

# 投资内望 2018 年 4 月

投资服务部



Altruist Financial Group Limited  
進邦匯理有限公司

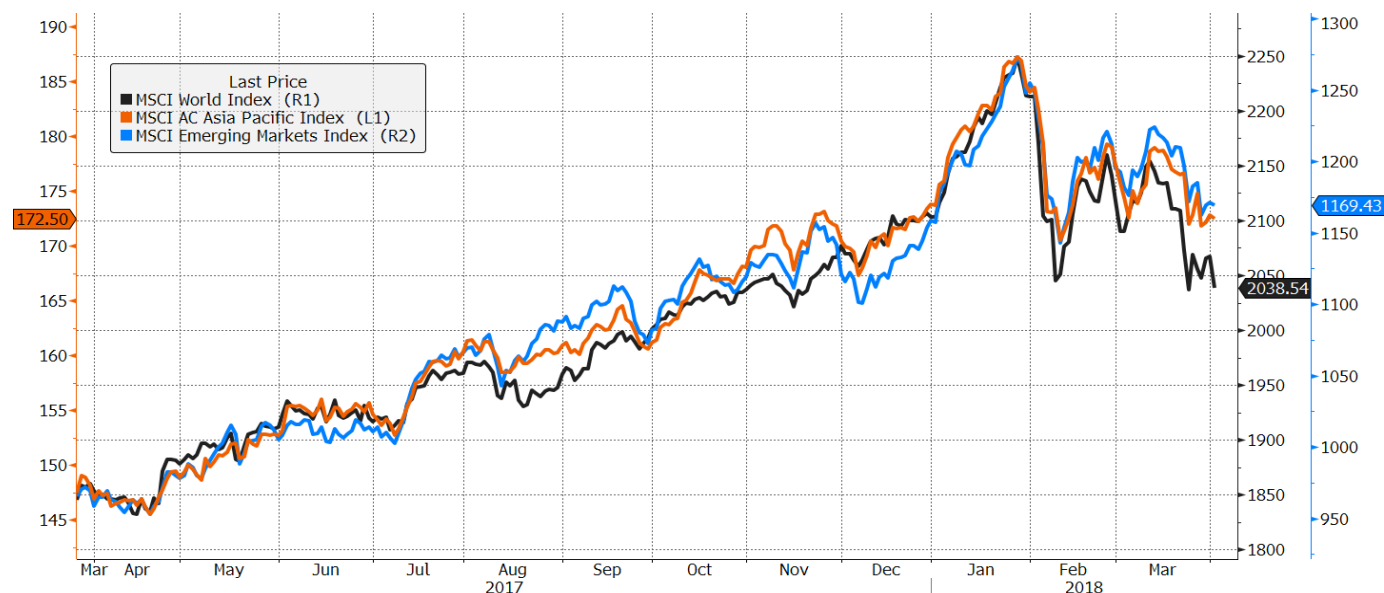
CIB Member of the Hong Kong Confederation of Insurance Brokers



## 预期第二季投资市场将持续动荡, 你已准备好乘坐「投资过山车」吗?

**继**在 2017 年取得出色表现后, 踏入 2018 年 1 月, 环球股市维持强势。全球大部份股市指数在 1 月底均升至近年或历史最高水平, 标准普尔 500 指数更创下自 1997 年以来最强的 1 月份升幅。然而, 由于越来越多的经济数据显示, 美国消费物价将持续上升, 加上美联储近期也调升未来通胀前景; 投资者担心美国加息步伐将会比预期来得更快。因此, 10 年期美国国债收益率从年初的约 2.4% 飙升至 2.8% 以上, 是 2014 年以来最高的水平, 全球股市也在 2 月份开始失去上升动力。

图 1: 环球股市于 1 月底升至高点



数据源: 彭博 (至 2018 年 3 月 31 日)

不仅是对利率上升的忧虑，美国总统的保护主义政策也是导致股市回落的原因。由于美国和中国均计划向对方施加敌对性的关税，中、美之间的紧张局势从3月开始升温。爆发贸易战的风险似乎有所增加，但两国新增的关税计划均在建议阶段，尚未生效，相信双方极有可能在稍后时间透过谈判达成协议。

2017年差不多是投资市场近数十年来波动率最低的一年。与去年或今年1月相反，在2月及3月，全球股市一直犹如处于过山车状态。衡量标准普尔500指数引伸波幅的CBOE波动率指数（VIX）或称「风险指数」在本季度上涨81%，这是自2011年第三季以来的最大季度涨幅。

图 2: 市场波幅重临



数据源：彭博（至2018年3月31日）

几乎所有全球股市指数现在均接近调整区域，投资者也担心其估值，尤其是科技股。科技股一向是市场的宠儿，他们的估值都远高于其他股票，因此在市况逆转时，更容易出现较大幅的调整。在3月底，科技股领域更出现一连串的坏消息，包括 Facebook 的数据私隐丑闻、电动汽车 Tesla 的致命车祸、特朗普对亚马逊的批评以及腾讯最大股东的减持等，这些事件均催化近期的股市下挫。

正如约翰邓普顿爵士(Sir John Templeton)的名句，「牛市产生于悲观主义上，随着怀疑而成长，在乐观主义中成熟以至最后在亢奋下灭亡。」我们是否接近市场调整的尾声？还是我们正步进熊市的起点？我们不知道答案。然而，潜在的中、美贸易战、美国加息步伐、地绿政治紧张及股市估值偏高均会困扰全球投资市场。可以预期第二季度市况将持续动荡，你已准备好乘坐该「投资过山车」吗？

表 1: 大部份环球股市均从高位回落

指数	第 1 季最高值	纪录日期	第 1 季末收市值	变幅(%)
标普 500 指数	2872.87	1 月 26 日	2640.87	-8.08%
纳斯达克综合指数	7588.325	3 月 12 日	7063.445	-6.92%
香港恒生指数	33154.12	1 月 26 日	30093.38	-9.23%
日经 225 指数	24124.15	1 月 23 日	21454.3	-11.07%
MSCI 世界指数	2248.93	1 月 26 日	2066.84	-8.10%
德国 DAX 指数	13559.6	1 月 23 日	12096.73	-10.79%
MSCI 新兴市场指数	1273.07	1 月 26 日	1170.88	-8.03%

数据源：彭博（至 2018 年 3 月 31 日）

表 2: 环球股市表现

指数	2018 年第 1 季回报		2017 年全年回报	
	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	-1.96%	-1.96%	28.11%	28.11%
欧洲 STOXX 50 指数	-3.71%	-1.56%	9.95%	25.32%
欧洲 STOXX 600 指数	-4.02%	-1.87%	11.22%	26.78%
德国 DAX 指数	-6.35%	-4.26%	12.51%	28.25%
巴黎 CAC 指数	-2.51%	-0.33%	12.54%	28.28%
日本日经 225 指数	-5.06%	0.63%	21.29%	25.66%
香港恒生指数	0.92%	0.45%	41.27%	40.22%
香港国企指数	2.47%	2.00%	29.63%	28.66%
上证指数	-4.17%	-0.83%	8.75%	15.99%
中国沪深 300 指数	-3.27%	0.10%	24.25%	32.52%
新加坡海峡时报指数	1.09%	3.10%	22.01%	32.07%
南韩 KOSPI 指数	-0.88%	0.10%	22.24%	37.70%
台湾加权指数	2.47%	7.64%	19.41%	30.37%
印度 SENSEX 指数	-2.31%	-4.24%	29.56%	37.93%
印度尼西亚雅加达指数	-2.38%	-3.38%	22.48%	22.05%
曼谷 SET 指数	2.12%	6.64%	17.31%	29.12%
俄罗斯 RTS 指数	8.29%	8.29%	5.88%	5.88%
巴西 IBOVESPA 指数	11.73%	11.83%	26.86%	24.70%
S&P 泛阿拉伯指数	8.42%	8.42%	4.28%	4.28%
MSCI 环球指数	-1.15%	-1.15%	23.10%	23.10%

数据源：彭博（至 2018 年 3 月 31 日）

表 3: 主要货币表现(以美元计算)

货币	2018 年第 1 季变幅	2017 年全年变幅
	以美元计算	
欧元	2.66%	14.15%
英镑	3.71%	9.51%
日圆	6.03%	3.79%
港元	-0.44%	-0.74%
人民币	3.69%	6.74%
澳元	-1.66%	8.34%
纽西兰元	1.96%	2.37%
新加坡元	1.87%	8.29%
韩圆	0.67%	12.81%
新台币	2.35%	8.23%
印度卢比	-2.00%	6.35%
印度尼西亚盾	-1.45%	-0.70%
泰铢	4.46%	9.88%
罗斯卢布	0.87%	6.32%
巴西雷亚尔	0.07%	-1.77%

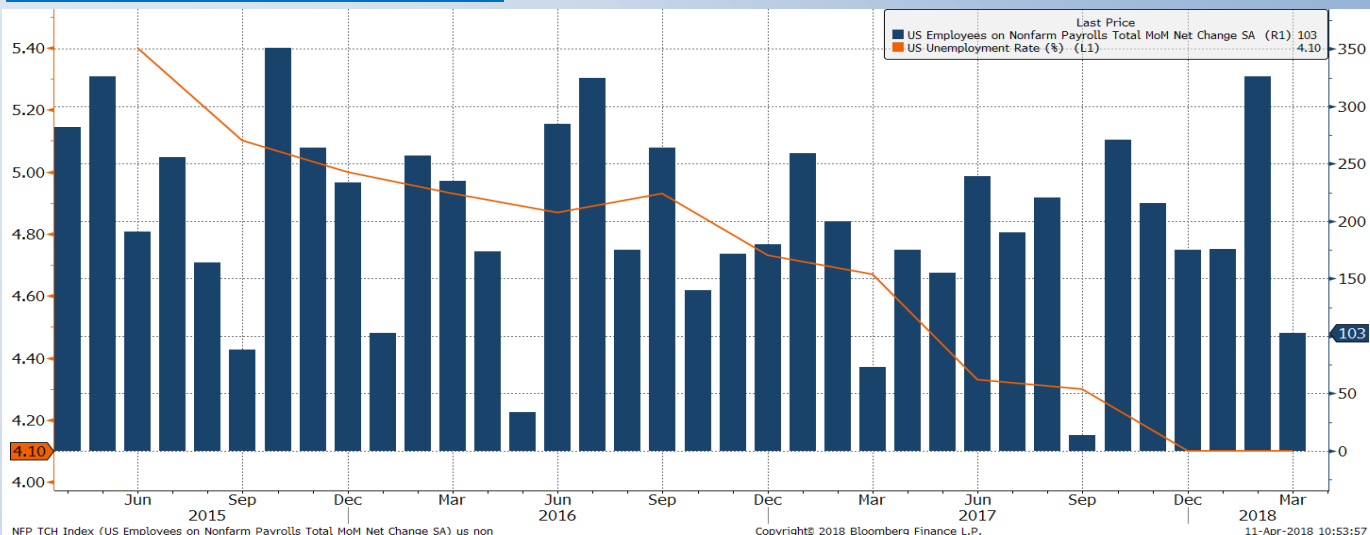
数据源：彭博（至 2018 年 3 月 31 日）

## 环球回顾及展望

### 美国

- 根据美国商务部的数据，去年第四季度美国经济增长为 2.9%，比之前预估高 0.4%，也优于市场预期的 2.7% 增长率。美国经济向上修正，主因是消费者支出录得 3 年来的最大增幅，从之前的预估增长 3.8% 上调至 4%，部分抵消了进口激增的拖累。
- 美国劳工部公布，3 月非农业新增职位为 10.3 万份，创 6 个月以来最低新增就业职位人数，也低于过去三个月的平均值 202,000 份。随着劳动力市场接近达到全面就业，美国就业增长或正在放缓，但总体失业率则连续第六个月维持在 4.1%。与此同时，3 月份平均时薪上升 2.7%。可以相信持续的工资增长将会支持消费并触发通胀，容许联储局继续收紧其货币政策。

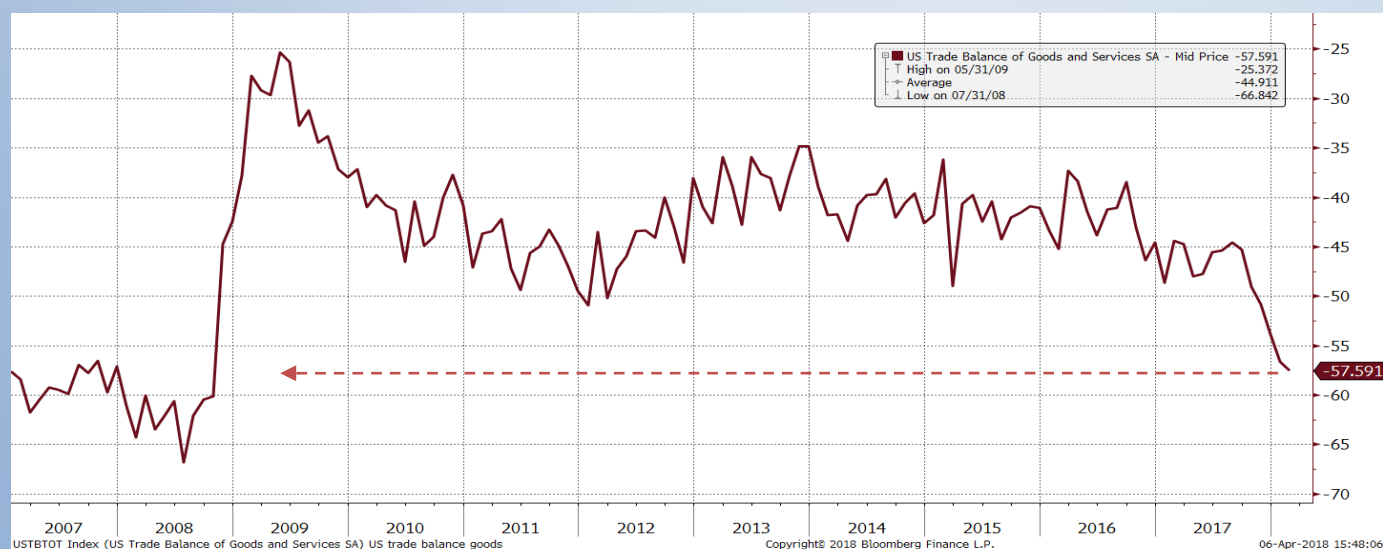
图 3: 美国非农业新增职位及失业率



数据源：彭博（至 2018 年 3 月 31 日）

- 正如预期，在鲍威尔于 3 月份首次以主席身份主持联储局会议期间，美联储局决定把联邦基金利率目标区间提高 0.25% 至 1.5-1.75% 间，这是联邦公开市场委员会（FOMC）自 2015 年 12 月开始，第六次加息。此外，美联储官员还将他们对 2018 年美国经济增长预测从 12 月的 2.5% 上调至 2.7%，同时也将 2019 年的预期从 2.1% 提升至 2.4%。
- 美国 2018 年 2 月份贸易逆差从上月修正值的 567 亿美元大幅增至 576 亿美元，高于市场预期的 569 亿美元。这是美国自 2008 年 10 月以来最大的贸易赤字。2 月份美国与中国的贸易逆差，则稍为从上月的 360 亿美元收窄至 293 亿美元。

图 4: 最新的美国贸易赤字拉阔至 2008 年 10 月以来最大



数据源：彭博（至 2018 年 3 月 31 日）

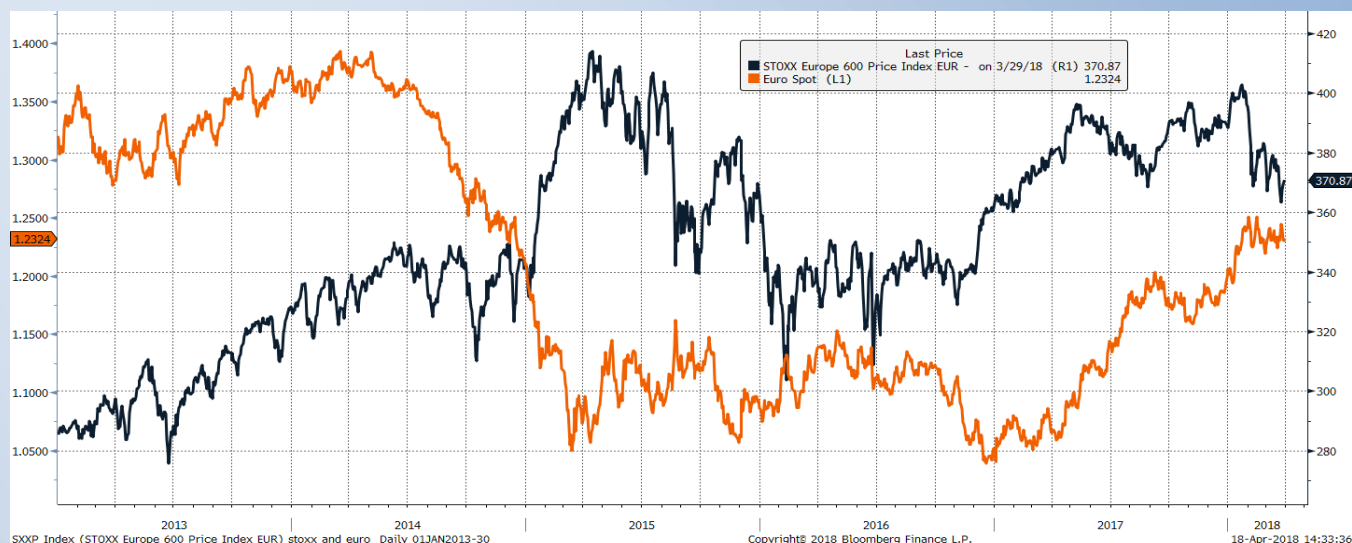


- 特朗普担任总统职位一年，美国贸易逆差继续扩大。在 2018 年第一季度，特朗普政府实施了一系列新的贸易政策，美、中贸易紧张局势更进一步升温。为了抗衡中国主打的产业战略「中国制造 2025 计划」，特朗普政府于 4 月 2 日发布了中国进口产品关税初步列表，牵涉金额约为 500 亿美元。这份名单中共有 1,300 个项目，涵盖了各式各样的产品，但以高科技项目为主，包括半导体以至锂电池等。然而，中国政府在 24 小时内作出相关响应，拟对从美国进口的一系列商品，包括大豆、汽车及飞机，额外征收 25% 的关税作出反击。该列表涵盖了 106 类产品，金额同样是约 500 亿美元。
- 尽管美国和中国政府都宣布了新的关税政策，但均在计划阶段，仍没有实施。贸易战的爆发只会为两国带来「双输」的局面，预计双方会通过谈判达成共同协议。目前的贸易纠纷很大可能会对投资市场带来新一轮的波动，但从长期来看，经过若干市场调整后，或许会是一个不错的吸纳机会。

## 欧洲

- 根据欧盟统计局的数据显示，2017 年最后 3 个月欧元区经济比上季增长 0.6%，2017 年全年计，则增长 2.3%。虽然该数字略低于之前 2.5% 的预估，但这是自 2007 年录得 3% 增长以来，最快的增长速度。
- 然而，欧元区的增长势头或可能已经达到顶峰。IHS Markit 的欧元区最终综合采购经理人指数从 2 月份的 57.1 下滑至 3 月份的 55.2，是近 6 年来最大的单月跌幅。根据采购经理人指数数据显示，经济增长基本保持广泛，并覆盖所有资料调查的国家，然而，增长放缓的迹像也见显著。
- 根据欧盟统计局公布的数据，2018 年 3 月欧元区通胀率从上月的 14 个月低位 1.1% 上升至 1.4%，并符合市场预期。通胀回升主要是由于食品价格 (+2.2%)、能源 (+2.0%) 和服务业 (+1.5%) 的上涨。通胀率上升可能为欧洲央行的鹰派成员带来支持，容许在夏季结束后终止其资产购买计划。与此同时，2 月份欧元区的失业率也下降至 8.5%，这是 2008 年 12 月以来的最低水平。
- 正如预期，欧洲央行于 3 月 8 日的会议维持基准再融资利率在 0% 水平，并重申资产购买计划将仍以每月 300 亿欧元的金额运行至 9 月底或如果有必要的话，更长的时间。然而，欧洲央行在声明中却放弃了长期坚持的必要时增加买债的承诺。这正好反映欧央银行正朝着在 2018 年底前结束其已维持三年的资产购买计划方向迈进。
- 欧洲股市基准指标 STOXX 600 指数在第一季度录得 4.02% 的跌幅，这是自 2016 年初以来的最差季度表现。过去三个月市场波动率上升，日均指数涨、跌幅超过 1%，共发生了 16 次，相反在 2017 年第四季度仅出现 3 次。根据最近发布的经济数据，欧洲经济虽略为回软，然而基本面依然强劲。强劲的欧元可能仍对市场产生负面影响，但在最近的市况调整后，我们对欧洲市场的中长线投资前景维持审慎乐观的态度。

图 5: STOXX 600 指数与欧罗走势

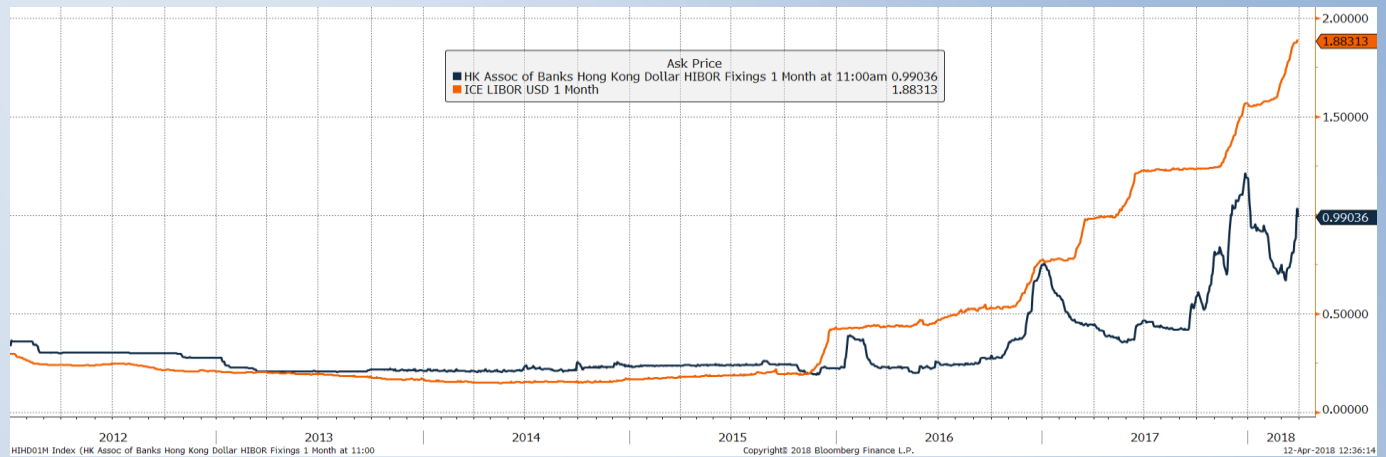


数据源：彭博（至 2018 年 3 月 31 日）

## 亚洲

- 2017 年第四季度中国经济比去年增长 6.8%。2017 年全年计，经济增长率为 6.9%，高于官方目标的 6.5% 和 2016 年 26 年最低位的 6.7%。强劲的工业和出口增长以及房地产市场回稳均是主要的扩张推动力。根据李克强总理在全国人大会议上的工作报告表示，2018 年中国经济增长目标仍维持约在 6.5% 水平。去杠杆化和对金融机构作进一步监管将仍会继续，以预防系统性风险。
- 3 月份中国官方和非官方财新 PMI 数据出现分歧。中国官方制造业 PMI 指数 3 月份上涨 1.2 点至 51.5，而非制造业 PMI 也出现温和增长，从 2 月份的 54.4 上升至 54.6。
- 另一方面，侧重于较小型企业调查的财新 PMI，则显示 3 月份中国制造业和服务业的经营活动在放缓，财新综合采购经理人指数从 2 月份的 53.3 下降至 3 月份的 51.8。尽管 3 月份数据出现下滑，但由于前两个月的强劲表现，第一季度 PMI 的平均值，仍为一年以来最高。
- 由于香港与美国之间的利率差距进一步扩大，3 月底港元兑美元跌至 7.7488 附近，为 33 年来最低水平，更接近金管局目标交易区域（7.75-7.85）的下限。尽管香港的借贷成本（香港银行同业拆息利率 HIBOR）近期都见上升，但美国的借贷成本（伦敦银行同业拆息率 LIBOR）上升幅度来得更快。HIBOR 与 LIBOR 之间的息差现在是 2008 年以来最大，这状况好让交易员继续进行套利交易，加添港元贬值的压力。相信香港金融管理局早晚会通过买入港币来干预市场，以使在港元兑美元继续维持在汇率挂钩水平。干预行动会削弱银行间的资金流动性，最终会引发香港银行同业拆息上升。

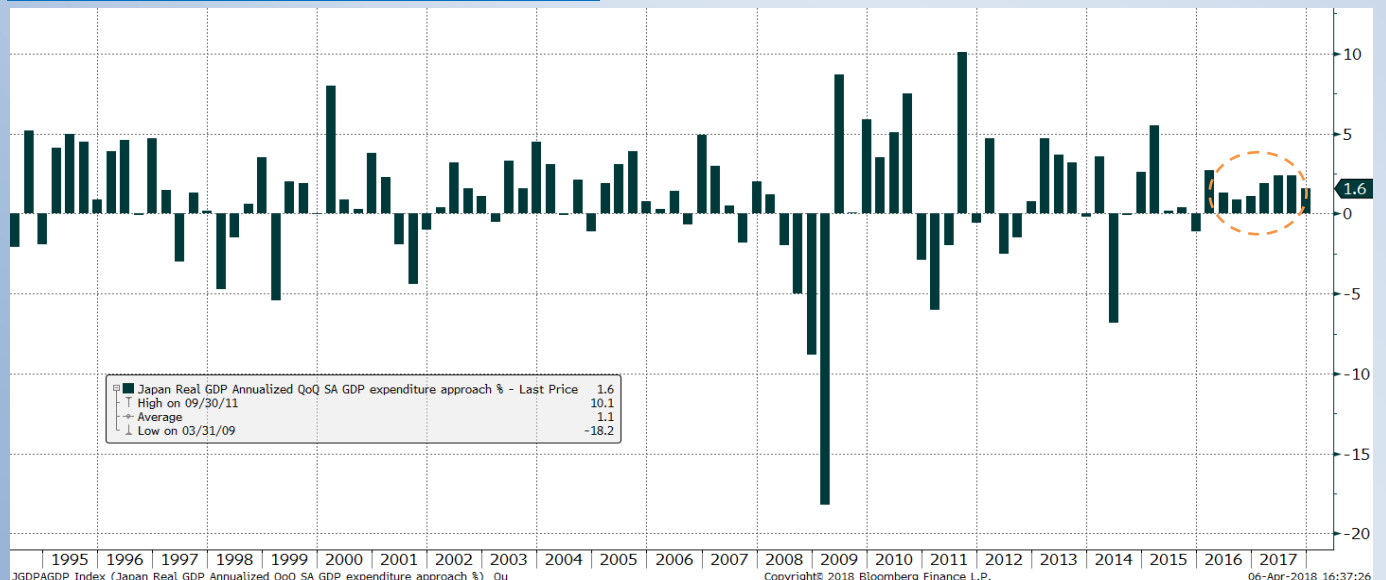
图 6: 1 个月 HIBOR 与 LIBOR 息差持续扩阔



数据源：彭博（至 2018 年 3 月 31 日）

- 2017 年第四季度日本的经济增长速度超出预期。由于私人消费强劲和企业支出上调，日本经济增长从初值的 0.5% 上调至 1.6%。日本经济已连续第 8 个季度出现增长，这是 28 年来最长的一次上升周期。
- 日元是 2018 年第一季度最强劲的主要货币之一，兑美元汇率上涨 6.8%。强劲的日元或会损害日本的出口导向型经济。此外，2 月份家庭支出比去年同期下降了 0.9%，这是自去年 4 月份下跌 1.4% 以来的最大的跌幅。尽管我们仍然认为日本经济将会在未来的季度维持增长，但经济扩张的步伐或有可能出现减速。

图 7: 日本经济已连续第 8 个季度出现增长



数据源：彭博（至 2018 年 3 月 31 日）



- MSCI 亚太指数在第一季度表现持平，但从1月份的高位，已下跌了约 8%。根据彭博汇编的数据，现时是各大投行的分析员自 2011 年以来对 MSCI 亚太指数内成份股最乐观的时候，由于预期经济和企业盈利增长的改善，差不多三分之二的分析员对 MSCI 亚太指数均作出「买入」的投资评级。然而，当 2011 年分析员对亚洲股市最乐观时，股市表现却是见得脆弱。我们不知道历史会否重演，但对于这种信号，投资者或需保持警惕。

图 8: MSCI 亚太指数从 1 月份的高位回落约 8%

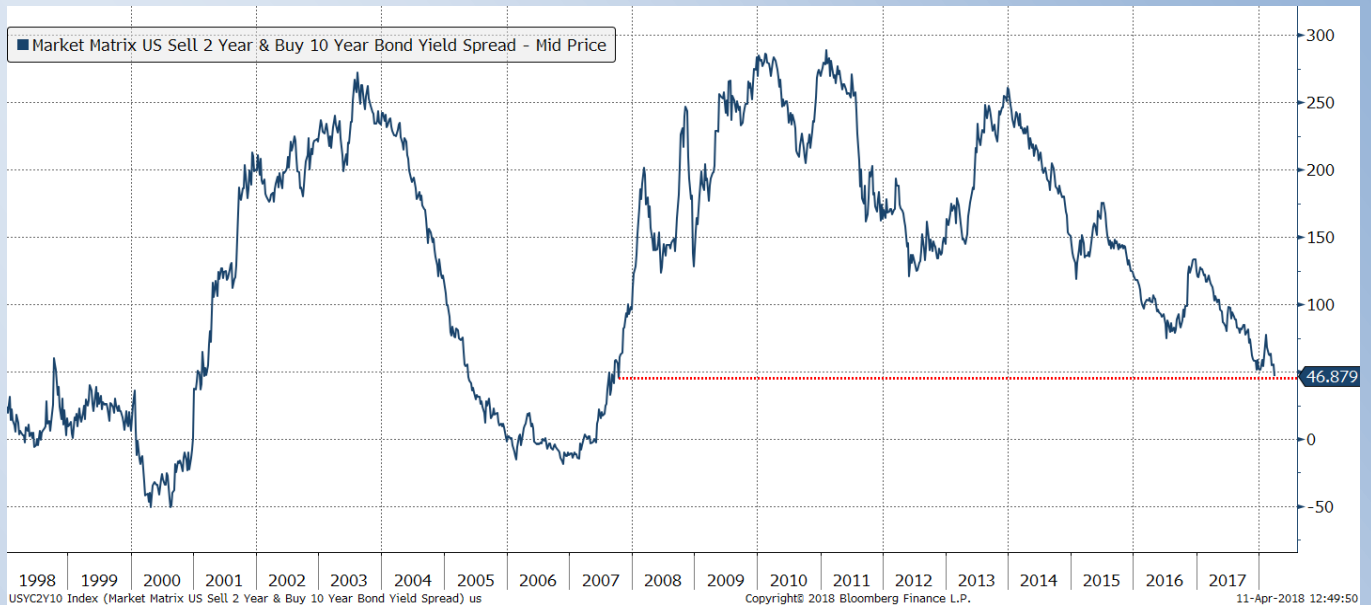


数据源：彭博（至 2018 年 3 月 31 日）

## 债券

- 美国国债收益率曲线在 2018 年第一季度持续趋向平坦。在 2018 年 3 月底，2 年期和 10 年期美国国债收益率之间的息差降至 47 基点，这是自 2007 年 10 月以来的最低水平。
- 最近美国短期国债的拍卖规模，远超出较长期债券，美国国债供应量的影响，是解释收益率曲线出现扁平现象的原因之一。此外，市场预期美国短期加息步伐将加快，但担心长期经济增长前景，也是解释收益率曲线走平的另一因素。

图 9: 2 年期和 10 年期美国国债收益率息差收窄至 2007 年 10 月以来的最低水平



数据源：彭博（至 2018 年 3 月 31 日）

- 美国加息阻碍了美国固定收益的表现。然而，与美联储的收紧货币政策相反，欧央行和日本央行仍采取较宽松的货币政策，这导致非美国固定收益类别表现较为出色。美元疲弱加上全球经济增长见强劲，彭博全球总体非美元指数(Bloomberg Barclays Global Aggregate ex USD Index)在 2018 年第 1 季上升了 3.6%，创下过去两年以来的最佳的季度回报。
- 由于美元走弱和商品价格上升，新兴市场债券(特别是以当地货币计价的债券)，在第一季度的表现也不错。彭博巴克莱新兴市场本地货币政府债券指数(Bloomberg Barclays Emerging Market Local Currency Government Bond Index)在 2018 年头三个月上升了 2.8%。
- 长远来看，固定收益始终是均衡投资组合中的重要组成部分。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。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

- 在美元疲弱的支持下，标普高盛商品指数在 2018 年首季上涨 2.4%。黄金和原油均见上涨、而铜与天然气价值出现下跌，至于谷物价格则全面走高。由于阿根廷天气出现乾旱情况以及市场对南美洲农作物减产的担忧，大豆、玉米和小麦于期内上涨了近 10%。

- 现货黄金在第一季度录得 1.7% 升幅，交易价格在 1300-1360 美元/盎司之间徘徊。相信环球政治环境的不确定性、美国的加息步伐以及美元的强弱将继续主导 2018 年金价走势。

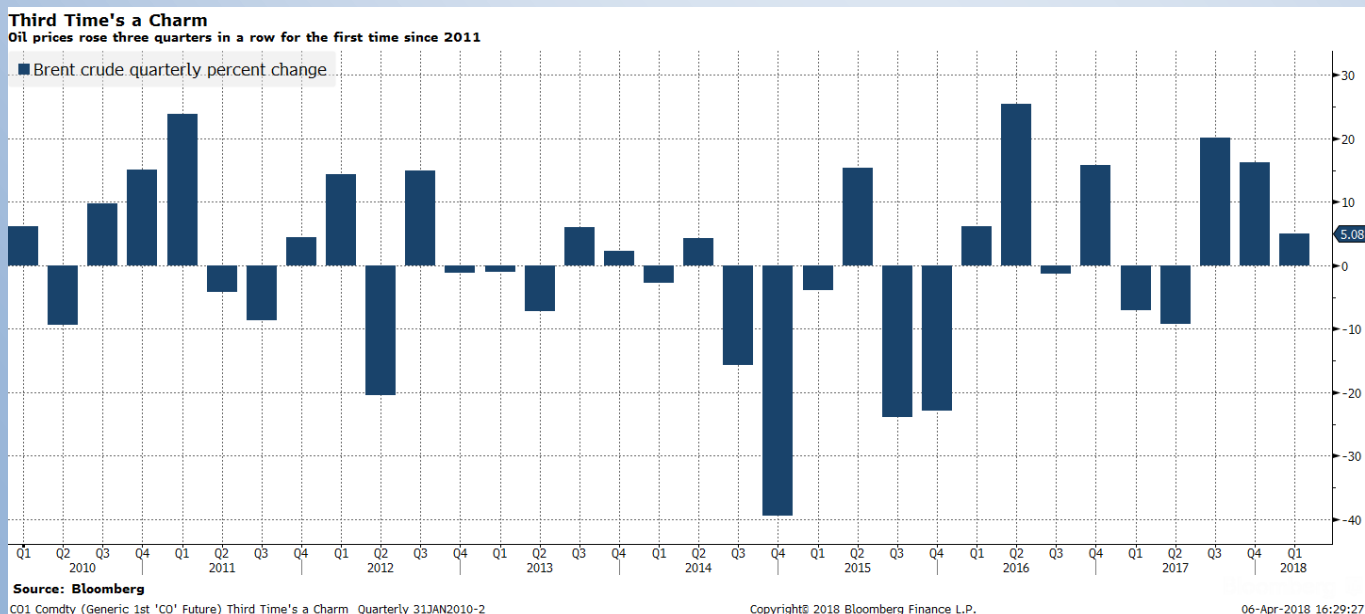
图 10: 黄金仍未能突破其长期支持位



数据源：彭博（至 2018 年 3 月 31 日）

- 布伦特原油第一季度上涨 5.1%，连续第三个季度增长，这是自 2011 年以来最长的上升周期。因石油输出国组织和包括俄罗斯在内的盟国继续限制产量，减少全球库存，原油价格自 2017 年 6 月中旬以来已上涨了约 55%。

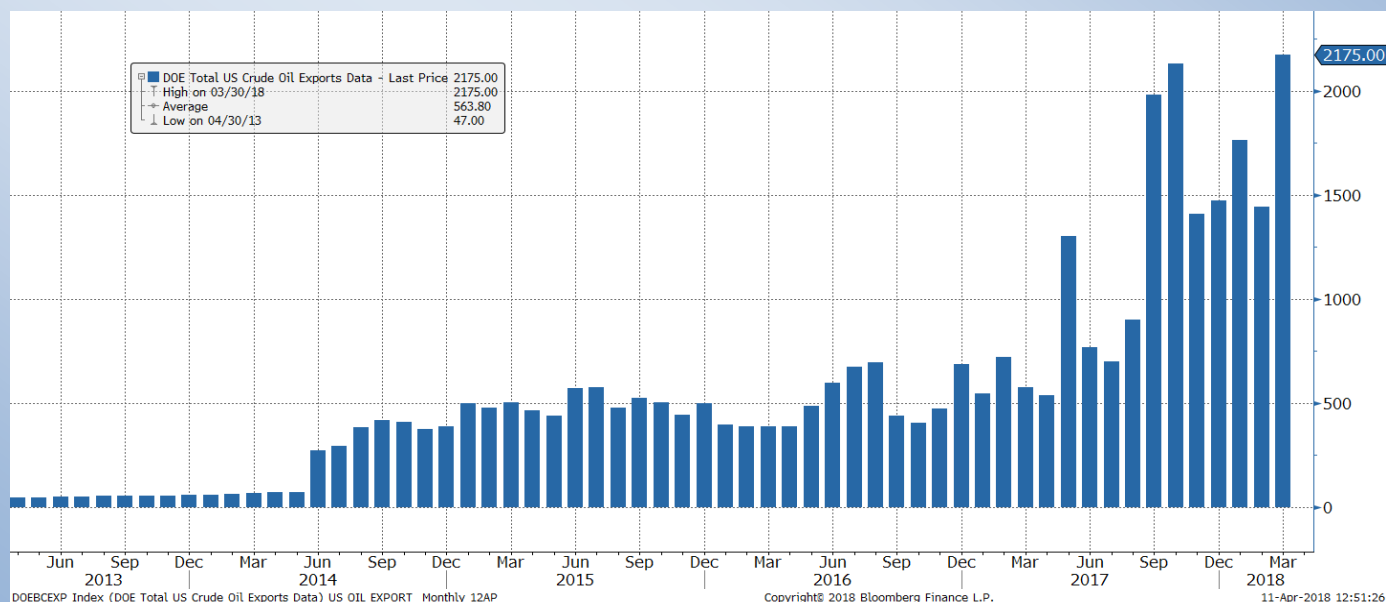
图 11: 布伦特原油连续第三个季度出现增长



数据源：彭博（至 2018 年 3 月 31 日）

- 尽管石油输出国组织试图限制原油供应，但美国原油出口却以创纪录的速度增长且并没有放缓的迹象，3月底美国原油出口量增至每日 217.5 万桶。这现象或有可能导致全球正在复苏的石油市场带来负面影响。

图 12: 美国原油出口以创纪录的速度增长



数据源：彭博（至 2018 年 3 月 31 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。