鼓舞。2017 年 2 月份，歐元區失業率從 1 月份的 9.6% 下降至 9.5%，是 2009 年 5 月以來的最低水平。自金融危機爆發以來，歐元區失業率的高峰為 12.1%，而 1 年前，失業率則是 10.3%。在所有歐元區成員國中，2 月份失業率最低的地區分別是捷克（3.4%）和德國（3.9%），而最高的則是希臘（23.1%）和西班牙（18%）。

圖 3: 歐元區失業率持續下滑



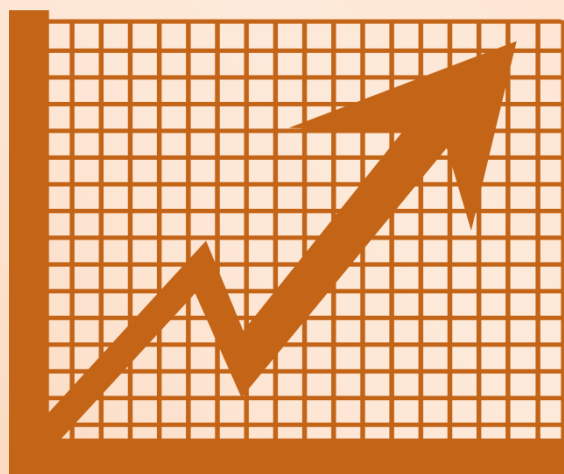
資料來源：彭博（至 2017 年 3 月 31 日）

- 正如普遍預期，歐洲央行在 3 月 9 日舉行的會議上沒有改變其貨幣政策。每月資產購買規模將仍維持在目前的每月 800 億歐元，但從 4 月份開始至 2017 年年底，每月資產購買規模將減至 600 億歐元。
- 儘管歐洲經濟展現出穩定增長的勢頭，相信歐央行在短期內或不曾對其量寬刺激作出任何重大的改變。首先，歐元區的通脹壓力依然疲弱，前幾個月的消費價格上漲或許主要是歸功於能源價格回升。最近發布的 3 月份 CPI 從 2 月份的 2% 大幅下跌至 1.5%。更重要的是剔除價格波動的能源、食品、酒類和煙草項目的核心通脹率，從上月的 0.9% 下降至 0.7%，跌至自去年 4 月以來的最低水平。
- 此外，歐洲的政治環境仍是非常不確定。在 3 月下旬，英國首相文翠珊（Theresa May）啟動了「里斯本條約」第 50 條，正式展開了英國脫離歐盟的進程。該條款允許雙方利用兩年的時間進行英國脫歐的談判，然而相信大家不容易取得共識。

- 3月15日荷蘭議會選舉並沒有出現什麼意外的結果，歐洲極右派的民粹主義者先在今年歐洲第一個重要選舉中落敗。然而荷蘭的選舉或許只是前菜；後續好戲還有法國在4月23日和5月7日舉行的兩輪總統選舉。雖然預計右翼候選人瑪琳勒龐（Marine Le Pen）最終將會在第二輪投票中落敗，但假若意外結果出現，該黑天鵝事件對投資市場的負面影響，可能會遠遠超過之前的特朗普當選及英國「脫歐」公投結果。
- 在歐洲的經濟基本因素出現改善跡象及股市估值看來較美國便宜的環境下，歐洲 STOXX 600 指數在 2017 年第 1 季度上漲超過 6%。不過，考慮到政治未知因素尚未明朗化，或許在法國總統選舉結果出現後，才考慮調高歐洲股票投資比重，會是較審慎的做法。

亞洲

- 大多數亞洲股票市場在 2017 年第 1 季度均獲得正回報。其中，印度 SENSEX 指數漲幅最大，上升超過 10%。去年 11 月份，莫迪政府突然推出廢除通用貨幣政策，使得股市在上個季度下滑超過 4%，但這也正好為投資者帶來不錯的入市良機。此外，外資流入亦有助印度 SENSEX 指數攀升至歷史高位水平。據國家證券登記有限公司(National Securities Depository Limited)的數據顯示，3 月份外國投資者在印度股票淨購入 52.3 億美元，這是迄今為止最大的單月流入金額。
- 由於廢除通用貨幣政策的負面影響已經消除，採購經理指數也重回到擴張區，可以預期印度的經濟增長，在未來幾個季度有望加速前進。目前 SENSEX 指數的市盈率在 20 倍以上，市場估值或許相對較高；然而，由於市場仍具有相當的長線增長潛力，因此我們仍然對印度股市的投資前景持樂觀的態度。



- 除印度市場外，港股在 2017 年首 3 個月亦表現強勁，恆生指數升至自 2015 年 8 月以來最高水平。中國內地投資者在本輪升浪中扮演著重要的角色，在「內地與香港市場互聯互通計劃」南下資金流入加快的情況下，刺激港股在 2 月和 3 月日均成交額分別升至 831 億及 861 億港元，為過去 12 個月以來最高的水平。然而恆指在第 1 季已上漲超過 10%，且攀升至 24,000 心理關口，上升阻力漸現。加上美股的回調壓力增加，短期內港股或難免波動加劇。基於以上原因，我們偏向會在市場出現調整時，才考慮增加香港股票的投資比重。

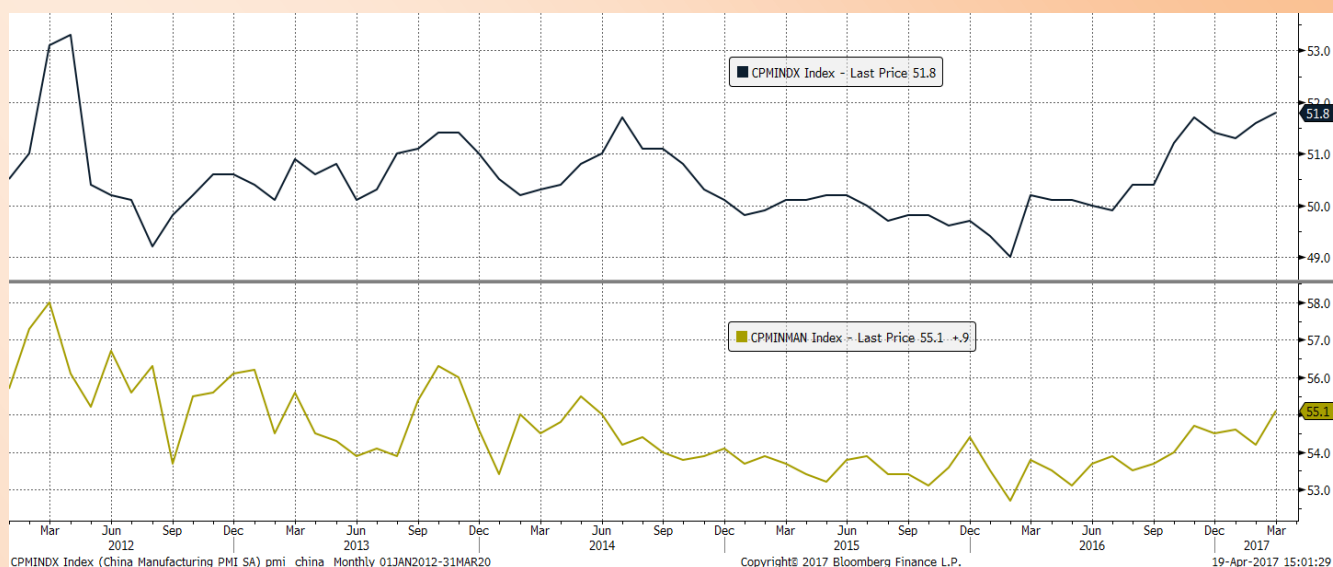
圖 4: 恆生指數 24,000 點出現上升阻力



資料來源：彭博（至 2017 年 3 月 31 日）

- 最近公布的經濟數據反映中國經濟呈現穩步增長跡象。中國官方製造業採購經理人指數和非製造業採購經理人指數均分別上升至自 2012 年 4 月和 2014 年 5 月以來最高位。1 月和 2 月零售銷售增長雖見放緩至 9.5%，是自 2003 年以來首次增長低於 10%，但消費需求依然強勁。作為零售項目重要一環的汽車銷售，在中國政府針對小型汽車提升徵稅後，比去年同期下滑 1.1%。然而，剔除汽車銷售部份，零售銷售比去年卻增長 10.6%，網絡銷售更大增 31.9%，顯示消費者信心依然實在。

圖 5: 製造業及非製造業採購經理人指數均呈上升趨勢



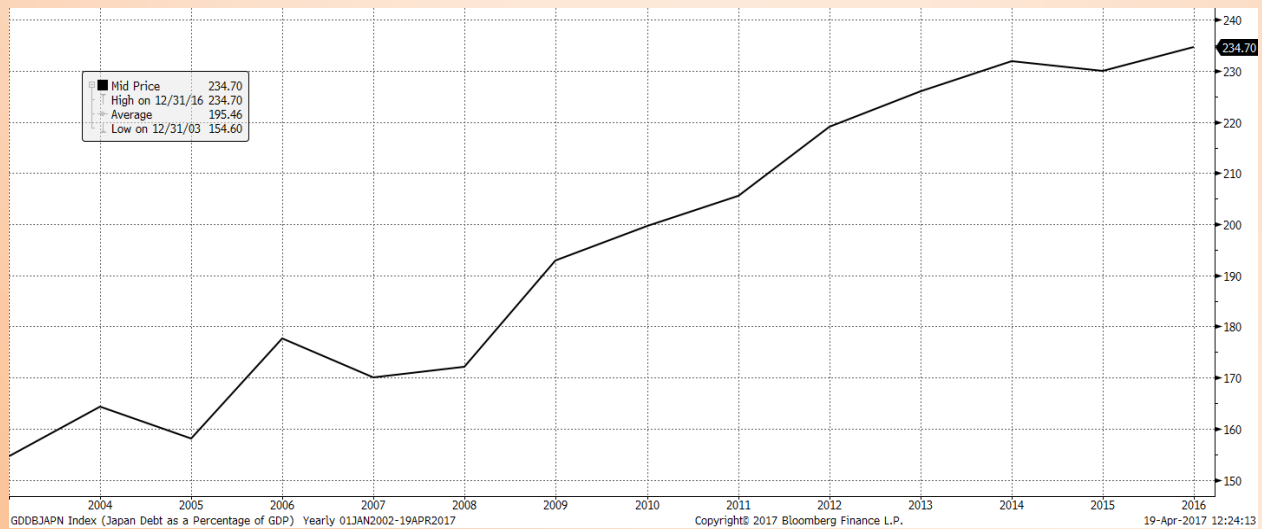
資料來源：彭博（至 2017 年 3 月 31 日）

- 但是，中國房屋泡沫問題仍是令人擔憂的。根據國家統計局統計，3 月份中國 70 個主要城市新建住宅銷售價格按年升 11.3%，比上月則升 0.6%。
 - 其中北京 3 月份住房價格年度漲幅更高達 19%，這迫使北京市政府採取額外的調控措施，以抑制熾熱的房地產市場，其中包括提高第二套房首付金額（最高達房價的 80%），並收緊了針對透過虛假離婚以獲得首次置業利率的政策等。在全中國 30 多個城市，包括杭州、廈門、福州、貴陽、常州、長春等，在 3 月份均新增物業限制措施，針對多戶買家和非本戶籍投資者。
- 
- 在第 2 季度中國股市的市場焦點之一，將會是 MSCI 會否在 6 月份把中國大陸 A 股納入其新興市場指數內。在剛過去的 3 月，MSCI 發布了一份新的諮詢文件，並建議將去年 MSCI 新興市場指數中納入的 A 股公司數目從 448 家下調至 169 家，而權重則將從 1% 下調至 0.5%。經歷了過去三年的失敗後，新提案確實有望提升 A 股納入 MSCI 指數機會，但是納入的影響或將會變得微不足道。
 - 隨着經濟基本面的改善，近幾個月中國 A 股市場的投資氣氛漸見好轉。由於市場現估值仍處合理水平，相信積極的投資者或可考慮在現階段積累中國股票作中長期投資。

債券

- 一如所料，美國聯儲局在 2017 年 3 月的會議期間，將其聯邦基金利率的目標範圍提高了 25 個基點至 0.75% 至 1%。根據聯邦公開市場委員會(FOMC)的會議紀錄，大多數參與者均維持逐步提升利率的展望。更重要的是，只要經濟數據持續正面，更會考慮在今年年底之前，開始削減美聯儲 4.5 萬億美元的資產負債表。
- 儘管加息步伐加快及貨幣緊縮政策預期升溫，美國國債收益率在第 1 季度卻出現下挫。這或許是由於市場價格已反映了利率上升週期的影響，同時敘利亞和北韓地緣政治風險的提升，也支持了債券價格。
- 歐洲央行於 3 月的會議維持利率不變，並會從 4 月開始，每月將債券買入規模降至 600 億歐元。由於區內通脹壓力不大，且歐元區的政治不確定性仍然很高，歐洲央行不大可能在短期內大幅度改變其寬鬆的貨幣政策。儘管如此，相信歐洲國家債券負收益率現象在可見的將來會逐漸被較合理的正收益率所取代。
- 日本央行在 2017 年 3 月的會議決定維持其主要短期利率在 -0.1%，並繼續透過積極的資產購買計劃，將其 10 年期國債收益率維持在 0% 左右。日本央行行長黑田春彥重申，央行決心維持大規模的貨幣刺激措施，直至通脹穩定在 2% 以上的目標。

圖 6: 日本公共債務與 GDP 的比率



資料來源：彭博（至 2017 年 3 月 31 日）

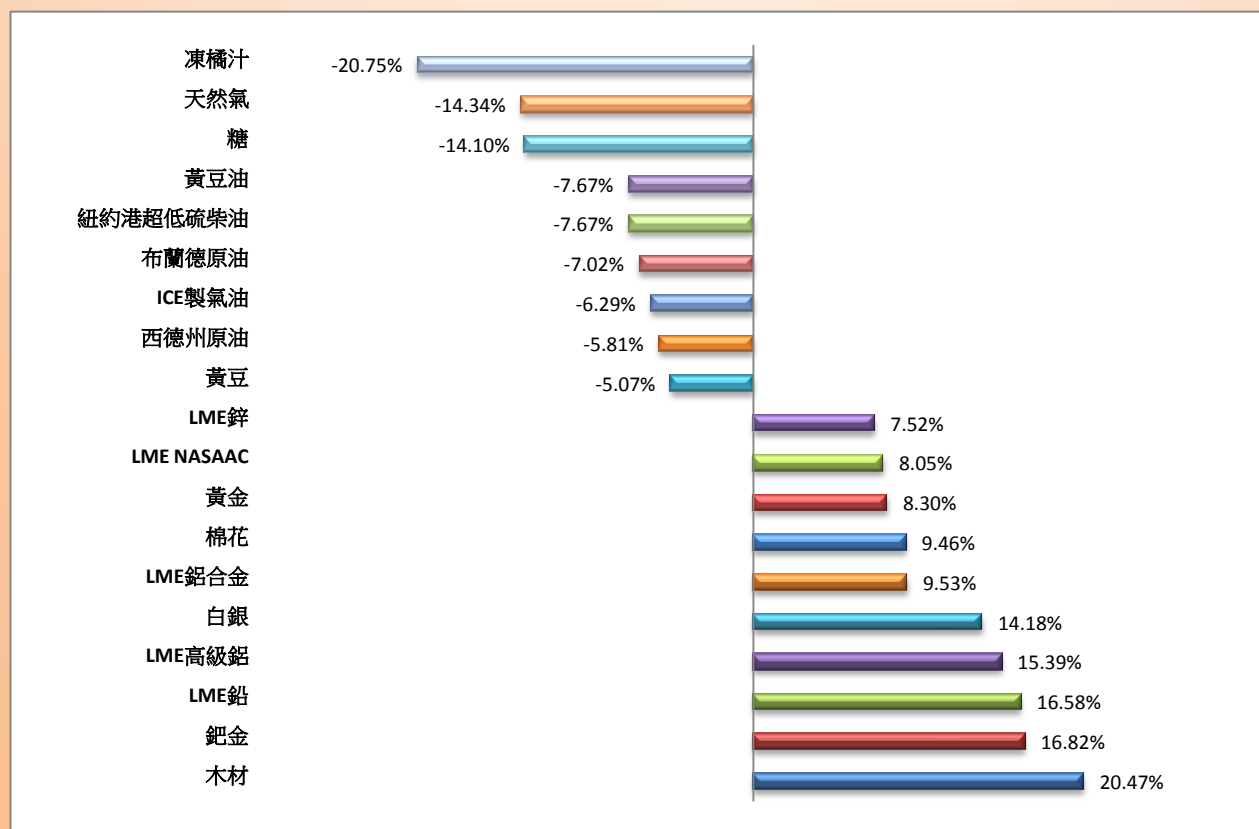
- 日本央行在 2013 年開始其質化和量化的貨幣寬鬆政策（Quantitative and Qualitative Monetary Easing, QQE）。然而 4 年過後，通脹率仍然很低、2% 的目標遙不可及，此外私人消費疲軟，經濟停滯不前。相反，由於大量的資產購買，日本堆積了巨額的公共債務，而這種趨勢似乎可能會持續一段日子，因為現階段確無法預測日央行質化和量化貨幣寬鬆政策的結束日期。

- 我們對發達國家政府債券的投資前景維持中立態度。雖然全球通脹壓力似乎在上升，但到目前為止，幅度相對溫和。此外，北韓和敘利亞的緊張局勢日益加劇，歐洲的政治不穩定也可能引發資金流入避險資產。然而投資者欲對沖通脹及避免利率風險，一些發達國家發行的通貨膨脹掛鉤債券或許會是不错的投資選擇。
- 高收益債券在 2017 年第 1 季度的表現持續強勁。根據彭博巴克萊全球高收益債券指數，其首季漲幅為 3.18%。由於預期 2017 年全球經濟將持續復甦，整體營商環境有所改善，高收益債券的違約率理應維持在較低水平。雖然高收益債券與美國國債之間的收益率差已經縮小至 3.45%，但我們仍然對高收益債券的投資前景，持中立的態度。

商品

- 繼 2016 年錄得雙位數字的增長後，彭博商品指數於今年首季下跌 2.47%，令投資者失望。在眾多商品類別中，貴金屬是大贏家，其中鈀、黃金和白銀升幅尤為顯著；賤金屬亦有不错的升幅。肉類及穀物的價格平穩，而跌幅較大的則要數天然氣、煤礦及石油類。

圖 7: 商品期貨回報排行榜 12/30/2016 - 03/31/2017



資料來源：彭博（至 2017 年 3 月 31 日）

- 由於美國和加拿大之間就木材貿易掀起貿易糾紛，木材期貨價格首季大升兩成。一羣美國供應商向美國商務部提交請願書，要求向加拿大入口木材徵收反傾銷稅及反補貼稅，要到 4 月方有裁決。此外，美國獨立屋的建屋量是過去 10 年以來最高，造成對木材的需求大增，因此亦推高木材價格。
- 石油輸出國組織成員均努力遵守 2016 年底所達成的減產協議，然而其果效卻被美國的頁岩油供應增加所抵銷。2016 年的油價上升，讓美國的油井可以重新運作，導致 2017 年起美國原油儲備上升；如果特朗普對能源業放鬆管制，則情況將會更甚。故此原油價格於首季錄得跌幅，但大部份時間仍在每桶 50 美元以上。石油輸出國成員在今年 5 月就減產協議是否延續的決定，將會是關鍵，但似乎他們正在面對雙輸局面—如果他們不延續減產，則石油價格將會下降，損害他們國家的收入；但減產帶來的價格上漲卻會促使一眾非油組國(尤其美國)增加產量，成為他們減產中的得益者。
- 貴金屬 2016 年的漲勢延續至今年首季，原因明顯。全球通脹預期升溫讓一眾投資者以黃金作風險對沖。美元未如預期般強勢亦是因素之一。美國對敘利亞毫無先兆的空襲，及美國北韓之間的緊張局勢進一步推高金價。
- 往前看，將會有好些因素對商品價格起關鍵的影響，其中包括主要國家的貿易政策、美國是否會展開大型基建項目、主要經濟體的經濟復甦狀況，及各國間之地緣風險等。

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。