



央行仍是舞台焦點

投資市場上半年表現強勁，大部份股票指數均錄得正回報，亞洲股票市場表現尤其突出，區內不少國家股市取得雙位數字升幅。大部份貨幣兌美元均上升，皆因本年第 2 季是美元過去 7 年來最差的一個季度，美元指數下挫 4.7%。根據美國、亞洲、歐洲、新興市場以至全球的綜合債券指數顯示，債券價格普遍上揚。除個別商品外，全球主要資產類別價格大致上升。

全球經濟目前繼續溫和復甦。本年首季主要地區之國民生產總值(GDP)年度化增長表現理想。其中美國 2.1%，為 6 季高位；歐元區 1.9%，為 5 季高位；中國 6.9%，為 6 季高位。根據世界銀行 2017 年 6 月發表的「全球經濟展望」，預期新興市場及已發展市場之總體經濟增長將由 2016 年的 3.5% 上升至 2017 年的 4.1%。經濟數據正面加上市場氣氛樂觀，各國主要央行如美國、英國、加拿大、歐元區等，均不約而同宣佈有意開始或進一步實行貨幣緊縮政策，而中國在過去多月已透過公開市場操作形式逐漸控制及收緊貨幣供應。其中美國公開市場委員會(“FOMC”)最近的會議紀錄中已提到有關收縮資產負債表的計劃，只是正式實行時間尚未確定而已，但很大機會將於本年度展開；而歐央行的會議紀錄則顯示各與會者討論於購債的政策訊息發放上剔除「偏向寬鬆」的用語，當時立刻引發一輪環球國家政府債券的拋售。

貨幣政策正常化是避免經濟及通脹過熱的必須手段，亦能為將來的貨幣政策預留迴旋空間。但在全球各國央行過去近 10 年來以不同形式推行了史無前例的量化寬鬆政策後，央行與投資市場之間的互動已大大改變。在全球長時間超低息及貨幣供應大量增加的情況下，資金成本非常低，引致投資者湧入風險資產，帶動股票指數屢創新高。明顯的例子包括有美國道瓊斯工業指數、標普 500 指數、納斯達克指數、韓國 KOSPI 指數、印度 BSE SENSEX 指數等；同時市場對央行政策改變的敏感度大大增加，因為投資者均明白是流動性的氾濫而非實質的經濟底蘊支撐現時的資產價格。央行方面，不再以前瞻性政策帶領國家經濟向前，而是採取「以數據為依歸」，步步為營的態度，極其謹慎的逐漸微調政策。除經濟數據外，他們更重視市場對政策的反應。今天任何不小心的鷹派言論可能會被敏感的市場過度放大，甚至引發不受控的骨牌效應，引起金融風波，任何政客均不願意冒此風險。

2017 年對很多國家來說，是退出量寬的一年，但全球經濟是否準備好迎接改變則仍有待商榷。多國通脹因能源價格仍處低水平而受到抑壓，復甦只屬溫和穩定，未算強勁；美國、中國、日本等最大經濟體，其總債務與 GDP 比例均見新高。政治及經濟合作是環球經濟增長的中流砥柱，但在國家主義及保護主義的日益壯大下，開始備受挑戰。最後，中東地區及朝鮮半島的地緣政治問題隨時引至衝突爆發，投資者對上述不確定因素應保持警惕，因其對市場的打擊並非單靠經濟政策可以補救。觀乎過去 12 個月資產的價格升幅及現價水平，投資者不妨考慮作較為防守性的部署。股票市場方面，我們仍然較偏好亞洲新興市場多於成熟市場，因其經濟底蘊健康，而且過去幾年的增長滯後，令其現有估值相對吸引。論已發展市場，歐洲（英國除外）市場可能表現會相對優勝，因其復甦走勢穩定，經濟展望更漸入佳境，隨着各大央行開始收緊其寬鬆政策，債息走勢將會上行，然而債券仍是為投資組合提供穩定性及風險分散一個不可或缺的部份。就現況而言，選擇一些廣泛覆蓋不同存續期、貨幣、行業及信貸質素的多元化債券基金，將有助抵禦息率及滙率波動等難以預測的市場變數。

表 1: 環球股市表現

	2017 年第 2 季回報		2017 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	3.95%	3.95%	9.35%	9.35%
歐洲 STOXX 50 指數	0.34%	7.05%	7.32%	16.13%
歐洲 STOXX 600 指數	1.19%	7.96%	7.56%	16.39%
德國 DAX 指數	0.10%	6.80%	7.35%	16.17%
巴黎 CAC 指數	2.23%	9.07%	7.93%	16.79%
日本日經 225 指數	6.06%	5.07%	5.78%	9.82%
香港恒生指數	8.50%	8.01%	19.50%	18.69%
香港國企指數	2.86%	2.40%	12.48%	11.72%
上證指數	-0.23%	1.43%	3.61%	6.29%
中國滬深 300 指數	6.99%	8.77%	11.74%	14.62%
新加坡海峽時報指數	2.78%	4.27%	13.79%	19.59%
南韓 KOSPI 指數	10.73%	8.22%	18.15%	24.66%
台灣加權指數	6.92%	6.85%	14.61%	21.79%
印度 SENSEX 指數	4.91%	5.31%	16.97%	23.05%
印尼雅加達指數	5.96%	5.97%	11.84%	13.66%
曼谷 SET 指數	1.13%	2.35%	4.12%	10.03%
俄羅斯 RTS 指數	-8.70%	-8.70%	-11.10%	-11.10%
巴西 IBOVESPA 指數	-3.21%	-8.40%	4.44%	2.66%
S&P 泛阿拉伯指數	2.95%	2.95%	4.09%	4.09%
MSCI 環球指數	4.19%	4.19%	10.91%	10.91%

資料來源：彭博（至 2017 年 6 月 30 日）

表 2: 主要貨幣表現(以美元計算)

	2017 年第 2 季變幅	2017 年年初至今變幅
	以美元計算	
歐元	7.27%	8.64%
英鎊	3.78%	5.55%
日圓	-0.89%	4.07%
港元	-0.46%	-0.66%
人民幣	1.57%	2.42%
澳元	0.79%	6.67%
紐西蘭元	4.67%	5.75%
新加坡元	1.52%	5.13%
韓圓	-2.24%	5.58%
新台幣	-0.34%	5.99%
印度盧比	0.42%	5.18%
印尼盾	-0.02%	1.09%
泰銖	1.19%	5.42%
羅斯盧布	-4.54%	3.94%
巴西雷亞爾	-5.59%	-1.73%

資料來源：彭博（至 2017 年 6 月 30 日）

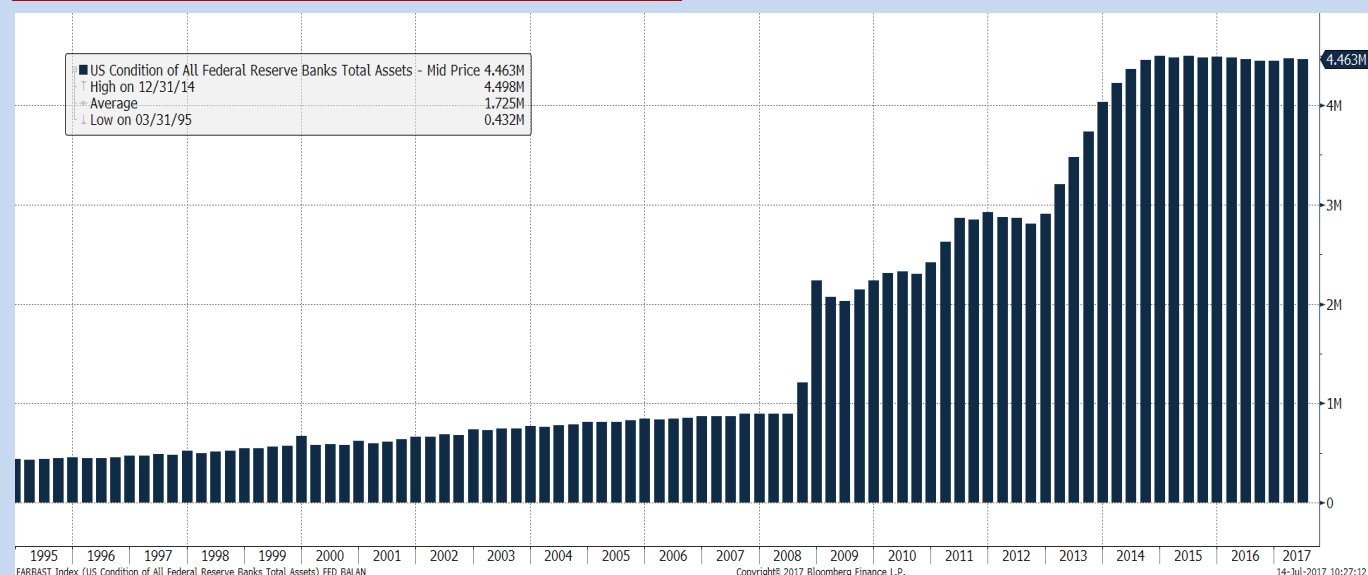


環球回顧及展望

美國

- 美國股市上半年走勢強勁，道瓊斯工業平均指數及標普 500 指數總回報分別達到 9.35% 及 9.34%，而以科技股為主的納斯達克指數總回報更錄得 14.76%。對標普 500 指數來說，這是 2013 年以來最佳的上半年表現，至於納斯達克指數，更是自 2009 年以來最好的。此升浪始初源於市場對特朗普稅改施政及放寬財政政策的憧憬，及後則為勞工市場強勁、消費者情緒改善以及盈利優於預期所帶動。全國 34 間最大銀行順利通過聯儲局的壓力測試，令股票價格進一步上升。美股 3 大指數於過去 6 個月內屢創新高，然而股票價格是否被高估仍然存疑。隨着第 2 季度業績公布期即將展開，此問題很快便有分曉。盈利最終是令市場失望，還是超出預期，將左右後市走向。
- 公開市場委員會 3 月份的會議紀錄顯示，與會者均支持於 2017 年內啟動 4.5 萬億美元資產負債表的正常化進程。紀錄中：「...大部份與會者預期漸進式的加息將會持續，並認為本年稍後的時間會是委員會改變投資策略的適當時機...」。6 月份的會議紀錄中就此題目更提到：「就到期的國庫債券本金，委員會預期計劃始初將以每月 60 億美元的速度縮表，往後每 3 個月增加 60 億，12 個月後達至 300 億美元...目標是長遠保持資產負債表資金低於近年水平，但仍比金融海嘯之前為高...」。餘下的問題只是何時開始，相信通脹率及勞工市場狀況將是決定之關鍵因素。

圖 1: 美國聯邦儲備銀行資產總額 (1995 - 2017)



資料來源：彭博（至 2017 年 6 月 30 日）

- 國民生產總值(GDP)首季按季上升 1.4%，按年上升 2.1%。根據過往歷史數據，首季數字傾向低於往後三季，主因是季節性因素。亞特蘭大聯署銀行預期美國第 2 季 GDP 增長為 2.9%，而長遠看，特朗普更相信未來數年 GDP 增長率可達 4%甚至 5%。然而美國在過去 11 年來經濟均沒有超過 3%的年度增長。
- 6 月份非農就業數據增加 222,000，比 5 月份的 152,000 及市場預期的 179,000 都要好。此數據為 4 個月高位，消息對美元起了即時的支持作用，甚至可能令下次的公開市場委員會會議考慮更快推行資產負債表正常化。然而，勞工市場的優勢亦非一面倒，6 月份失業率由 5 月的 4.3% 稍微上升至 4.4%，而平均每小時工資按年只升 2.5%。
- 6 月份 ISM 製造業 PMI 從 5 月份的 54.9 上升至 57.8，遠超市場預期的 55.2。隨着產出、新訂單及從業人員上升，此數據顯示美國製造業正處於 2014 年 8 月以來最快的擴張步伐中。至於非製造業數據由 5 月份的 56.9 升至 57.4，同樣超出市場預期，商業活動及新訂單有所增加但從業人員則下跌。大部份受訪者對營商環境及經濟總體狀況予以肯定。

圖 2: 美國 ISM 製造業及非製造業指數 (2012 - 2017)



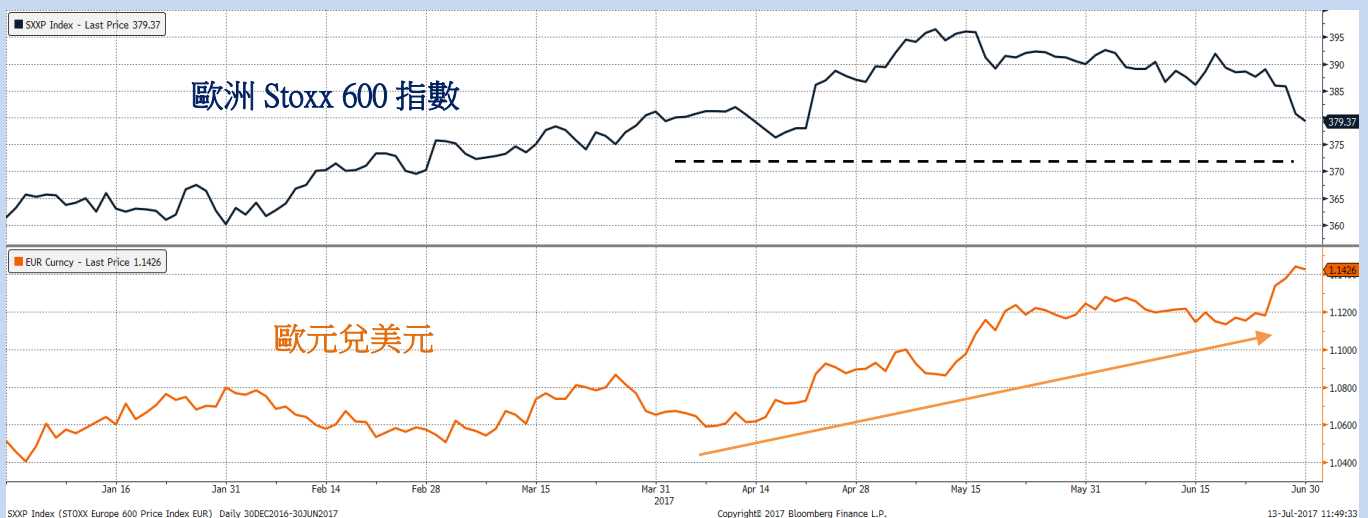
資料來源：彭博（至 2017 年 6 月 30 日）

歐洲

- 根據歐盟統計局公佈的最新數據，歐元區取得自 2015 年第 4 季度以來最快的經濟增長。與前一季度相比，2017 年首季經濟增長了 0.6%，優於第二次估值的 0.5%。跟去年同期相比，則上升 1.9%。此外，區內 19 個成員國均錄得正增長。

- 在過去幾個季度，歐元區的經濟增長動力正在建立，而這一趨勢也繼續伸延。儘管歐元區 6 月份綜合採購經理指數跌至 4 個月以來的低點 56.3，但仍高於早前的預估值 55.7，且僅略低於 4 月及 5 月份 56.66 的 6 年高位。第 2 季度整體平均值，也是自 2011 年第 1 季以來最好的季度表現。經濟擴張再次由製造業帶動，服務業活動增長略為溫和，但仍是過去 6 年來最強勁的表現。
- 此外，5 月份歐元區失業率已跌至 9.3%，是 2009 年 3 月以來的最低水平。在歐元區所有國家中，以德國失業率最低，為 3.9%，這也是德國自統一以來最低的紀錄。
- 雖然歐元區的經濟復甦越見強勁，通脹物價仍見低企，且低於歐洲央行（“歐央行”）的目標水平。由於汽油和加熱用燃油的成本下降，歐元區 5 月份的消費者物價跟去年同期相比，僅上漲 1.4%，比 4 月份的 1.9% 為低，這也是今年迄今最低水平。不包括加工食品，酒類和煙草的價格的通脹率由 4 月份的 1.2% 下降至 0.9%，而不包括能源的則由 1.3% 下跌至 1.1%。
- 歐洲央行在 6 月 8 日的會議期間維持貨幣政策不變，資產購買將繼續以目前每月 600 億歐元的速度持續進行，符合普遍預期。然而，根據歐央行會議紀錄顯示，決策者對於降低貨幣刺激措施正持有更開放的態度。

圖 3: 第 2 季歐洲股票持平及歐元反彈



資料來源: 彭博 (截止 2017 年 6 月 30 日)

- 廣泛的經濟復甦、馬克龍當選法國總統選舉後，歐洲的政治環境轉趨相對穩定、加上預期歐央行快將結束其超寬鬆貨幣政策等因素，均對歐元反彈作出貢獻。歐元兌美元在第 2 季度上漲了 7%，至於股票基準指標歐洲 Stoxx 600 指數在過去 3 個月卻僅能持平，表現跑輸其他成熟市場股市。然而，由於歐洲的經濟基礎正在改善，相信最終會支持區內企業的盈利增長，我們認為投資者可考慮在現階段吸納歐洲股票作中長期投資。

亞洲

- 在 6 月 20 日，MSCI 宣布將會在 2018 年 6 月起逐步將中國大陸 A 股加入其基準指數。共有 222 檔 A 股大型企業將被納入 MSCI 新興市場指數中，佔指數比重約 0.73%。短期來看，此舉對中國 A 股的影響或許不算很大，因為 0.73% 的指數權重，僅代表約額外 100 至 110 億美元的新資金流入。相對中國 A 股每日介乎 500 至 600 億美元之間的交易量，可說是微不足道。然而，這對中國股市的長遠發展卻是一重大突破，相信 MSCI 的決定將會對改善中國上市公司的企業管治能起積極的作用，假以時日能吸引更多來自全球不同投資者的資金。
- 期待已久的債券通計劃於 7 月 3 日正式揭幕。於計劃初期，國際投資者可透過香港交易所(“港交所”)進入中國 9 萬億美元的債券市場，這是中國進一步開放其資本賬戶的里程碑。同時，這也標誌著港交所的產品線從股票、商品擴展至債券的新一頁，並進一步加強香港市場作為國際投資者進入大陸市場門戶的重要性。
- 在經濟方面，中國第 1 季國內生產總值增長率為 6.9%，表現比預期理想，且是自 2015 年第 3 季度以來最大的增長。同時增長勢頭更見持續，最近公佈的官方及財新製造業採購經理人指數在 6 月份均上漲至 3 個月高點，分別為 51.7 和 50.4。
- 與此同時，服務業仍處於擴張範圍。儘管 6 月份財新服務業採購經理人指數從 5 月份的 4 個月高點下滑至 51.6，但 6 月份官方非製造業採購經理人指數則從 54.5 上調至 54.9，這顯示整體經濟結構仍在健康發展。中國經濟增長模式近年正從製造業轉向消費、服務和創新行業。服務業在去年已經佔中國整體經濟總值一半以上。
- 於 2017 年 7 月 1 日，印度展開了自獨立以來最大的稅務改革。新的商品及服務稅 (GST) 將統一取代超過 10 餘種的凌亂稅制，統一 29 個州和 12.8 億人口成為單一市場。根據去年廢鈔令的經驗，新的稅收制度或會為經濟帶來短暫的混亂和不確定性。但相信改革將有助打擊逃稅及降低監控成本，長線而言增加政府收入。匯豐銀行更估計，此舉將有助印度於 3 至 5 年內將國內生產總值提升 0.4%。



- 日本最大製造商的信心指數連續第三個季度上升至 3 年來最高水平。根據日本央行對 10,000 多家公司進行的季度調查的 Tankan 報告顯示，主要製造商的信心指數為 17，是 2014 年第 1 季度以來的最高。然而另一方面，民間消費意欲依然疲弱。經實際價格調整後，5 月份的住戶開支，相對 1 年前下降了 0.1%，這也已是連續第十五個月出現下滑。
- 亞洲股市在 2017 年上半年大幅上揚，其中韓國和印度股市表現最佳，以美元計分別上升了 24.66% 和 23.05%。中長期來看，歐美經濟增長轉強將有利以出口為主導的亞洲經濟，我們對亞洲股市的投資前景仍然樂觀。然而，截至 2017 年 6 月 30 日，MSCI 亞洲（日本除外）指數的市盈率已升至 15.4 倍，是近年相對較高的水平，從市場估值來看吸引力略為失色。因此我們認為投資者可考慮當市場出現調整時，才增加有關的投資比重。

圖 4: MSCI 亞洲（日本除外）指數市盈率升至近年高位

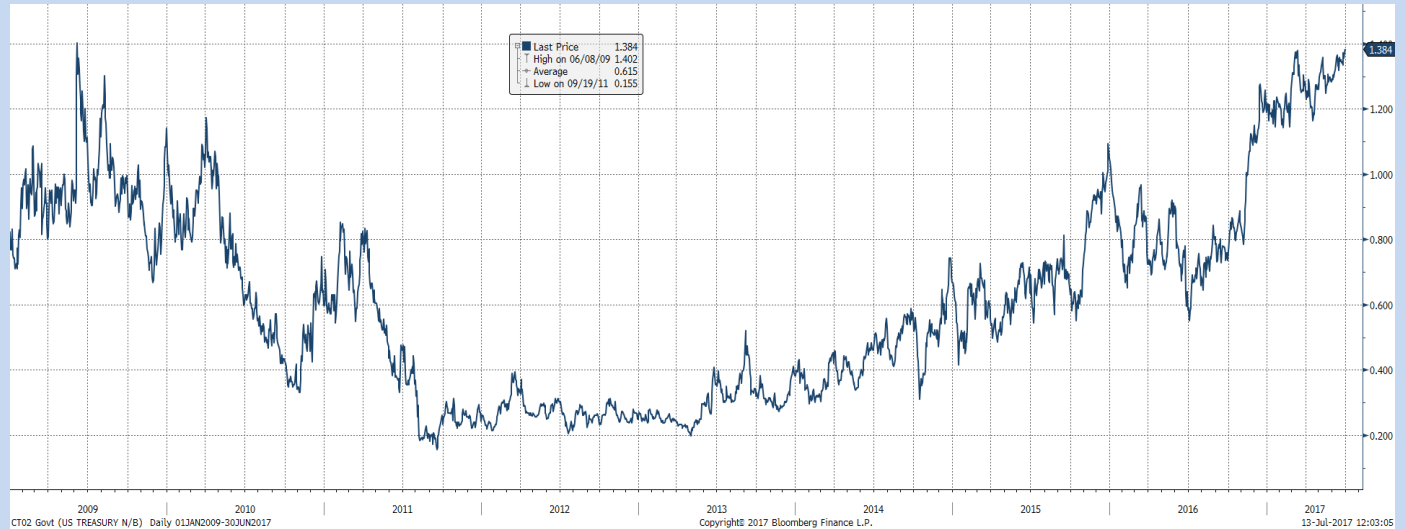


資料來源: 彭博 (截止 2017 年 6 月 30 日)

債券

- 正如普遍預期，美國聯邦儲備局（“聯儲局”）在 2017 年 6 月會議期間將聯邦基金利率的目標範圍提高了 25 個基點至 1% 至 1.25% 間。更重要的是聯儲局表示，他們正計劃準備在未來幾個月內開始縮減 4.5 萬億美元的資產負債表。
- 歐洲方面，儘管歐洲央行 6 月會議期間貨幣政策不變，歐洲央行行長德拉吉在其後的歐洲央行年度政策論壇中表示，歐元區的通縮力量已被通脹力量所替代。投資者預計，歐洲央行也將開始縮減其超級寬鬆貨幣政策，利率正常化會是早晚發生的事。
- 基於上述原因，全球成熟國家債券在 6 月底出現一陣拋售潮。對利率最敏感的兩年期美國國債收益率上升至 1.384%，是 2009 年 6 月以來的最高水平。與此同時，德國 10 年期國債收益率也從一個月前的 0.3%，躍升至 6 月 30 日的 0.463%。

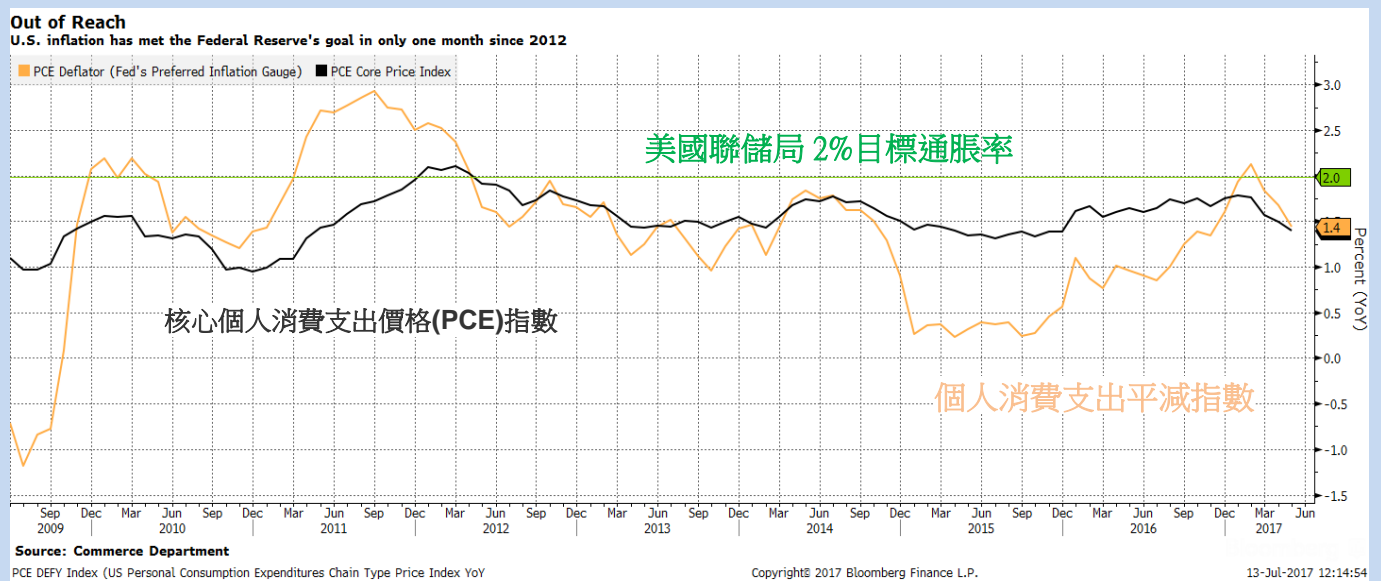
圖 5: 兩年期美國國債收益率升至 2009 年 6 月以來的最高水平



資料來源: 彭博 (截止 2017 年 6 月 30 日)

- 可以預期歐美貨幣政策正常化在不久將來會很大機會落實，有關的時間安排與實施步伐將取決於整體經濟增長和消費物價的水平。觀乎最近公佈的經濟數據，美國和歐洲經濟擴張勢頭強勁，但通脹壓力仍然低於央行目標，相信貨幣政策正常化過程也只會未來逐步謹慎地實施。

圖 6: 美國通脹壓力仍然低於聯儲局目標



資料來源: 彭博 (截止 2017 年 6 月 30 日)

- 高收益債券表現繼續優於其他固定收益資產類別。彭博巴克萊全球高收益指數在 2017 年第 2 季度及上半年分別上漲 3.19% 及 6.46%。由於全球經濟正處增長期，整體商業經營環境有所改善，企業債務違約率應繼續維持在較低水平，並支持高收益債券的價格。

- 我們認為長線而言債券是均衡投資組合重要的一環，我們仍對固定收益投資前景持中立態度。雖然債券價格可能會由於利率上升而受到影響，但不同類型債券，其影響也不一樣。例如高收益債券對利率升跌的敏感度往往較美國國債為低、浮息債券也是如此。因此我們主張建構多元化的債券組合，投資於不同界別的債券發行人、不同信用質素和到期日的債券。多元化債券組合有助管理風險，減低利率上漲的整體影響，並提供更穩定的回報。

商品

- 2017 年上半年對商品來說相當艱難。跟蹤 22 隻商品期貨合約的彭博商品指數截至本年 6 月 30 日下跌 5.61%。在經歷 2016 年超過 11% 的升幅之後，這確是一個不理想的開端。

圖 7: 彭博商品指數



資料來源：彭博（至 2017 年 6 月 30 日）

- 能源類別表現令人失望，布蘭特原油及西德克薩斯州原油在第 2 季分別下跌 9.29% 及 9.01%。其中原因包括市場意料之外的庫存上升，及利比亞和尼日利亞在石油輸出國組織豁免減產下而增加產油量。西德克薩斯州原油於 6 月 20 日技術上已進入熊市（自 4 月 11 日下跌超過 20%），但之後連續 8 日上升，是 2009 年 12 月以來最長連續升市。原因是美國油井的增加漸漸慢下來，而頁岩油的供應在現價水平似乎出現樽頸情況。
- 根據國際能源署(IEA) 2017 年 7 月的報告指出，石油及天然氣的上游投資經過兩年史無前例的下跌後，情況有望回穩。報告預期美國就頁岩油投資將上調 53%，而其他地區，如俄羅斯及中東等，就上游項目投資亦會增加，但增幅只有單位數字。全球的新增投資對減低消耗現有油田所帶來的潛在風險至為重要，因為 2014 年至 2016 年期間投資的大幅下降，如不及時作出修正，或會在將來引發供應短缺的情況。當然，石油業是一種長遠投資，減少或增加投資的影響均要透過較長時間顯現。

- 金價在第 1 季末與第 2 季末的水平相若，上半年升幅為 8.2%。期間，金價於 6 月 6 日最高時接近每安士 1300 美元，及後價格一直反覆向下，主因是各大央行分別不約而同地表示息率正常化的合適時機已漸近，而近日的美元弱勢對金價亦毫無幫助。有鑒於全球對實金的需求漸弱，及市場預期全球通脹及利率進入升軌，金價短期內可能前景黯淡；但別忘記地緣政治仍然有機會隨時發生，於投資組合內長期保留小部份的黃金一直是傳統智慧。

圖 8: 黃金現價走勢



資料來源：彭博（至 2017 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。