



## 是安逸自满，还是一片繁荣？

**尽**管个别国家领导人之间的挑衅性言论为市场带来喧嚣，第 3 季投资市场表现延续自年初的强劲势头。即使美国已经确认缩表，北韓局势持续升温，个别欧洲国家政治经济不稳，多国经已逐渐停止货币宽松政策，市场气氛仍然一片安逸自满。以美元计算，全球大部份股票市场第 3 季普遍向上。个别市场表现凌厉，例如俄罗斯 RTS 及巴西 IBOVESPA 分别有 23.45% 及 16.82% 之回报。亚洲区情况亦相当理想，如泰国 SET 指数回报超过 9%，而香港恒生指数及上海证券交易所综合指数回报均超过 8%。主要欧洲股票市场亦报捷，欧洲 600 指数升 6.26%。美国股市更不遑多让，道琼斯工业平均指数、标普 500 指数、纳斯达克指数及罗素 2000 指数于 9 月尾均升至其历史高位。至于货币方面，美元指数虽然于 9 月下旬有小幅回弹，但基本上仍延续自年初以来的下降轨，季结下调 2.67%。正因如此，同期大部份 G10 货币兑美元均录得升幅，唯日圆、瑞士法郎及纽元例外。债券指数方面，包括全球综合债券、美国综合债券、泛欧洲综合债券、亚太区综合债券及通胀挂钩定息工具均于 7 月至 9 月中旬稳定上升，但之后因为美国联储局确认 10 月缩表，加上耶伦于全美商业经济学协会会议中的鹰派言论，升幅收窄。高息债券板块第 3 季表现持续稳步上扬，似乎改善中的企业盈利及营商环境令投资者更有信心。作为传统的避险资产，黄金受惠于过去一季美元受挫及地缘政治局势升温，曾大幅攀升；然而随着美元 9 月下旬回升，升幅受到抑制。由于石油于过去 3 年之供应过剩似乎有所舒缓，加上石油输出国组织之成员落实执行减产协议，油价于第 3 季价格大幅回升。西得克萨斯州原油按季升 12.23%，是 2016 年第 2 季以来最大升幅，而布兰德原油则于同期升超过 20%。

对一众富经验的投资者来说，市场的平静令人诧异。在美国，芝加哥期权交易所波动率指数(CBOE VIX)反映期权交易者对标普 500 指数后市看法，是华尔街传统的市场恐慌情绪指标。指数于 9 月 29 日当天跌至 9.51 的历史低位。即使标普 500 指数已处于历史上第二最长的牛市，以及联邦储备局的缩表行动必然逐渐带来流动性收紧，亦似乎没有为市场带来忧虑情绪。或许是特朗普所建议的 30 年以来最进取的税务改革为市场打下强心针，而改善中的企业盈利更令投资者认为资产价格水平合理。事实上，在 CNBC 全美经济普查中，过去 4 季每个主要经济指标的平均数均在 10 年高位。在

欧洲，英国脱欧谈判至今未有任何实质进展，存在极大不确定性。在最近之德国联邦政府选举中，很多本来支持多年来主导德国政治的政党的选票转投予最年轻的右翼政党—「德国另类选择党」(Alternative for Germany - AfD)，显示民粹主义在国内开始抬头。继最近的独立公投后，西班牙的加泰罗尼亚可能会宣布独立，更不排除事件会引发动乱，民粹主义或会在欧洲国家蔓延，为地区带来不稳。随着欧元区渐见复苏，欧洲央行的会议纪录显示决策人开始讨论逐步减少实行多年的资产购买计划。正当亚洲区的经济指标及股票市场表现令人鼓舞之际，日本首相安倍晋三决定提早于10月进行众议院选举，以寻求确认公众对其北韩强硬立场的支持。事实上，安倍的忧虑不无道理。北韩领导人金正恩的行动极难预测，而他的军事力量足以危及全球。

表 1: 环球股市表现

	2017 年第 3 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	5.58%	5.58%	15.45%	15.45%
欧洲 STOXX 50 指数	4.77%	8.35%	12.44%	25.83%
欧洲 STOXX 600 指数	2.75%	6.26%	10.52%	23.68%
德国 DAX 指数	4.09%	7.64%	11.74%	25.05%
巴黎 CAC 指数	4.28%	7.85%	12.56%	25.96%
日本日经 225 指数	2.24%	2.00%	8.18%	12.04%
香港恒生指数	8.62%	8.55%	29.80%	28.83%
香港国企指数	7.38%	7.30%	20.78%	19.88%
上证指数	6.28%	8.36%	10.12%	15.18%
中国沪深 300 指数	5.83%	7.90%	18.25%	23.68%
新加坡海峡时报指数	1.13%	2.62%	15.07%	22.73%
南韩 KOSPI 指数	0.12%	0.06%	18.45%	24.90%
台湾加权指数	2.76%	3.46%	16.49%	21.33%
印度 SENSEX 指数	1.60%	0.47%	18.85%	23.62%
印度尼西亚雅加达指数	1.40%	0.32%	13.41%	14.02%
曼谷 SET 指数	7.28%	9.28%	11.70%	20.24%
俄罗斯 RTS 指数	16.82%	16.82%	3.13%	3.13%
巴西 IBOVESPA 指数	18.11%	23.45%	23.36%	26.73%
S&P 泛阿拉伯指数	0.76%	0.76%	4.74%	4.74%
MSCI 环球指数	4.96%	4.96%	16.53%	16.53%

数据源：彭博（至 2017 年 9 月 29 日）

虽然过去 12 个月全球资产价格升幅不俗，但投资者不能漠视一些可能发生的情况及其带来的冲击，例如周期性衰退、突如其来的通胀急升、非理性亢奋状况、央行货币政策回转带来的流动性紧缩、地缘事件爆发等。由于现今透过程序交易部署被动式策略的投资方法已被广泛使用，上述的事件所触发的市场反应可能被放大并带来骨牌式效应，故现阶段我们倾向较有防守性的部署；若有账面盈利，可考虑部份先行获利。股票方面，亚洲新兴市场相对已发展市场似乎更有优势，因为各项经济指标不断改善，而资产估值亦相对较低。就已发展市场而言，欧洲股票虽然前景仍面对许多不确定性，但观乎主要欧洲国家的复苏情况，短期内表现或会优于北美洲及亚太区国家。至于固定入息资产方面，由于一些已发展国家的货币宽松政策已经开始逆转，相信这些国家的主权债表现将逊于一些有减息空间及优秀增长前景的新兴市场国家。一些不受限制及策略型的债券基金，容许其基金经理在不同存续期、结算货币及信用质素的固定收益资产中寻找机遇，在一个升息环境中，或有更佳胜算。

表 2: 主要货币表现(以美元计算)

	2017 年第 3 季变幅	2017 年年初至今变幅
以美元计算		
欧元	3.40%	12.33%
英镑	2.86%	8.57%
日圆	-0.11%	3.96%
港元	-0.05%	-0.71%
人民币	1.93%	4.39%
澳元	1.89%	8.68%
纽西兰元	-1.69%	3.97%
新加坡元	1.37%	6.57%
韩圆	-0.12%	5.45%
新台币	0.36%	6.38%
印度卢比	-1.07%	4.06%
印度尼西亚盾	-1.07%	0.01%
泰铢	1.86%	7.57%
罗斯卢布	2.52%	6.56%
巴西雷亚尔	4.58%	2.77%

数据源：彭博（至 2017 年 9 月 29 日）

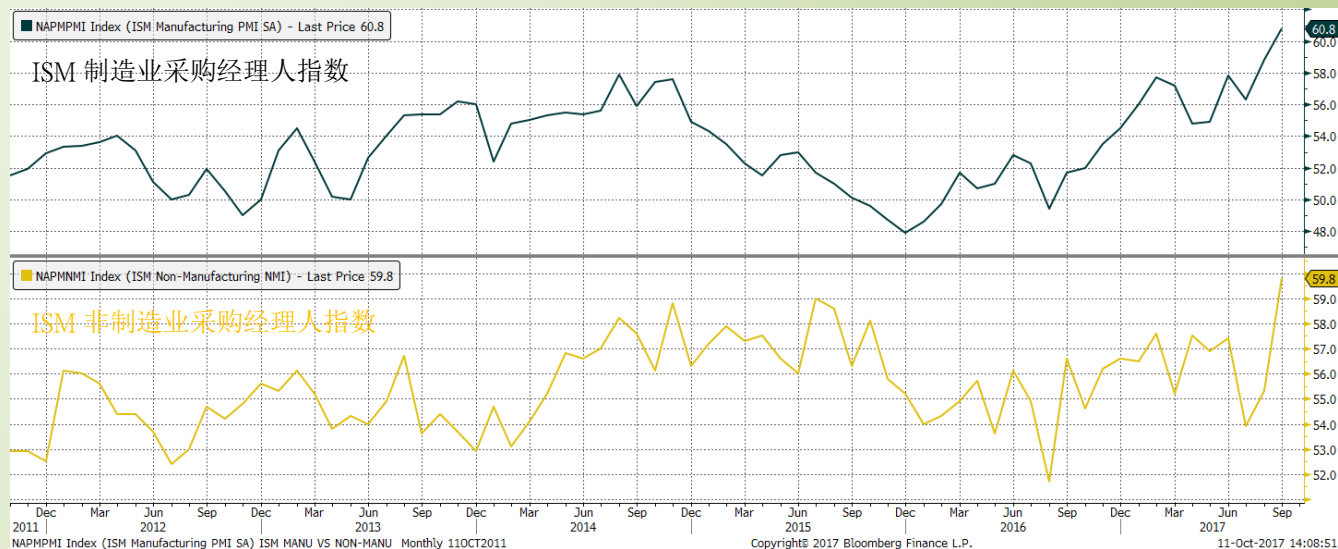


## 环球回顾及展望

### 美国

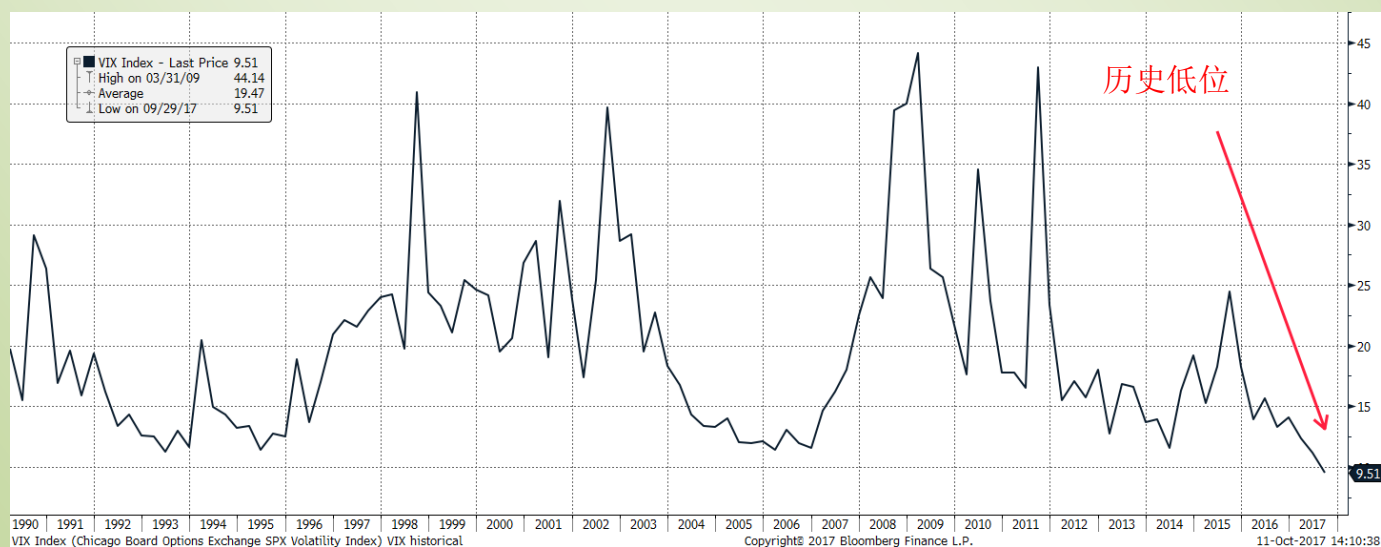
- 美国联储局于 2017 年 9 月的会议中决定将联邦基准利率维持于 1%至 1.25%不变，符合市场预期，并于 10 月份根据其 2017 年 6 月的「政策正常化原则和计划附录」中的计划启动缩减 4.5 万亿的资产负债表。
- 在最近一次全美商业经济学协会的会议中，联储局主席耶伦提及到通胀的不确定性支持联储局逐步加息，进一步暗示本年仍有加息的可能性。耶伦亦提到前景仍不明朗，于较早前对劳工市场及通胀的基础假设可能有错，故可能需要修改评估及相关之政策路线。根据联邦利率期货 9 月 29 日当天的价格计算，2017 年 12 月加息机会预期高达 70%。
- 国民生产总值第 2 季按年上升 3.1%，是 2015 年首季以来最大升幅，增长动力主要来自高于预期的消费者支出。随着第 2 季经济增长加速，2017 年首半年经济增长合共 2.1%。然而多个飓风的吹袭对经济带来的冲击，将会于第 3 季出炉的数据中浮现。
- 8 月份经调整后的非农新增就业职位为 169,000 个，但 9 月份则下跌 33,000，远差于市场预期的增加 90,000 个职位。这数据自 2010 年 9 月以来首次下跌，相信是飓风艾尔马及哈维对饮食业及一些其他板块的劳工市场造成的打击所致。虽然非农就业数据令人失望，随着失业人口下降 33 万 1 千至 680 万，失业率从 8 月份的 4.4%跌至 9 月份的 4.2%，优于市场预期的 4.4%，是 2001 年 2 月以来的最低水平。同期，劳工参与率上升 0.2%至 63.1%，是 2014 年 3 月以来最高。
- 美国贸易逆差由 7 月份的 436 亿美元收窄至 8 月份的 424 亿美元，是 11 个月低位。出口增长至 0.4%的两年半高位，进口则下跌 0.1%。8 月份美国对中国及欧盟的贸易逆差均有缩减。8 月份贸易逆差虽然有改善，然而按年仍在增长中。根据商务部的资料，本年首 8 个月的数据相对 2016 年同期增长 8.8%。
- ISM 制造业采购经理人指数从 8 月份的 58.8 上升至 9 月份的 60.8，超过市场预期的 58。这是 2004 年 5 月以来的最高水平，主要受新订单、产出及就业带动。ISM 非制造业采购经理人指数从 9 月份的 55.3 升至 9 月份的 59.8，胜过市场预期的 55.5。这是 2005 年 8 月以来的最高水平。虽然供应链受到台风打击，但数据仍被产出及新订单的增加带动上升。

图 1: 美国 ISM 制造业采购经理人指数及 ISM 非制造业采购经理人指数



数据源：彭博（至 2017 年 9 月 29 日）

图 2: 芝加哥期权交易所波动率指数(CBOE VIX) 跌至 9.51 的历史低位

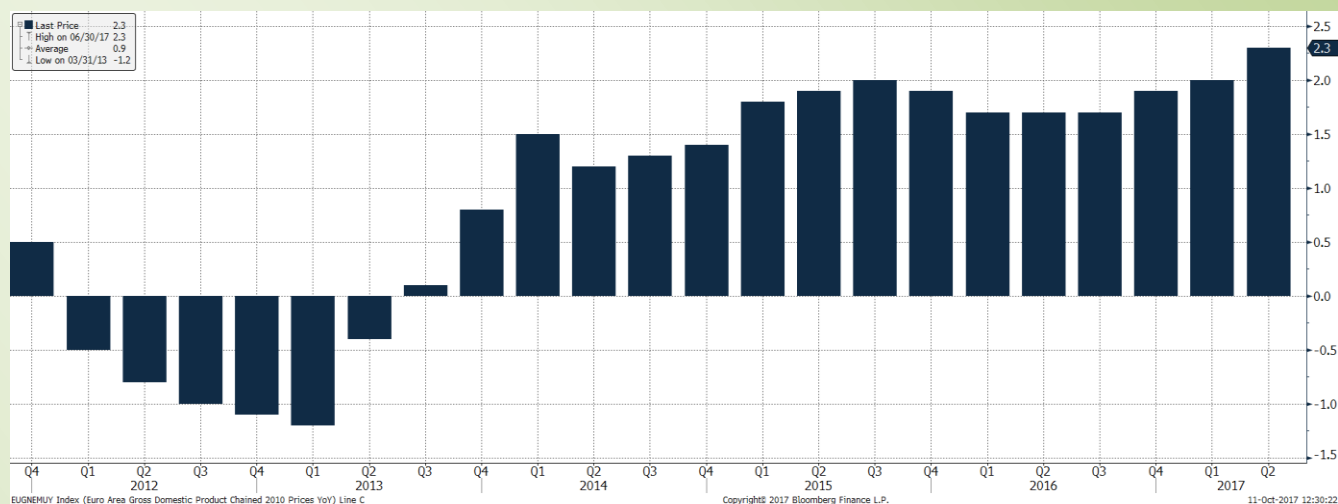


数据源：彭博（至 2017 年 9 月 29 日）

## 欧洲

- 欧元区国内生产总值于 2017 年第 2 季度以自欧债危机以来最快的速度增长。与去年同期相比，欧元区经济增长 2.3%，比起上季则上升 0.6%。尽管欧元强劲，出口增长略见放缓；但区内强劲的消费开支和投资增加均加速整体经济增长。

图 3: 欧元区国内生产总值于以自欧债危机以来最快的速度增长



数据源：彭博（至 2017 年 9 月 29 日）

- 可以预期欧元区的经济增长在第 3 季度将维持强劲。在 9 月份，IHS Markit 欧元区 PMI 综合指数从 8 月的 55.7 上涨至 56.7。制造业生产是以 2011 年 4 月以来最快的速度增长。服务业活动的扩张，是近 4 个月以来最佳，也是过去 6 年来其中最好的表现。
- 欧洲的通胀压力依然低迷。根据欧盟统计局，欧元区 9 月份消费者物价比去年上涨 1.5%，低于市场预期的 1.6%，与 8 月份数据相同。此外，核心通胀（不包括能源、食品、酒类和烟草）则从 8 月份的 1.2% 放缓至 1.1%，为 3 个月来的低点。
- 欧洲中央银行（“欧央行”）于 2017 年 9 月的会议期间保持货币政策不变，每月资产购买计划将维持在目前每月 600 亿欧元的速度。然而，财长德拉吉表示，欧央行将在 10 月份的会议，对量化宽松政策的缩减会进行更详细的讨论。
- 默克尔带领的保守派联盟赢得了德国联邦议会选举，但其支持度急剧下降，同时反移民主义政党的崛起反映欧洲最大经济体在未来或会出现政治动荡。成立不足五年、标榜民族主义的德国另类选择党（“AfD”）不仅将首次进入德国议会，更成为议会第 3 大政党。此外，这也是德国议会在半个多世纪以来，破天荒首次出现极右派的政党。
- 加泰罗尼亚和西班牙联邦政府之间的紧张关系在 10 月初进入沸点。加泰罗尼亚地区政府于 2017 年 10 月 1 日举行了加泰罗尼亚独立公投，当中 220 万加泰罗尼亚的选票，约有 90% 赞成独立，然而西班牙政府和欧盟委员会均视该公投为不合法的举动。在这一刻，我们仍然不知道加泰罗尼亚的命运，但似乎分离主义或会在欧洲其他地区蔓延。

- 尽管意想不到的政治事件屡次发生，欧洲经济基础持续改善却是不争的事实。强劲的欧元或会影响出口，但欧元区近期的复苏日渐是受到区内需求所带动。此外，现在欧洲股市的估值看起来也比美国更具吸引力。以美元计，欧洲 STOXX 600 指数年初至今仅上涨了约 10%，相信在现水平欧洲股市仍值得吸纳及持有作中长期投资。

## 亚洲

- 继今年五月穆迪下调信用评级后，标准普尔也在 9 月 21 日把中国的主权信用评级从 AA-降至 A+。据标准普尔认为，尽管中国长期强劲的信贷增长促进了实际国内生产总值的增长及资产价格上扬，但同时也增加了经济及金融风险。
- 虽然中国财政部极力反驳有关的评级下调，并声称标准普尔高估了中国所面对的经济困难。但仅在信用评级下调后的第 2 天，中国政府就在 8 个主要 2 线城市实施了新一轮的房地产调控措施。该 8 个城市分别是重庆、南宁、南昌、长沙、西安、武汉、石家庄及贵阳。根据最新的规定，这些城市大部分都要求购房者至少要持有 2 至 5 年，才可以转售任何新购买的单位。
- 财新与中国政府对 9 月份制造业和服务业的商业活动调查出现分歧。9 月份官方制造业采购经理人指数升至 52.4，为 2012 年 4 月以来的最高水平。与此同时，官方非制造业采购经理人指数也从 8 月的 53.4 上涨至 55.4，为 2014 年 5 月以来的最高水平。
- 相反，反映中小型私营企业活动的财新调查，则显示国内较小型企业仍继续努力求存，并仅能以较缓慢的速度增长。9 月份财新中国制造业采购经理人指数为 51，低于 8 月份 51.6 的 6 个月高位。此外，财新服务业采购经理人指数在 9 月份下降至 50.6，是 2015 年 12 月以来的最低点，也是该项调查自 2005 年开始以来其中最疲弱的表现。
- 为支持中小私营企业，9 月底中国人民银行宣布从 2018 开始，削减对符合小型企业、农业等个别贷款要求的银行存款准备金率。根据中国人民银行的声明，目标降准是“结构调整”的举动，而不是任何货币政策的转变。
- 在日本，2017 年第 2 季度经济按季增长 0.6%，低于初值的 1%的扩张，与去年同期比较则增长 2.5%，同时低于初值的 4%。商业支出增长大幅低于预估，至于私人消费升幅则略逊预期。然而，这已是日本连续第 6 个季度出现经济增长，是自 2006 年以来最长的经济扩张周期。此外，根据日本央行 10 月 2 日发布的最新季度短观调查报告，日本整体企业前景正在改善，商业信心攀升至 2007 年 9 月以来的最高水平。
- 在政治方面，日本首相安倍晋三在 9 月底解散国会，并宣布提前于 10 月 22 日进行大选。考虑到安倍在朝鲜进行核试后支持率攀升，市场普遍认为安倍希望透过提早大选巩固自己势力，以



图取得第 3 个 3 年任期的执政自民党党魁地位，并增加他在明年连任首相的机会。

- 为配合选举，安倍还宣布将透过利用 2019 年 10 月增加消费税计划所产生的收入，以编制一个约 2 万亿日元（180 亿美元）的新经济刺激方案。这轮经济刺激方案将聚焦于补贴学前教育、高等教育的支出，以及刺激企业投资，以改善生产率。
- 在印度，2017 年第 2 季度经济按年上升 5.7%，低于上季的 6.1%，及市场预期的 6.6% 增长。由于消费支出和出口放缓，这是 2014 年第 1 季度以来最弱的经济增长幅度，看来废钞令和商品和服务税（GST）的引进对经济的综合短期负面影响比之前预期为大。
- MSCI 亚太指数在第 3 季度升势持续，并且是自 2007 年 7 月以来首次出现连续 9 个月上涨。其中香港恒生指数是表现最佳的市场之一，截至 2017 年 9 月 30 日，指数按季上升 8.62%，年初至今升幅则为 29.8%。虽然大部分亚洲股市指数近期均处高位，但我们仍看好亚洲股市，因为亚洲经济相信会从环球经济扩张中获益最大。同时，亚太股市估值大致仍处于合理水平。就以香港恒生指数为例，截至 9 月 30 日，其市盈率仍约为 13.9 倍，仅处于历史平均水平，跟超买区仍有一段距离。

图 4: 恒生指数市盈率好像跟超买区仍有一段距离



数据源：彭博（至 2017 年 9 月 29 日）

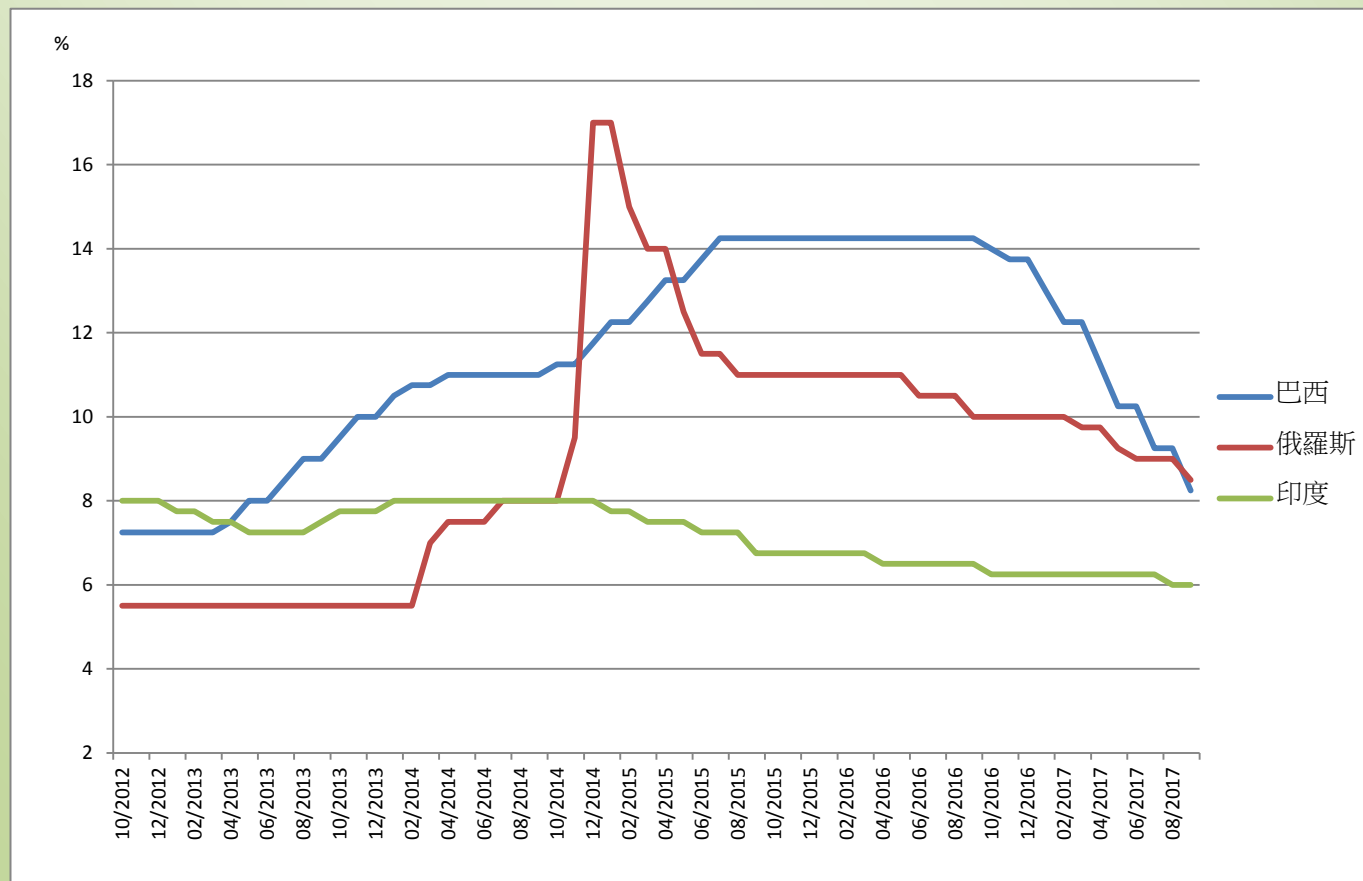
## 债券

- 联邦公开市场委员会在 9 月份的会议期间决定维持利率不变。但决策者确认，将根据 6 月份会议通过的「政策正常化原则与计划附录」，从 10 月份开始缩减其资产负债表规模。由于资产负债表正常化程序已为普遍所预期，且联储局主席耶伦也再三强调，鉴于通胀的不确定性，央行将“逐步”收紧货币政策。因此，迄今为止，此举对美国债券市场并没有出现太大的负面影响。



- 在欧洲，英伦银行和欧洲央行在 9 月份的会议期间决定维持其货币政策不变。然而，根据会议纪录及该两央行关键成员的近期言论，相信英国和欧元区距离收紧货币政策的日子不会太远。
- 除日本央行外，可以预期已发展经济体系的中央银行将朝收紧货币政策方向进发。相反，新兴市场的状况则截然不同。由于通胀压力下滑，印度、俄罗斯和巴西等新兴市场国家的利率，不约而同下降至近年低点。较低的利率环境和区内受惠于全球复苏而转强的经济增长，均支撑着新兴市场债券价格。
- 中线而言，我们对固定收益资产类别的投资前景维持中立的态度，正如上一期的“投资内望”所述，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。由于目前全球通胀压力低，加上全球经济复苏仍处于脆弱阶段，不少不确定因素仍然存在，环球主要中央银行对紧缩货币政策的步伐理应不会太激进。此外，北韩地缘政治风险日益增加、环球恐怖袭击和政治动荡事件频见发生，均随时有机会让市场出现逆转。因此可以相信固定收益资产类别，仍不失为对冲市场风险的好工具。

图 5: 主要新兴市场国家利率不约而同下降至近年低点

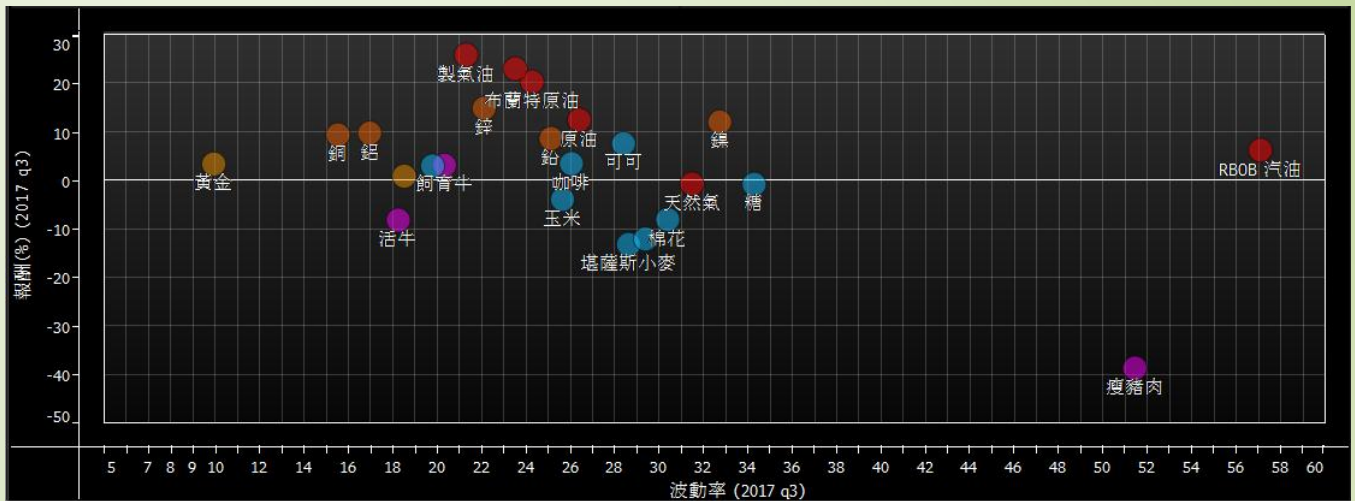


数据源：彭博（至 2017 年 9 月 29 日）

## 商品

- 跟踪 24 只商品价格的标普高盛商品指数第 3 季上升 7.22%，然而不同界别的商品回报各异。对经济状况敏感的能源及金属板块表现优异，而农业及畜牧业等板块下跌。

图 6: 标普高盛商品指数 2017 年第 3 季各商品回报表现



数据源：彭博（至 2017 年 9 月 29 日）

- 石油输出国组织成员落实执行石油减产协议，加上飓风哈维于 8 月下旬对石油产品运输造成影响，刺激燃油价格上升。减产协议原定于 2018 年首季季末届满，市场正留意石油输出国组织 11 月 30 日在维也纳的会议会否延长或更改原有计划。投资者普遍维持谨慎态度，因为油价上升或会刺激美国增加投资能源开采，继而抑压油价。
- 一如所料，由于北韩试射导弹，加上第 3 季大部份时间美元下跌，金价上涨；但随着美元回升金价即掉头向下。两类资产于 2017 年大部份时间走势相互倒影，第 3 季黄金升 3.07%，美元指数跌 2.67%；年初至今黄金升 11.53%，而美元指数则跌 8.94%。

图 7: 黄金与美元指数 2017 年回报比较



数据源：彭博（至 2017 年 9 月 29 日）

- 过去两年中国的经济放缓及去产能政策对 2015 年及 2016 年上旬的环球商品市场造成压力。随着中国经济渐见复苏，这个重要的传统商品输入国或会重新成为原材料市场的重要支持，尤其是铜、铅、铝、锌等贱金属。

### 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。