



是安逸自滿，還是一片繁榮？

儘管個別國家領導人之間的挑釁性言論為市場帶來喧囂，第 3 季投資市場表現延續自年初的強勁勢頭。即使美國已經確認縮表，北韓局勢持續升溫，個別歐洲國家政治經濟不穩，多國經已逐漸停止貨幣寬鬆政策，市場氣氛仍然一片安逸自滿。以美元計算，全球大部份股票市場第 3 季普遍向上。個別市場表現凌厲，例如俄羅斯 RTS 及巴西 IBOVESPA 分別有 23.45% 及 16.82% 之回報。亞洲區情況亦相當理想，如泰國 SET 指數回報超過 9%，而香港恒生指數及上海證券交易所綜合指數回報均超過 8%。主要歐洲股票市場亦報捷，歐洲 600 指數升 6.26%。美國股市更不遑多讓，道瓊斯工業平均指數、標普 500 指數、納斯達克指數及羅素 2000 指數於 9 月尾均升至其歷史高位。至於貨幣方面，美元指數雖然於 9 月下旬有小幅回彈，但基本上仍延續自年初以來的下降軌，季結下調 2.67%。正因如此，同期大部份 G10 貨幣兌美元均錄得升幅，唯日圓、瑞士法郎及紐元例外。債券指數方面，包括全球綜合債券、美國綜合債券、泛歐洲綜合債券、亞太區綜合債券及通脹掛勾定息工具均於 7 月至 9 月中旬穩定上升，但之後因為美國聯儲局確認 10 月縮表，加上耶倫於全美商業經濟學協會會議中的鷹派言論，升幅收窄。高息債券板塊第 3 季表現持續穩步上揚，似乎改善中的企業盈利及營商環境令投資者更有信心。作為傳統的避險資產，黃金受惠於過去一季美元受挫及地緣政治局勢升溫，曾大幅攀升；然而隨着美元 9 月下旬回升，升幅受到抑制。由於石油於過去 3 年之供應過剩似乎有所舒緩，加上石油輸出國組織之成員落實執行減產協議，油價於第 3 季價格大幅回升。西德克薩斯州原油按季升 12.23%，是 2016 年第 2 季以來最大升幅，而布蘭德原油則於同期升超過 20%。

對一眾富經驗的投資者來說，市場的平靜令人詫異。在美國，芝加哥期權交易所波動率指數(CBOE VIX)反映期權交易者對標普 500 指數後市看法，是華爾街傳統的市場恐慌情緒指標。指數於 9 月 29 日當天跌至 9.51 的歷史低位。即使標普 500 指數已處於歷史上第二最長的牛市，以及聯邦儲備局的縮表行動必然逐漸帶來流動性收緊，亦似乎沒有為市場帶來憂慮情緒。或許是特朗普所建議的 30 年以來最進取的稅務改革為市場打下強心針，而改善中的企業盈利更令投資者認為資產價格水平合理。事實上，在 CNBC 全美經濟普查中，過去 4 季每個主要經濟指標的平均數均在 10 年高位。在

歐洲，英國脫鈎談判至今未有任何實質進展，存在極大不確定性。在最近之德國聯邦政府選舉中，很多本來支持多年來主導德國政治的政黨的選票轉投予最年輕的右翼政黨－「德國另類選擇黨」(Alternative for Germany - AfD)，顯示民粹主義在國內開始抬頭。繼最近的獨立自治公投後，西班牙的加泰羅尼亞可能會宣布獨立，更不排除事件會引發動亂，民粹主義或會在歐洲國家蔓延，為地區帶來不穩。隨着歐元區漸見復甦，歐洲央行的會議紀錄顯示決策人開始討論逐步減少實行多年的資產購買計劃。正當亞洲區的經濟指標及股票市場表現令人鼓舞之際，日本首相安倍晉三決定提早於10月進行眾議院選舉，以尋求確認公眾對其北韓強硬立場的支持。事實上，安倍的憂慮不無道理。北韓領導人金正恩的行動極難預測，而他的軍事力量足以危及全球。

表 1: 環球股市表現

	2017 年第 3 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	5.58%	5.58%	15.45%	15.45%
歐洲 STOXX 50 指數	4.77%	8.35%	12.44%	25.83%
歐洲 STOXX 600 指數	2.75%	6.26%	10.52%	23.68%
德國 DAX 指數	4.09%	7.64%	11.74%	25.05%
巴黎 CAC 指數	4.28%	7.85%	12.56%	25.96%
日本日經 225 指數	2.24%	2.00%	8.18%	12.04%
香港恒生指數	8.62%	8.55%	29.80%	28.83%
香港國企指數	7.38%	7.30%	20.78%	19.88%
上證指數	6.28%	8.36%	10.12%	15.18%
中國滬深 300 指數	5.83%	7.90%	18.25%	23.68%
新加坡海峽時報指數	1.13%	2.62%	15.07%	22.73%
南韓 KOSPI 指數	0.12%	0.06%	18.45%	24.90%
台灣加權指數	2.76%	3.46%	16.49%	21.33%
印度 SENSEX 指數	1.60%	0.47%	18.85%	23.62%
印尼雅加達指數	1.40%	0.32%	13.41%	14.02%
曼谷 SET 指數	7.28%	9.28%	11.70%	20.24%
俄羅斯 RTS 指數	16.82%	16.82%	3.13%	3.13%
巴西 IBOVESPA 指數	18.11%	23.45%	23.36%	26.73%
S&P 泛阿拉伯指數	0.76%	0.76%	4.74%	4.74%
MSCI 環球指數	4.96%	4.96%	16.53%	16.53%

資料來源：彭博（至 2017 年 9 月 29 日）

雖然過去 12 個月環球資產價格升幅不俗，但投資者不能漠視一些可能發生的情況及其帶來的衝擊，例如周期性衰退、突如其來的通脹急升、非理性亢奮狀況、央行貨幣政策回轉帶來的流動性緊縮、地緣事件爆發等。由於現今透過程式交易部署被動式策略的投資方法已被廣泛使用，上述的事件所觸發的市場反應可能被放大並帶來骨牌式效應，故現階段我們傾向較有防守性的部署；若有帳面盈利，可考慮部份先行獲利。股票方面，亞洲新興市場相對已發展市場似乎更有優勢，因為各項經濟指標不斷改善，而資產估值亦相對較低。就已發展市場而言，歐洲股票雖然前景仍面對許多不確定性，但觀乎主要歐洲國家的復甦情況，短期內表現或會優於北美洲及亞太區國家。至於固定入息資產方面，由於一些已發展國家的貨幣寬鬆政策已經開始逆轉，相信這些國家的主權債表現將遜於一些有減息空間及優秀增長前景的新興市場國家。一些不受限制及策略型的債券基金，容許其基金經理在不同存續期、結算貨幣及信用質素的固定收益資產中尋找機遇，在一個升息環境中，或有更佳勝算。

表 2: 主要貨幣表現(以美元計算)

	2017 年第 3 季變幅	2017 年年初至今變幅
以美元計算		
歐元	3.40%	12.33%
英鎊	2.86%	8.57%
日圓	-0.11%	3.96%
港元	-0.05%	-0.71%
人民幣	1.93%	4.39%
澳元	1.89%	8.68%
紐西蘭元	-1.69%	3.97%
新加坡元	1.37%	6.57%
韓圓	-0.12%	5.45%
新台幣	0.36%	6.38%
印度盧比	-1.07%	4.06%
印尼盾	-1.07%	0.01%
泰銖	1.86%	7.57%
羅斯盧布	2.52%	6.56%
巴西雷亞爾	4.58%	2.77%

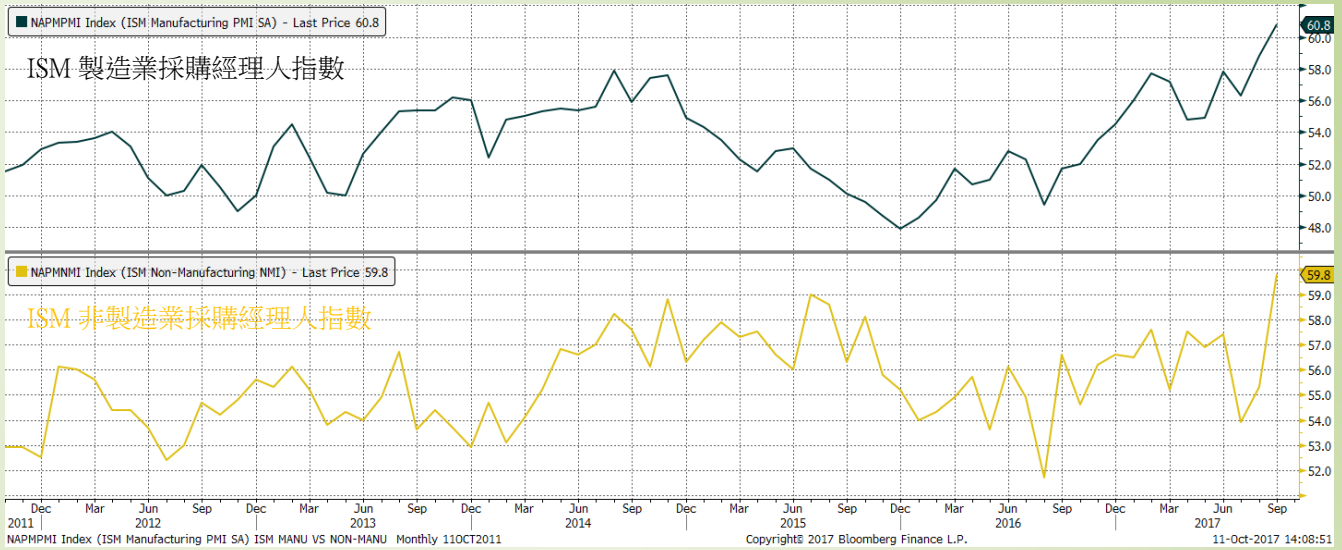
資料來源：彭博（至 2017 年 9 月 29 日）

環球回顧及展望

美國

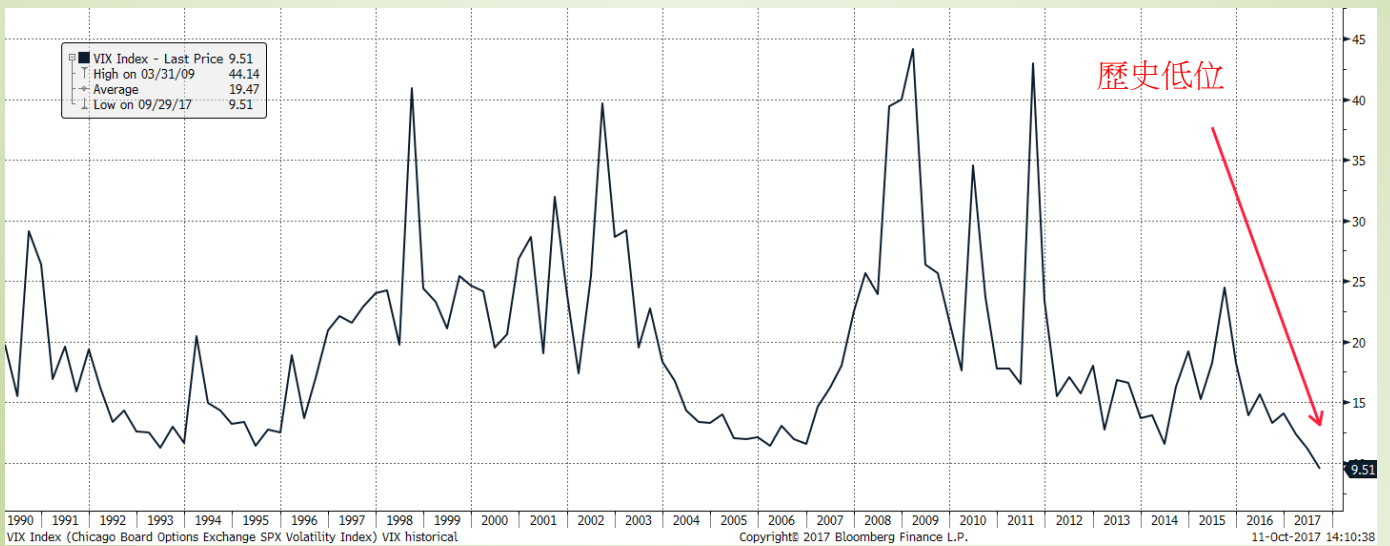
- 美國聯儲局於 2017 年 9 月的會議中決定將聯邦基準利率維持於 1% 至 1.25% 不變，符合市場預期，並於 10 月份根據其 2017 年 6 月的「政策正常化原則和計劃附錄」中的計劃啟動縮減 4.5 萬億的資產負債表。
- 在最近一次全美商業經濟學協會的會議中，聯儲局主席耶倫提及到通脹的不確定性支持聯儲局逐步加息，進一步暗示本年仍有加息的可能性。耶倫亦提到前景仍不明朗，於較早前對勞工市場及通脹的基礎假設可能有錯，故可能需要修改評估及相關之政策路線。根據聯邦利率期貨 9 月 29 日當天的價格計算，2017 年 12 月加息機會預期高達 70%。
- 國民生產總值第 2 季按年上升 3.1%，是 2015 年首季以來最大升幅，增長動力主要來自高於預期的消費者支出。隨着第 2 季經濟增長加速，2017 年上半年經濟增長合共 2.1%。然而多個颶風的吹襲對經濟帶來的衝擊，將會於第 3 季出爐的數據中浮現。
- 8 月份經調整後的非農新增就業職位為 169,000 個，但 9 月份則下跌 33,000，遠差於市場預期的增加 90,000 個職位。這數據自 2010 年 9 月以來首次下跌，相信是颶風艾爾馬及哈維對飲食業及一些其他板塊的勞工市場造成的打擊所致。雖然非農就業數據令人失望，隨着失業人口下降 33 萬 1 千至 680 萬，失業率從 8 月份的 4.4% 跌至 9 月份的 4.2%，優於市場預期的 4.4%，是 2001 年 2 月以來的最低水平。同期，勞工參與率上升 0.2% 至 63.1%，是 2014 年 3 月以來最高。
- 美國貿易逆差由 7 月份的 436 億美元收窄至 8 月份的 424 億美元，是 11 個月低位。出口增長至 0.4% 的兩年半高位，進口則下跌 0.1%。8 月份美國對中國及歐盟的貿易逆差均有縮減。8 月份貿易逆差雖然有改善，然而按年仍在增長中。根據商務部的資料，本年首 8 個月的數據相對 2016 年同期增長 8.8%。
- ISM 製造業採購經理人指數從 8 月份的 58.8 上升至 9 月份的 60.8，超過市場預期的 58。這是 2004 年 5 月以來的最高水平，主要受新訂單、產出及就業帶動。ISM 非製造業採購經理人指數從 9 月份的 55.3 升至 9 月份的 59.8，勝過市場預期的 55.5。這是 2005 年 8 月以來的最高水平。雖然供應鏈受到颶風打擊，但數據仍被產出及新訂單的增加帶動上升。

圖 1: 美國 ISM 製造業採購經理人指數及 ISM 非製造業採購經理人指數



資料來源：彭博（至 2017 年 9 月 29 日）

圖 2: 芝加哥期權交易所波動率指數(CBOE VIX) 跌至 9.51 的歷史低位

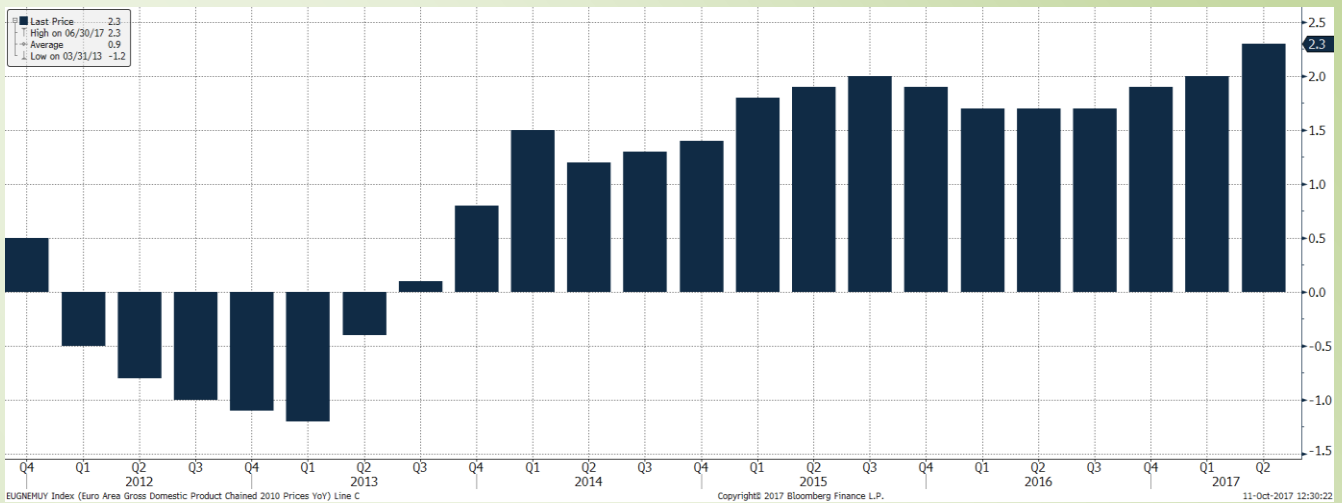


資料來源：彭博（至 2017 年 9 月 29 日）

歐洲

- 歐元區國內生產總值於 2017 年第 2 季度以自歐債危機以來最快的速度增長。與去年同期相比，歐元區經濟增長 2.3%，比起上季則上升 0.6%。儘管歐元強勁，出口增長略見放緩；但區內強勁的消費開支和投資增加均加速整體經濟增長。

圖 3: 歐元區國內生產總值於以自歐債危機以來最快的速度增長



資料來源：彭博（至 2017 年 9 月 29 日）

- 可以預期歐元區的經濟增長在第 3 季度將維持強勁。在 9 月份，IHS Markit 歐元區 PMI 綜合指數從 8 月的 55.7 上漲至 56.7。製造業生產是以 2011 年 4 月以來最快的速度增長。服務業活動的擴張，是近 4 個月以來最佳，也是過去 6 年來其中最好的表現。
- 歐洲的通脹壓力依然低迷。根據歐盟統計局，歐元區 9 月份消費者物價比去年上漲 1.5%，低於市場預期的 1.6%，與 8 月份數據相同。此外，核心通脹（不包括能源、食品、酒類和煙草）則從 8 月份的 1.2%放緩至 1.1%，為 3 個月來的低點。
- 歐洲中央銀行（“歐央行”）於 2017 年 9 月的會議期間保持貨幣政策不變，每月資產購買計劃將維持在目前每月 600 億歐元的速度。然而，財長德拉吉表示，歐央行將在 10 月份的會議，對量化寬鬆政策的縮減會進行更詳細的討論。
- 默克爾帶領的保守派聯盟贏得了德國聯邦議會選舉，但其支持度急劇下降，同時反移民主義政黨的崛起反映歐洲最大經濟體在未來或會出現政治動盪。成立不足五年、標榜民族主義的德國另類選擇黨（“AfD”）不僅將首次進入德國議會，更成為議會第 3 大政黨。此外，這也是德國議會在半個多世紀以來，破天荒首次出現極右派的政黨。
- 加泰羅尼亞和西班牙聯邦政府之間的緊張關係在 10 月初進入沸點。加泰羅尼亞地區政府於 2017 年 10 月 1 日舉行了加泰羅尼亞獨立公投，當中 220 萬加泰羅尼亞的選票，約有 90%贊成獨立，然而西班牙政府和歐盟委員會均視該公投為不合法的舉動。在這一刻，我們仍然不知道加泰羅尼亞的命運，但似乎分離主義或會在歐洲其他地區漫延。

- 儘管意想不到的政治事件屢次發生，歐洲經濟基礎持續改善卻是不爭的事實。強勁的歐元或會影響出口，但歐元區近期的復甦日漸是受到區內需求所帶動。此外，現在歐洲股市的估值看起來也比美國更具吸引力。以美元計，歐洲 STOXX 600 指數年初至今僅上漲了約 10%，相信在現水平歐洲股市仍值得吸納及持有作中長期投資。

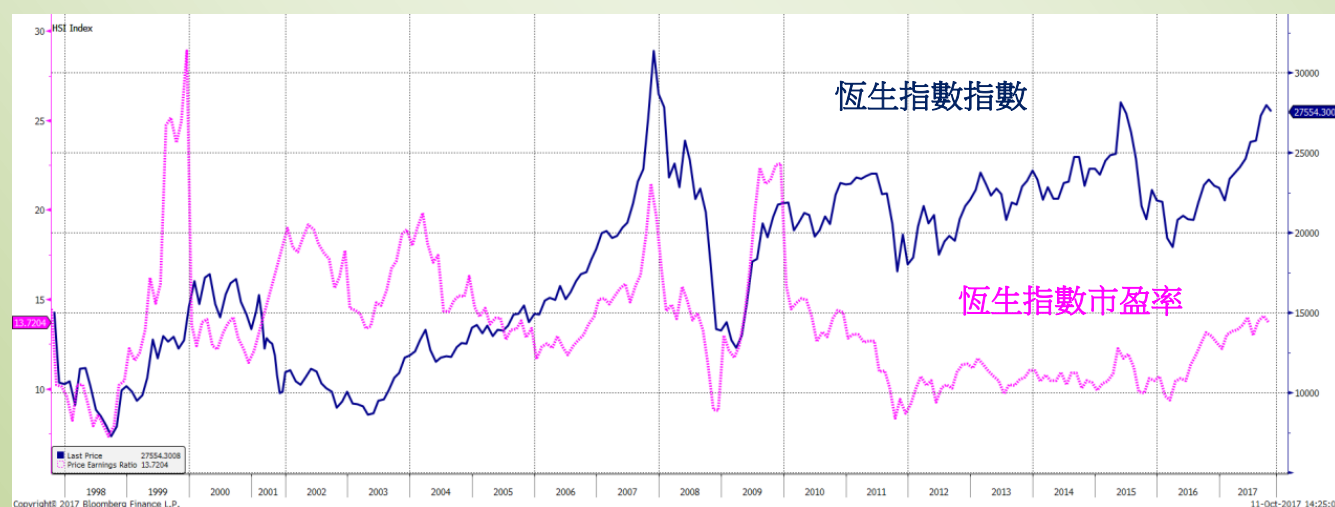
亞洲

- 繼今年五月穆迪下調信用評級後，標準普爾也在 9 月 21 日把中國的主權信用評級從 AA-降至 A +。據標準普爾認為，儘管中國長期強勁的信貸增長促進了實際國內生產總值的增長及資產價格上揚，但同時也增加了經濟及金融風險。
- 雖然中國財政部極力反駁有關的評級下調，並聲稱標準普爾高估了中國所面對的經濟困難。但僅在信用評級下調後的第 2 天，中國政府就在 8 個主要 2 線城市實施了新一輪的房地產調控措施。該 8 個城市分別是重慶、南寧、南昌、長沙、西安、武漢、石家莊及貴陽。根據最新的規定，這些城市大部分都要求購房者至少要持有 2 至 5 年，才可以轉售任何新購買的單位。
- 財新與中國政府對 9 月份製造業和服務業的商業活動調查出現分歧。9 月份官方製造業採購經理人指數升至 52.4，為 2012 年 4 月以來的最高水平。與此同時，官方非製造業採購經理人指數也從 8 月的 53.4 上漲至 55.4，為 2014 年 5 月以來的最高水平。
- 相反，反映中小型私營企業活動的財新調查，則顯示國內較小型企業仍繼續努力求存，並僅能以較緩慢的速度增長。9 月份財新中國製造業採購經理人指數為 51，低於 8 月份 51.6 的 6 個月高位。此外，財新服務業採購經理人指數在 9 月份下降至 50.6，是 2015 年 12 月以來的最低點，也是該項調查自 2005 年開始以來其中最疲弱的表現。
- 為支持中小私營企業，9 月底中國人民銀行宣布從 2018 開始，削減對符合小型企業、農業等個別貸款要求的銀行存款準備金率。根據中國人民銀行的聲明，目標降準是“結構調整”的舉動，而不是任何貨幣政策的轉變。
- 在日本，2017 年第 2 季度經濟按季增長 0.6%，低於初值的 1%的擴張，與去年同期比較則增長 2.5%，同時低於初值的 4%。商業支出增長大幅低於預估，至於私人消費升幅則略遜預期。然而，這已是日本連續第 6 個季度出現經濟增長，是自 2006 年以來最長的經濟擴張週期。此外，根據日本央行 10 月 2 日發布的最新季度短觀調查報告，日本整體企業前景正在改善，商業信心攀升至 2007 年 9 月以來的最高水平。
- 在政治方面，日本首相安倍晉三在 9 月底解散國會，並宣佈提前於 10 月 22 日進行大選。考慮到安倍在朝鮮進行核試後支持率攀升，市場普遍認為安倍希望透過提早大選鞏固自己勢力，以

圖取得第 3 個 3 年任期的執政自民黨黨魁地位，並增加他在明年連任首相的機會。

- 為配合選舉，安倍還宣布將透過利用 2019 年 10 月增加消費稅計劃所產生的收入，以編制一個約 2 萬億日元（180 億美元）的新經濟刺激方案。這輪經濟刺激方案將聚焦於補貼學前教育、高等教育的支出，以及刺激企業投資，以改善生產率。
- 在印度，2017 年第 2 季度經濟按年上升 5.7%，低於上季的 6.1%，及市場預期的 6.6% 增長。由於消費支出和出口放緩，這是 2014 年第 1 季度以來最弱的經濟增長幅度，看來廢鈔令和商品和服務稅（GST）的引進對經濟的綜合短期負面影響比之前預期為大。
- MSCI 亞太指數在第 3 季度升勢持續，並且是自 2007 年 7 月以來首次出現連續 9 個月上漲。其中香港恆生指數是表現最佳的市場之一，截至 2017 年 9 月 30 日，指數按季上升 8.62%，年初至今升幅則為 29.8%。雖然大部分亞洲股市指數近期均處高位，但我們仍看好亞洲股市，因為亞洲經濟相信會從環球經濟擴張中獲益最大。同時，亞太股市估值大致仍處於合理水平。就以香港恆生指數為例，截至 9 月 30 日，其市盈率仍約為 13.9 倍，僅處於歷史平均水平，跟超買區仍有一段距離。

圖 4: 恆生指數市盈率好像跟超買區仍有一段距離



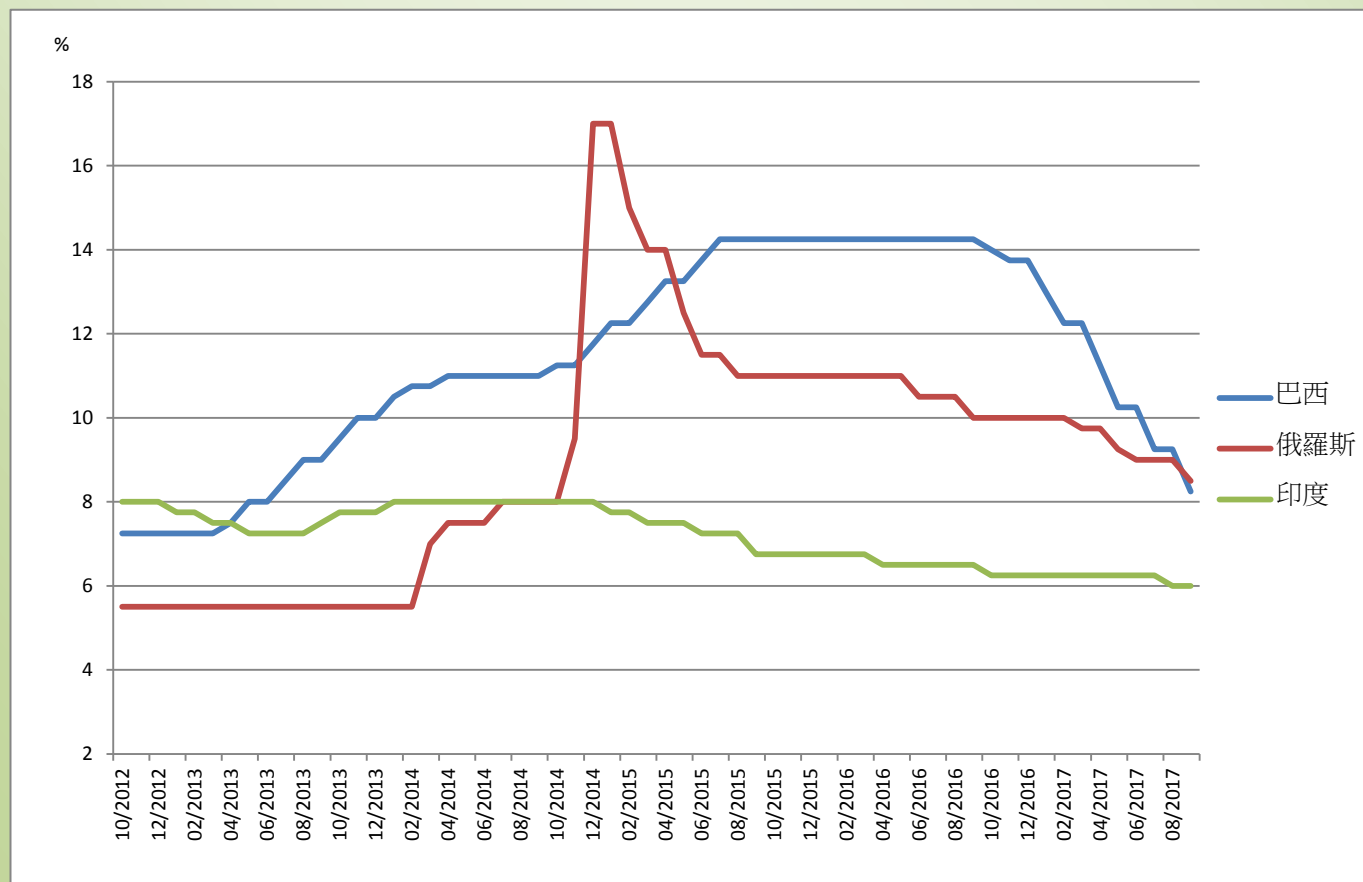
資料來源：彭博（至 2017 年 9 月 29 日）

債券

- 聯邦公開市場委員會在 9 月份的會議期間決定維持利率不變。但決策者確認，將根據 6 月份會議通過的「政策正常化原則與計劃附錄」，從 10 月份開始縮減其資產負債表規模。由於資產負債表正常化程序已為普遍所預期，且聯儲局主席耶倫也再三強調，鑑於通脹的不確定性，央行將“逐步”收緊貨幣政策。因此，迄今為止，此舉對美國債券市場並沒有出現太大的負面影響。

- 在歐洲，英倫銀行和歐洲央行在 9 月份的會議期間決定維持其貨幣政策不變。然而，根據會議紀錄及該兩央行關鍵成員的近期言論，相信英國和歐元區距離收緊貨幣政策的日子不會太遠。
- 除日本央行外，可以預期已發展經濟體系的中央銀行將朝收緊貨幣政策方向進發。相反，新興市場的狀況則截然不同。由於通脹壓力下滑，印度、俄羅斯和巴西等新興市場國家的利率，不約而同下降至近年低點。較低的利率環境和區內受惠於全球復甦而轉強的經濟增長，均支撐着新興市場債券價格。
- 中線而言，我們對固定收益資產類別的投資前景維持中立的態度，正如上一期的“投資內望”所述，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。由於目前全球通脹壓力低，加上全球經濟復甦仍處於脆弱階段，不少不確定因素仍然存在，環球主要中央銀行對緊縮貨幣政策的步伐理應不會太激進。此外，北韓地緣政治風險日益增加、環球恐怖襲擊和政治動盪事件頻見發生，均隨時有機會讓市場出現逆轉。因此可以相信固定收益資產類別，仍不失為對沖市場風險的好工具。

圖 5: 主要新興市場國家利率不約而同下降至近年低點

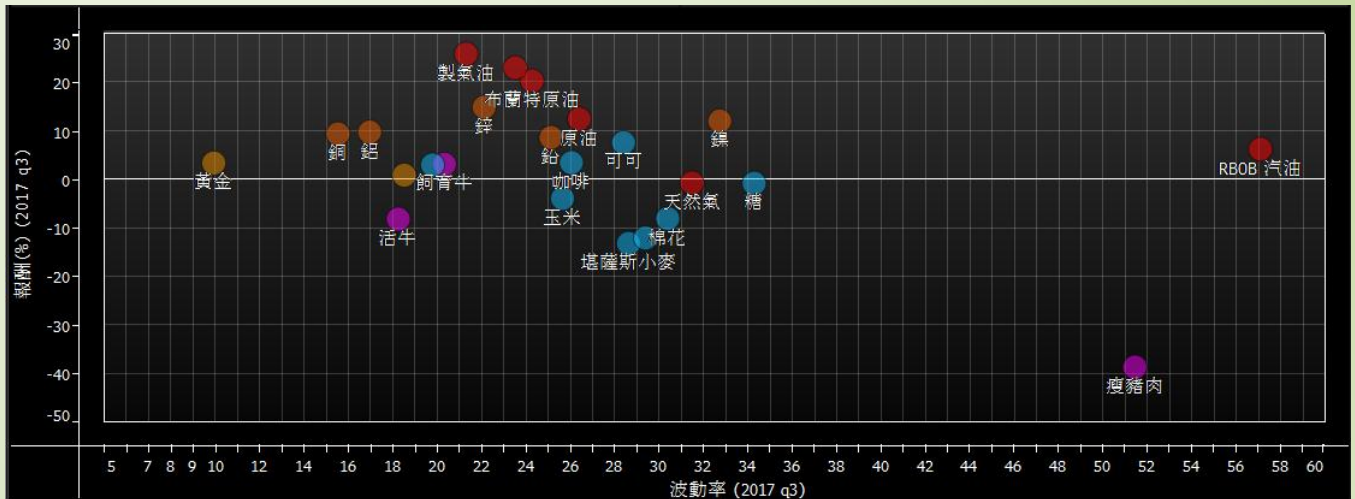


資料來源：彭博（至 2017 年 9 月 29 日）

商品

- 跟蹤 24 隻商品價格的標普高盛商品指數第 3 季上升 7.22%，然而不同界別的商品回報各異。對經濟狀況敏感的能源及金屬板塊表現優異，而農業及畜牧業等板塊下跌。

圖 6: 標普高盛商品指數 2017 年第 3 季各商品回報表現



資料來源：彭博（至 2017 年 9 月 29 日）

- 石油輸出國組織成員落實執行石油減產協議，加上颶風哈維於 8 月下旬對石油產品運輸造成影響，刺激燃油價格上升。減產協議原定於 2018 年首季季末屆滿，市場正留意石油輸出國組織 11 月 30 日在維也納的會議會否延長或更改原有計劃。投資者普遍維持謹慎態度，因為油價上升或會刺激美國增加投資能源開採，繼而抑壓油價。
- 一如所料，由於北韓試射導彈，加上第 3 季大部份時間美元下跌，金價上漲；但隨着美元回升金價即掉頭向下。兩類資產於 2017 年大部份時間走勢相互倒影，第 3 季黃金升 3.07%，美元指數跌 2.67%；年初至今黃金升 11.53%，而美元指數則跌 8.94%。

圖 7: 黃金與美元指數 2017 年回報比較



資料來源：彭博（至 2017 年 9 月 29 日）

- 過去兩年中國的經濟放緩及去產能政策對 2015 年及 2016 年上旬的環球商品市場造成壓力。隨着中國經濟漸見復甦，這個重要的傳統商品輸入國或會重新成為原材料市場的重要支持，尤其是銅、鉛、鋁、鋅等賤金屬。

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。