



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

央行仍是舞台焦点

投 资市场上半年表现强劲，大部份股票指数均录得正回报，亚洲股票市场表现尤其突出，区内不少国家股市取得双位数字升幅。大部份货币兑美元均上升，皆因本年第2季是美元过去7年来最差的一个季度，美元指数下挫4.7%。根据美国、亚洲、欧洲、新兴市场以至全球的综合债券指数显示，债券价格普遍上扬。除个别商品外，全球主要资产类别价格大致上升。

全球经济目前继续温和复苏。本年首季主要地区之国民生产总值(GDP)年度化增长表现理想。其中美国2.1%，为6季高位；欧元区1.9%，为5季高位；中国6.9%，为6季高位。根据世界银行2017年6月发表的「全球经济展望」，预期新兴市场及已发展市场之总体经济增长将由2016年的3.5%上升至2017年的4.1%。经济数据正面加上市场气氛乐观，各国主要央行如美国、英国、加拿大、欧元区等，均不约而同宣布有意开始或进一步实行货币紧缩政策，而中国在过去多月已透过公开市场操作形式逐渐控制及收紧货币供应。其中美国公开市场委员会(“FOMC”)最近的会议纪录中已提到有关收缩资产负债表的计划，只是正式实行时间尚未确定而已，但很大机会将于本年度展开；而欧央行的会议纪录则显示各与会者讨论于购债的政策讯息发放上剔除「偏向宽松」的用语，当时立刻引发一轮环球国家政府债券的抛售。

货币政策正常化是避免经济及通胀过热的必须手段，亦能为将来的货币政策预留回旋空间。但在全球各国央行过去近10年来以不同形式推行了史无前例的量化宽松政策后，央行与投资市场之间的互动已大大改变。在全球长时间超低息及货币供应大量增加的情况下，资金成本非常低，引致投资者涌入风险资产，带动股票指数屡创新高。明显的例子包括有美国道琼斯工业指数、标普500指数、纳斯达克指数、韩国KOSPI指数、印度BSE SENSEX指数等；同时市场对央行政策改变的敏感度大大增加，因为投资者均明白是流动性的泛滥而非实质的经济底蕴支撑现时的资产价格。央行方面，不再以前瞻性政策带领国家经济向前，而是采取「以数据为依归」，步步为营的态度，极其谨慎的逐渐微调政策。除经济数据外，他们更重视市场对政策的反应。今天任何不小心的鹰派言论可能会被敏感的市场过度放大，甚至引发不受控的骨牌效应，引起金融风波，任何政客均不愿意冒此风险。

2017 年对很多国家来说，是退出量宽的一年，但全球经济是否准备好迎接改变则仍有待商榷。多国通胀因能源价格仍处低水平而受到抑压，复苏只属温和稳定，未算强劲；美国、中国、日本等最大经济体，其总债务与 GDP 比例均见新高。政治及经济合作是环经济增长的中流砥柱，但在国家主义及保护主义的日益壮大下，开始备受挑战。最后，中东地区及朝鲜半岛的地缘政治问题随时引至冲突爆发，投资者对上述不确定因素应保持警惕，因其对市场的打击并非单靠经济政策可以补救。观乎过去 12 个月资产的价格升幅及现价水平，投资者不妨考虑作较为防守性的部署。股票市场方面，我们仍然较偏好亚洲新兴市场多于成熟市场，因其经济底蕴健康，而且过去几年的增长滞后，令其现有估值相对吸引。论已发展市场，欧洲（英国除外）市场可能表现会相对优胜，因其复苏走势稳定，经济展望更渐入佳境，随着各大央行开始收紧其宽松政策，债息走势将会上行，然而债券仍是为投资组合提供稳定性及风险分散一个不可或缺的部份。就现况而言，选择一些广泛覆盖不同存续期、货币、行业及信贷质素的多元化债券基金，将有助抵御息率及汇率波动等难以预测的市场变量。

表 1: 环球股市表现

	2017 年第 2 季回报		2017 年年初至今回报	
	当地货币	以美元计算	当地货币	以美元计算
美国道琼斯工业平均指数	3.95%	3.95%	9.35%	9.35%
欧洲 STOXX 50 指数	0.34%	7.05%	7.32%	16.13%
欧洲 STOXX 600 指数	1.19%	7.96%	7.56%	16.39%
德国 DAX 指数	0.10%	6.80%	7.35%	16.17%
巴黎 CAC 指数	2.23%	9.07%	7.93%	16.79%
日本日经 225 指数	6.06%	5.07%	5.78%	9.82%
香港恒生指数	8.50%	8.01%	19.50%	18.69%
香港国企指数	2.86%	2.40%	12.48%	11.72%
上证指数	-0.23%	1.43%	3.61%	6.29%
中国沪深 300 指数	6.99%	8.77%	11.74%	14.62%
新加坡海峡时报指数	2.78%	4.27%	13.79%	19.59%
南韩 KOSPI 指数	10.73%	8.22%	18.15%	24.66%
台湾加权指数	6.92%	6.85%	14.61%	21.79%
印度 SENSEX 指数	4.91%	5.31%	16.97%	23.05%
印度尼西亚雅加达指数	5.96%	5.97%	11.84%	13.66%
曼谷 SET 指数	1.13%	2.35%	4.12%	10.03%
俄罗斯 RTS 指数	-8.70%	-8.70%	-11.10%	-11.10%
巴西 IBOVESPA 指数	-3.21%	-8.40%	4.44%	2.66%
S&P 泛阿拉伯指数	2.95%	2.95%	4.09%	4.09%
MSCI 环球指数	4.19%	4.19%	10.91%	10.91%

資料來源：彭博（至 2017 年 6 月 30 日）

表 2: 主要货币表现(以美元计算)

	2017 年第 2 季变幅	2017 年年初至今变幅
	以美元计算	
欧元	7.27%	8.64%
英镑	3.78%	5.55%
日圆	-0.89%	4.07%
港元	-0.46%	-0.66%
人民币	1.57%	2.42%
澳元	0.79%	6.67%
纽西兰元	4.67%	5.75%
新加坡元	1.52%	5.13%
韩圆	-2.24%	5.58%
新台币	-0.34%	5.99%
印度卢比	0.42%	5.18%
印度尼西亚盾	-0.02%	1.09%
泰铢	1.19%	5.42%
罗斯卢布	-4.54%	3.94%
巴西雷亚尔	-5.59%	-1.73%

数据源：彭博（至 2017 年 6 月 30 日）

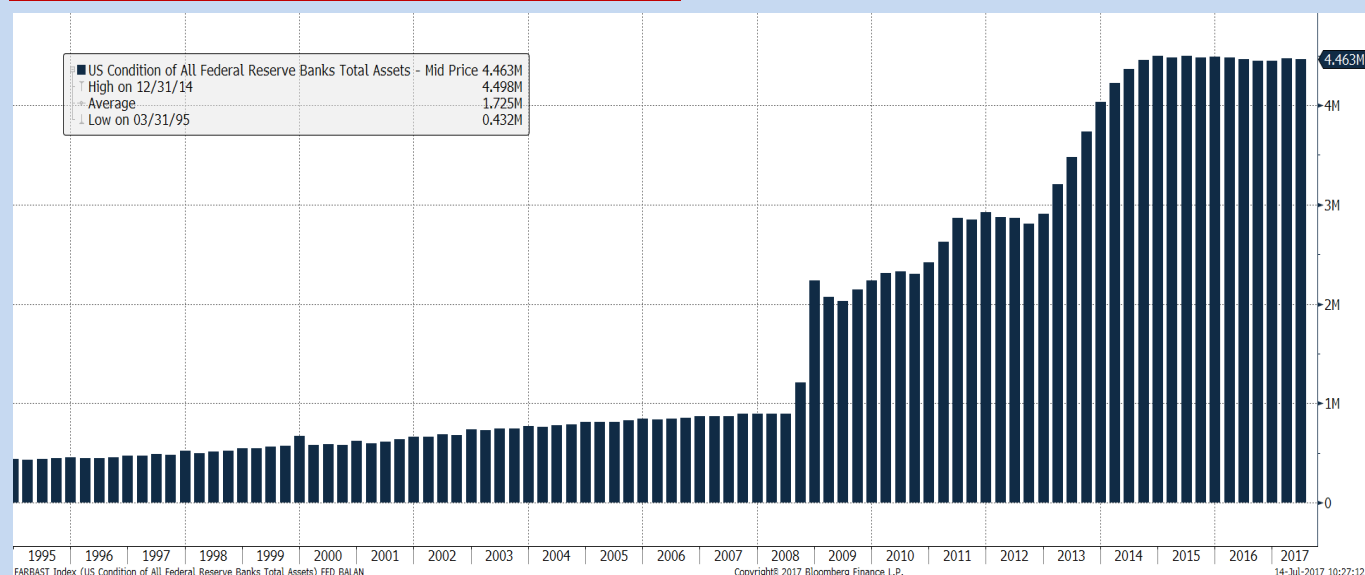


环球回顾及展望

美国

- 美国股市上半年走势强劲,道琼斯工业平均指数及标普 500 指数总回报分别达到 9.35% 及 9.34%, 而以科技股为主的纳斯达克指数总回报更录得 14.76%。对标普 500 指数来说,这是 2013 年以来最佳的上半年表现,至于纳斯达克指数,更是自 2009 年以来最好的。此升浪始初源于市场对特朗普税改施政及放宽财政政策的憧憬,及后则为劳工市场强劲、消费者情绪改善以及盈利优于预期所带动。全国 34 间最大银行顺利通过联储局的压力测试,令股票价格进一步上升。美股 3 大指数于过去 6 个月内屡创新高,然而股票价格是否被高估仍然存疑。随着第 2 季度业绩公布期即将展开,此问题很快便有分晓。盈利最终是令市场失望,还是超出预期,将左右后市走向。
- 公开市场委员会 3 月份的会议纪录显示,与会者均支持于 2017 年内启动 4.5 万亿美元资产负债表的正常化进程。纪录中:「...大部份与会者预期渐进式的加息将会持续,并认为本年稍后的时间会是委员会改变投资策略的适当时机...」。6 月份的会议纪录中就此题目更提到:「就到期的国库债券本金,委员会预期计划始初将以每月 60 亿美元的速度缩表,往后每 3 个月增加 60 亿,12 个月后达至 300 亿美元...目标是长远保持资产负债表资金低于近年水平,但仍比金融海啸之前为高...」。余下的问题只是何时开始,相信通胀率及劳工市场状况将是决定之关键因素。

图 1: 美国联邦储备银行资产总额 (1995 - 2017)



数据源：彭博（至 2017 年 6 月 30 日）

- 国民生产总值(GDP)首季按季上升 1.4%，按年上升 2.1%。根据过往历史数据，首季数字倾向于往后三季，主因是季节性因素。亚特兰大联储银行预期美国第 2 季 GDP 增长为 2.9%，而长远看，特朗普更相信未来数年 GDP 增长率可达 4% 甚至 5%。然而美国在过去 11 年来经济均没有超过 3% 的年度增长。
- 6 月份非农就业数据增加 222,000，比 5 月份的 152,000 及市场预期的 179,000 都要好。此数据为 4 个月高位，消息对美元起了实时的支持作用，甚至可能令下次的公开市场委员会会议考虑更快推行资产负债表正常化。然而，劳工市场的优势亦非一面倒，6 月份失业率由 5 月的 4.3% 稍微上升至 4.4%，而平均每小时工资按年只升 2.5%。
- 6 月份 ISM 制造业 PMI 从 5 月份的 54.9 上升至 57.8，远超市场预期的 55.2。随着产出、新订单及从业人员上升，此数据显示美国制造业正处于 2014 年 8 月以来最快的扩张步伐中。至于非制造业数据由 5 月份的 56.9 升至 57.4，同样超出市场预期，商业活动及新订单有所增加但从业人员则下跌。大部份受访者对营商环境及经济总体状况予以肯定。

图 2: 美国 ISM 制造业及非制造业指数 (2012 - 2017)



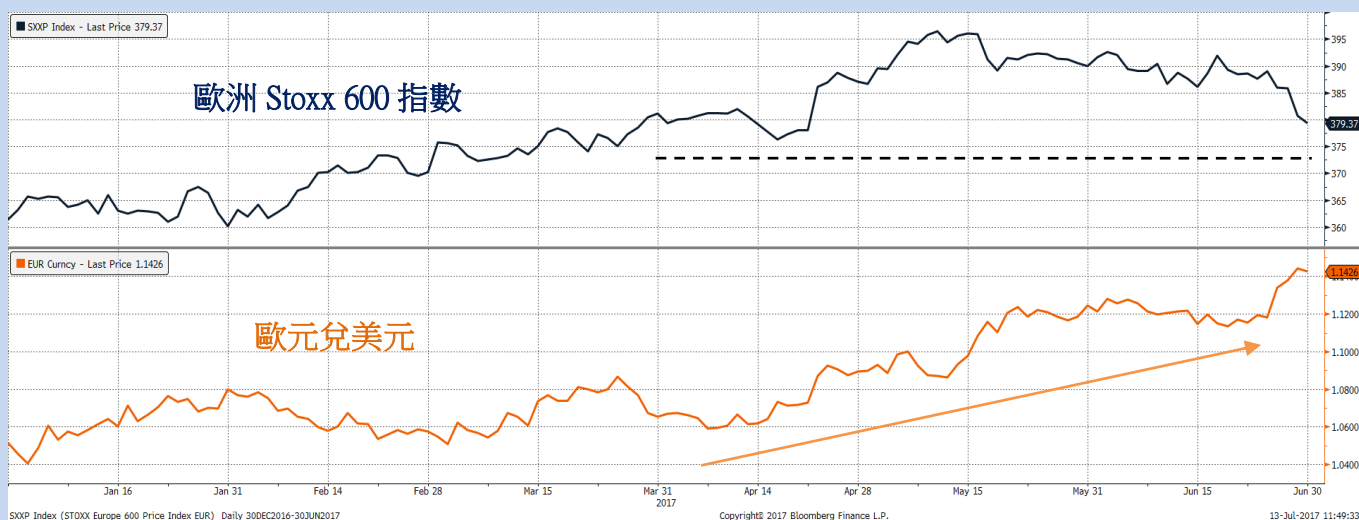
数据源：彭博（至 2017 年 6 月 30 日）

欧洲

- 根据欧盟统计局公布的最新数据，欧元区取得自 2015 年第 4 季度以来最快的经济增长。与前一季度相比，2017 年首季经济增长了 0.6%，优于第二次估值的 0.5%。跟去年同期相比，则上升 1.9%。此外，区内 19 个成员国均录得正增长。

- 在过去几个季度，欧元区的经济增长动力正在建立，而这一趋势也继续伸延。 尽管欧元区 6 月份综合采购经理指数跌至 4 个月以来的低点 56.3，但仍高于早前的预估值 55.7，且仅略低于 4 月及 5 月份 56.66 的 6 年高位。 第 2 季度整体平均值，也是自 2011 年第 1 季以来最好的季度表现。经济扩张再次由制造业带动，服务业活动增长略为温和，但仍是过去 6 年来最强劲的表现。
- 此外，5 月份欧元区失业率已跌至 9.3%，是 2009 年 3 月以来的最低水平。在欧元区所有国家中，以德国失业率最低，为 3.9%，这也是德国自统一以来最低的纪录。
- 虽然欧元区的经济复苏越见强劲，通胀物价仍见低企，且低于欧洲央行（“欧央行”）的目标水平。由于汽油和加热用燃油的成本下降，欧元区 5 月份的消费者物价较去年同期相比，仅上涨 1.4%，比 4 月份的 1.9% 为低，这也是今年迄今最低水平。不包括加工食品，酒类和烟草的价格的通胀率由 4 月份的 1.2% 下降至 0.9%，而不包括能源的则由 1.3% 下跌至 1.1%。
- 欧洲央行在 6 月 8 日的会议期间维持货币政策不变，资产购买将继续以目前每月 600 亿欧元的速度持续进行，符合普遍预期。然而，根据欧央行会议纪录显示，决策者对于降低货币刺激措施正持有更开放的态度。

图 3: 第 2 季欧洲股票持平及欧元反弹



数据源: 彭博 (截止 2017 年 6 月 30 日)

- 广泛的经济复苏、马克龙当选法国总统选举后，欧洲的政治环境转趋相对稳定、加上预期欧央行快将结束其超宽松货币政策等因素，均对欧元反弹作出贡献。欧元兑美元在第 2 季度上涨了 7%，至于股票基准指标欧洲 Stoxx 600 指数在过去 3 个月却仅能持平，表现跑输其他成熟市场股市。然而，由于欧洲的经济基础正在改善，相信最终会支持区内企业的盈利增长，我们认为投资者可考虑在现阶段吸纳欧洲股票作中长期投资。

亚洲

- 在 6 月 20 日，MSCI 宣布将会在 2018 年 6 月起逐步将中国大陆 A 股加入其基准指数。共有 222 檔 A 股大型企业将被纳入 MSCI 新兴市场指数中，占指数比重约 0.73%。短期来看，此举对中国 A 股的影响或许不算很大，因为 0.73% 的指数权重，仅代表约额外 100 至 110 亿美元的新资金流入。相对中国 A 股每日介乎 500 至 600 亿美元之间的交易量，可说是微不足道。然而，这对中国股市的长远发展却是一重大突破，相信 MSCI 的决定将会对改善中国上市公司的企业管治能起积极的作用，假以时日能吸引更多来自全球不同投资者的资金。
- 期待已久的债券通计划于 7 月 3 日正式揭幕。于计划初期，国际投资者可透过香港交易所(“港交所”)进入中国 9 万亿美元的债券市场，这是中国进一步开放其资本账户的里程碑。同时，这也标志着港交所的产品线从股票、商品扩展至债券的新一页，并进一步加强香港市场作为国际投资者进入大陆市场门户的重要性。
- 在经济方面，中国第 1 季国内生产总值增长率为 6.9%，表现比预期理想，且是自 2015 年第 3 季度以来最大的增长。同时增长势头更见持续，最近公布的官方及财新制造业采购经理人指数在 6 月份均上涨至 3 个月高点，分别为 51.7 和 50.4。
- 与此同时，服务业仍处于扩张范围。尽管 6 月份财新服务业采购经理人指数从 5 月份的 4 个月高点下滑至 51.6，但 6 月份官方非制造业采购经理人指数则从 54.5 上调至 54.9，这显示整体经济结构仍在健康发展。中国经济增长模式近年正从制造业转向消费、服务和创新行业。服务业在去年已经占中国整体经济总值一半以上。
- 于 2017 年 7 月 1 日，印度展开了自独立以来最大的税务改革。新的商品及服务税 (GST) 将统一取代超过 10 余种的凌乱税制，统一 29 个州和 12.8 亿人口成为单一市场。根据去年废钞令的经验，新的税收制度或会为经济带来短暂的混乱和不确定性。但相信改革将有助打击逃税及降低监控成本，长线而言增加政府收入。汇丰银行更估计，此举将有助印度于 3 至 5 年内将国内生产总值提升 0.4%。



- 日本最大制造商的信心指数连续第三个季度上升至 3 年来最高水平。根据日本央行对 10,000 多家公司进行的季度调查的 Tankan 报告显示，主要制造商的信心指数为 17，是 2014 年第 1 季度以来的最高。然而另一方面，民间消费意欲依然疲弱。经实际价格调整后，5 月份的住户开支，相对 1 年前下降了 0.1%，这也已连续第十五个月出现下滑。
- 亚洲股市在 2017 年上半年大幅上扬，其中韩国和印度股市表现最佳，以美元计分别上升了 24.66% 和 23.05%。中长期来看，欧美经济增长转强将有利以出口为主导的亚洲经济，我们对亚洲股市的投资前景仍然乐观。然而，截至 2017 年 6 月 30 日，MSCI 亚洲（日本除外）指数的市盈率已升至 15.4 倍，是近年相对较高的水平，从市场估值来看吸引力略为失色。因此我们认为投资者可考虑当市场出现调整时，才增加有关的投资比重。

图 4: MSCI 亚洲（日本除外）指数市盈率升至近年高位



数据源: 彭博 (截止 2017 年 6 月 30 日)

债券

- 正如普遍预期，美国联邦储备局（“联储局”）在 2017 年 6 月会议期间将联邦基金利率的目标范围提高了 25 个基点至 1% 至 1.25% 间。更重要的是联储局表示，他们正计划准备在未来几个月内开始缩减 4.5 万亿美元的资产负债表。
- 欧洲方面，尽管欧洲央行 6 月会议期间货币政策不变，欧洲央行行长德拉吉在其后的欧洲央行年度政策论坛中表示，欧元区的通缩力量已被通胀力量所替代。投资者预计，欧洲央行也将开始缩减其超级宽松货币政策，利率正常化会是早晚发生的事。
- 基于上述原因，全球成熟国家债券在 6 月底出现一阵抛售潮。对利率最敏感的两年期美国国债收益率上升至 1.384%，是 2009 年 6 月以来的最高水平。与此同时，德国 10 年期国债收益率也从一个月前的 0.3%，跃升至 6 月 30 日的 0.463%。

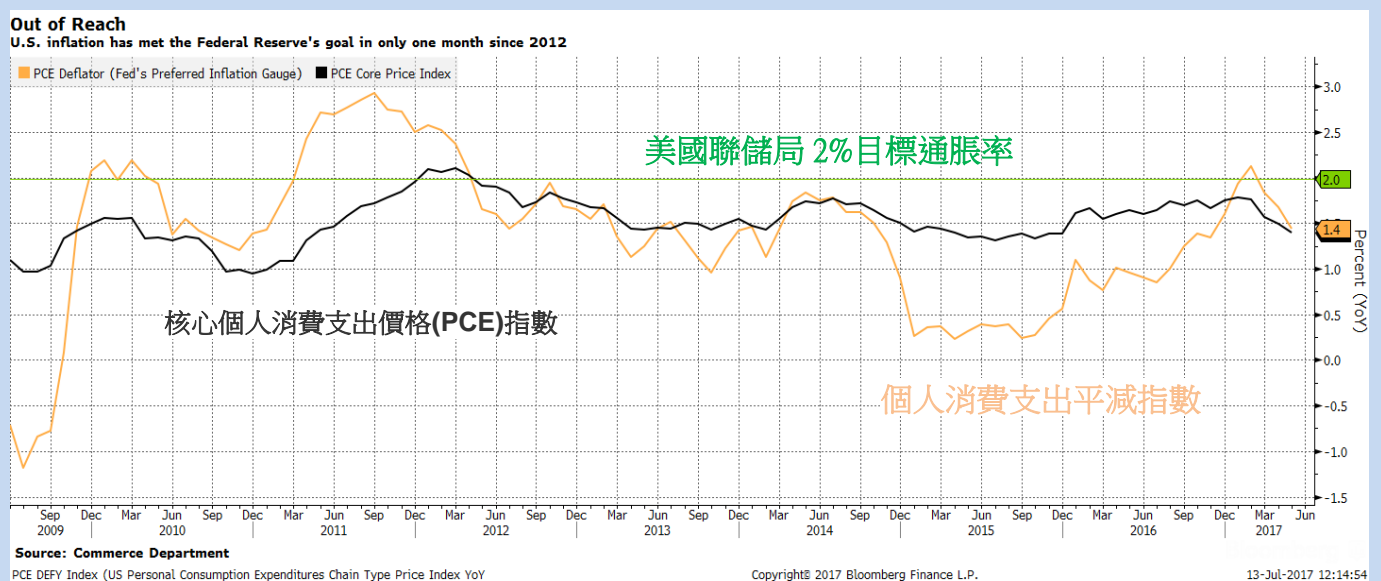
图 5: 两年期美国国债收益率升至 2009 年 6 月以来的最高水平



数据源: 彭博 (截止 2017 年 6 月 30 日)

- 可以预期欧美货币政策正常化在不久将来会很大机会落实, 有关的时间安排与实施步伐将取决于整体经济增长和消费物价的水平。观乎最近公布的经济数据, 美国和欧洲经济扩张势头强劲, 但通胀压力仍然低于央行目标, 相信货币政策正常化过程也只会未来逐步谨慎地实施。

图 6: 美国通胀压力仍然低于联储局目标



数据源: 彭博 (截止 2017 年 6 月 30 日)

- 高收益债券表现继续优于其他固定收益资产类别。彭博巴克莱全球高收益指数在 2017 年第 2 季度及上半年分别上涨 3.19% 及 6.46%。由于全球经济正处增长期, 整体商业经营环境有所改善, 企业债务违约率应继续维持在较低水平, 并支持高收益债券的价格。

- 我们认为长线而言债券是均衡投资组合重要的一环，我们仍对固定收益投资前景持中立态度。虽然债券价格可能会由于利率上升而受到影响，但不同类型债券，其影响也不一样。例如高收益债券对利率升跌的敏感度往往较美国国债为低、浮息债券也是如此。因此我们主张建构多元化的债券组合，投资于不同界别的债券发行人、不同信用质素和到期日的债券。多元化债券组合有助管理风险，减低利率上涨的整体影响，并提供更稳定的回报。

商品

- 2017 年上半年对商品来说相当艰难。跟踪 22 只商品期货合约的彭博商品指数截至本年 6 月 30 日下跌 5.61%。在经历 2016 年超过 11% 的升幅之后，这确是一个不理想的开端。

图 7: 彭博商品指数

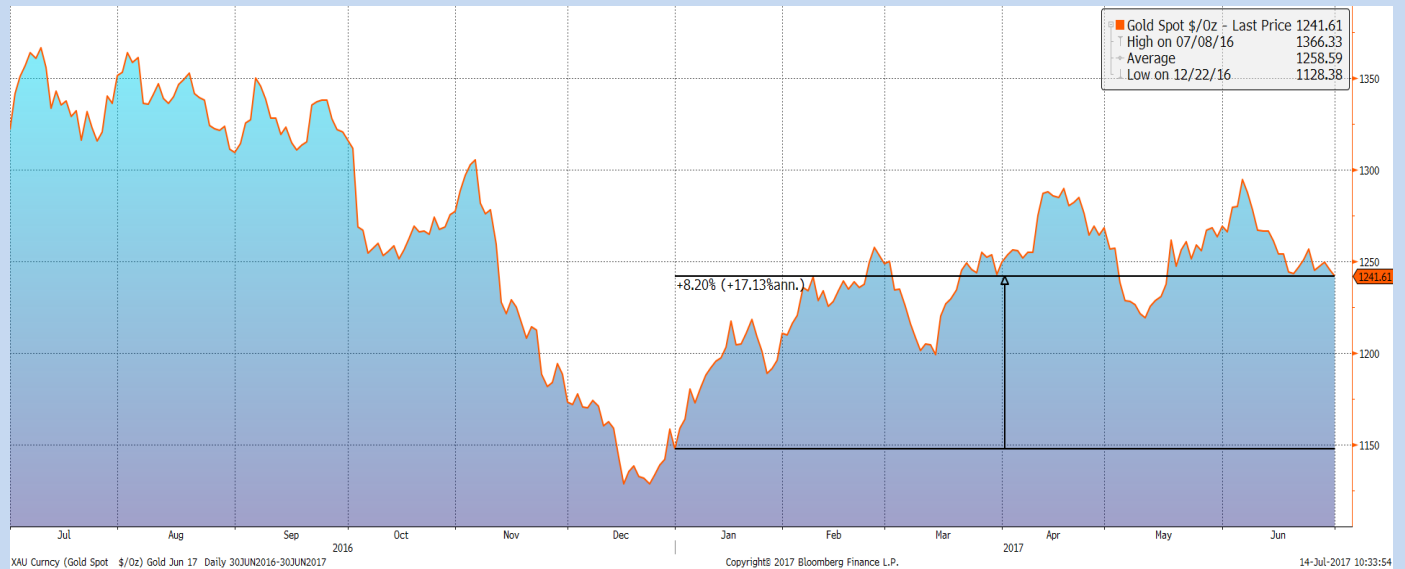


数据源：彭博（至 2017 年 6 月 30 日）

- 能源类别表现令人失望，布兰特原油及西得克萨斯州原油在第 2 季分别下跌 9.29% 及 9.01%。其中原因包括市场意料之外的库存上升，及利比亚和尼日利亚在石油输出国组织豁免减产下而增加产油量。西得克萨斯州原油于 6 月 20 日技术上已进入熊市（自 4 月 11 日下跌超过 20%），但之后连续 8 日上升，是 2009 年 12 月以来最长连续升市。原因是美国油井的增加渐渐慢下来，而页岩油的供应在现价水平似乎出现樽颈情况。
- 根据国际能源署(IEA) 2017 年 7 月的报告指出，石油及天然气的上游投资经过两年史无前例的下跌后，情况有望回稳。报告预期美国就页岩油投资将上调 53%，而其他地区，如俄罗斯及中东等，就上游项目投资亦会增加，但增幅只有单位数字。全球的新增投资对减低消耗现有油田所带来的潜在风险至为重要，因为 2014 年至 2016 年期间投资的大幅下降，如不及时作出修正，或会在将来引发供应短缺的情况。当然，石油业是一种长远投资，减少或增加投资的影响均要透过较长时间显现。

- 金价在第 1 季末与第 2 季末的水平相若，上半年升幅为 8.2%。期间，金价于 6 月 6 日最高时接近每安士 1300 美元，及后价格一直反复向下，主因是各大央行分别不约而同地表示息率正常化的合适时机已渐近，而近日的美元弱势对金价亦毫无帮助。有鉴于全球对实金的需求渐弱，及市场预期全球通胀及利率进入升轨，金价短期内可能前景黯淡；但别忘记地缘政治仍然有机会随时发生，于投资组合内长期保留小部份的黄金一直是传统智慧。

图 8: 黄金现价走势



数据源： 彭博（至 2017 年 6 月 30 日）

免责声明

在此提供的数据只供参考之用，本公司并不对该等数据作任何保证，读者亦不应将该等资料视为出售要约、订购招揽或投资建议。投资涉及风险，过往的表现并不表示将来亦会有类似的业绩。在作出任何投资决定前，读者亦应寻求专业理财顾问意见。