

# 投資內望 2018 年 4 月

投資服務部



Altruist Financial Group Limited  
進邦滙理有限公司

CIB Member of the Hong Kong Confederation of Insurance Brokers



## 預期第二季投資市場將持續動盪，你已準備好乘坐「投資過山車」嗎？

繼在 2017 年取得出色表現後，踏入 2018 年 1 月，環球股市維持強勢。全球大部份股市指數在 1 月底均升至近年或歷史最高水平，標準普爾 500 指數更創下自 1997 年以來最強的一月份升幅。然而，由於越來越多的經濟數據顯示，美國消費物價將持續上升，加上美聯儲近期也調升未來通脹前景；投資者擔心美國加息步伐將會比預期來得更快。因此，10 年期美國國債收益率從年初的約 2.4% 飆升至 2.8% 以上，是 2014 年以來最高的水平，全球股市也在 2 月份開始失去上升動力。

圖 1: 環球股市於 1 月底升至高點

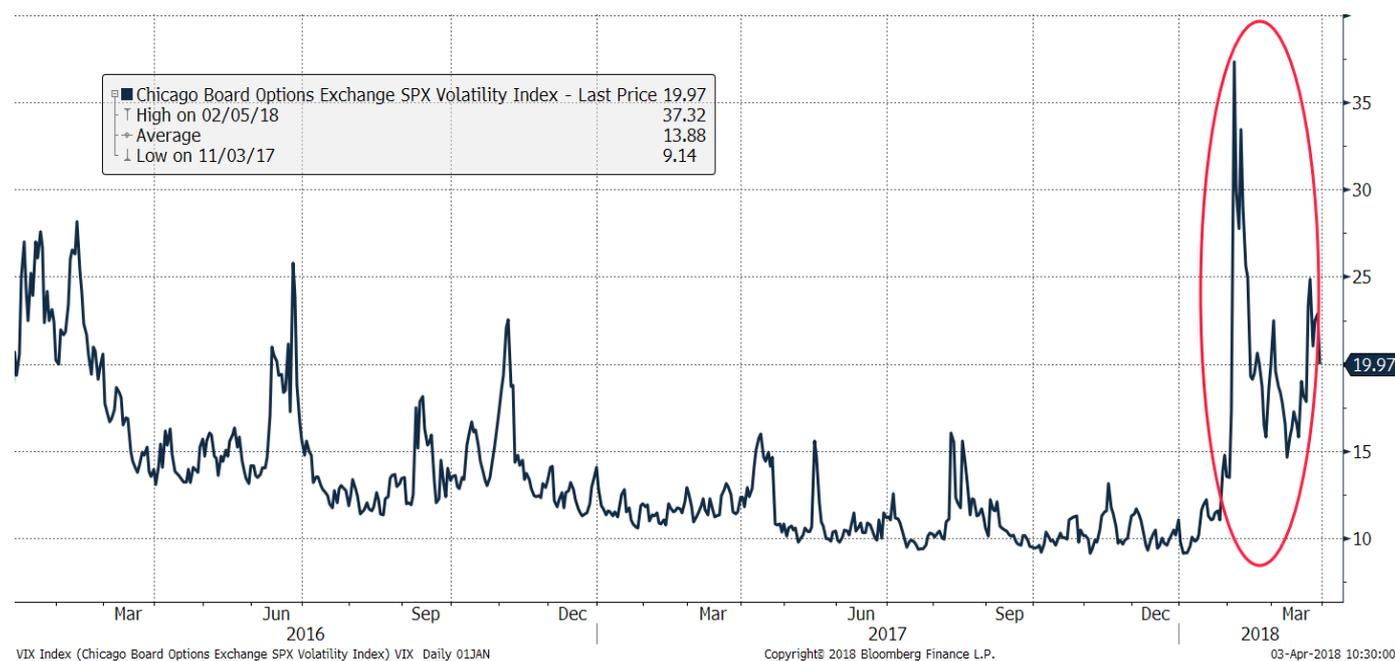


資料來源：彭博（至 2018 年 3 月 31 日）

不僅是對利率上升的憂慮，美國總統的保護主義政策也是導致股市回落的原因。由於美國和中國均計劃向對方施加敵對性的關稅，中、美之間的緊張局勢從3月開始升溫。爆發貿易戰的風險似乎有所增加，但兩國新增的關稅計劃均在建議階段，尚未生效，相信雙方極有可能在稍後時間透過談判達成協議。

2017年差不多是投資市場近數十年來波動率最低的一年。與去年或今年1月相反，在2月及3月，全球股市一直猶如處於過山車狀態。衡量標準普爾500指數引伸波幅的CBOE波動率指數（VIX）或稱「風險指數」在本季度上漲81%，這是自2011年第三季以來的最大季度漲幅。

圖 2: 市場波幅重臨



資料來源：彭博（至2018年3月31日）

幾乎所有全球股市指數現在均接近調整區域，投資者也擔心其估值，尤其是科技股。科技股一向是市場的寵兒，他們的估值都遠高於其他股票，因此在市況逆轉時，更容易出現較大幅的調整。在3月底，科技股領域更出現一連串的壞消息，包括Facebook的數據私隱醜聞、電動汽車Telsa的致命車禍、特朗普對亞馬遜的批評以及騰訊最大股東的減持等，這些事件均催化近期的股市下挫。

正如約翰鄧普頓爵士(Sir John Templeton)的名句，「牛市產生於悲觀主義上，隨著懷疑而成長，在樂觀主義中成熟以至最後在亢奮下滅亡。」我們是否接近市場調整的尾聲？還是我們正步進熊市的起點？我們不知道答案。然而，潛在的中、美貿易戰、美國加息步伐、地緣政治緊張及股市估值偏高均會困擾全球投資市場。可以預期第二季度市況將持續動盪，你已準備好乘坐該「投資過山車」嗎？

表 1: 大部份環球股市均從高位回落

指數	第 1 季最高值	紀錄日期	第 1 季末收市值	變幅(%)
標普 500 指數	2872.87	1 月 26 日	2640.87	-8.08%
納斯達克綜合指數	7588.325	3 月 12 日	7063.445	-6.92%
香港恒生指數	33154.12	1 月 26 日	30093.38	-9.23%
日經 225 指數	24124.15	1 月 23 日	21454.3	-11.07%
MSCI 世界指數	2248.93	1 月 26 日	2066.84	-8.10%
德國 DAX 指數	13559.6	1 月 23 日	12096.73	-10.79%
MSCI 新興市場指數	1273.07	1 月 26 日	1170.88	-8.03%

資料來源：彭博（至 2018 年 3 月 31 日）

表 2: 環球股市表現

指數	2018 年第 1 季回報		2017 年全年回報	
	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	-1.96%	-1.96%	28.11%	28.11%
歐洲 STOXX 50 指數	-3.71%	-1.56%	9.95%	25.32%
歐洲 STOXX 600 指數	-4.02%	-1.87%	11.22%	26.78%
德國 DAX 指數	-6.35%	-4.26%	12.51%	28.25%
巴黎 CAC 指數	-2.51%	-0.33%	12.54%	28.28%
日本日經 225 指數	-5.06%	0.63%	21.29%	25.66%
香港恒生指數	0.92%	0.45%	41.27%	40.22%
香港國企指數	2.47%	2.00%	29.63%	28.66%
上證指數	-4.17%	-0.83%	8.75%	15.99%
中國滬深 300 指數	-3.27%	0.10%	24.25%	32.52%
新加坡海峽時報指數	1.09%	3.10%	22.01%	32.07%
南韓 KOSPI 指數	-0.88%	0.10%	22.24%	37.70%
台灣加權指數	2.47%	7.64%	19.41%	30.37%
印度 SENSEX 指數	-2.31%	-4.24%	29.56%	37.93%
印尼雅加達指數	-2.38%	-3.38%	22.48%	22.05%
曼谷 SET 指數	2.12%	6.64%	17.31%	29.12%
俄羅斯 RTS 指數	8.29%	8.29%	5.88%	5.88%
巴西 IBOVESPA 指數	11.73%	11.83%	26.86%	24.70%
S&P 泛阿拉伯指數	8.42%	8.42%	4.28%	4.28%
MSCI 環球指數	-1.15%	-1.15%	23.10%	23.10%

資料來源：彭博（至 2018 年 3 月 31 日）

表 3: 主要貨幣表現(以美元計算)

貨幣	2018 年第 1 季變幅	2017 年全年變幅
	以美元計算	
歐元	2.66%	14.15%
英鎊	3.71%	9.51%
日圓	6.03%	3.79%
港元	-0.44%	-0.74%
人民幣	3.69%	6.74%
澳元	-1.66%	8.34%
紐西蘭元	1.96%	2.37%
新加坡元	1.87%	8.29%
韓圓	0.67%	12.81%
新台幣	2.35%	8.23%
印度盧比	-2.00%	6.35%
印尼盾	-1.45%	-0.70%
泰銖	4.46%	9.88%
羅斯盧布	0.87%	6.32%
巴西雷亞爾	0.07%	-1.77%

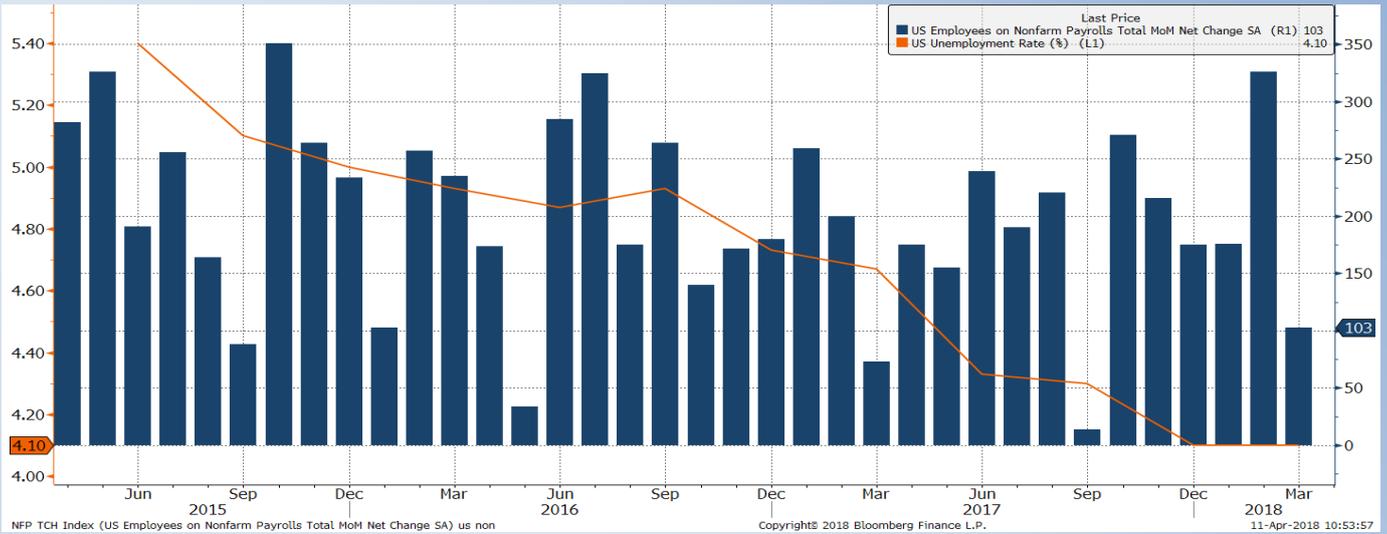
資料來源：彭博（至 2018 年 3 月 31 日）

## 環球回顧及展望

### 美國

- 根據美國商務部的數據，去年第四季度美國經濟增長為 2.9%，比之前預估高 0.4%，也優於市場預期的 2.7% 增長率。美國經濟向上修正，主因是消費者支出錄得 3 年來的最大增幅，從之前的預估增長 3.8% 上調至 4%，部分抵消了進口激增的拖累。
- 美國勞工部公布，3 月非農業新增職位為 10.3 萬份，創 6 個月以來最低新增就業職位人數，也低於過去三個月的平均值 202,000 份。隨著勞動力市場接近達到全面就業，美國就業增長或正在放緩，但總體失業率則連續第六個月維持在 4.1%。與此同時，3 月份平均時薪上升 2.7%。可以相信持續的工資增長將會支持消費並觸發通脹，容許聯儲局繼續收緊其貨幣政策。

圖 3: 美國非農業新增職位及失業率



資料來源：彭博（至 2018 年 3 月 31 日）

- 正如預期，在鮑威爾於 3 月份首次以主席身份主持聯儲局會議期間，美聯儲局決定把聯邦基金利率目標區間提高 0.25% 至 1.5-1.75% 間，這是聯邦公開市場委員會（FOMC）自 2015 年 12 月開始，第六次加息。此外，美聯儲官員還將他們對 2018 年美國經濟增長預測從 12 月的 2.5% 上調至 2.7%，同時也將 2019 年的預期從 2.1% 提升至 2.4%。
- 美國 2018 年 2 月份貿易逆差從上月修正值的 567 億美元大幅增至 576 億美元，高於市場預期的 569 億美元。這是美國自 2008 年 10 月以來最大的貿易赤字。2 月份美國與中國的貿易逆差，則稍為從上月的 360 億美元收窄至 293 億美元。

圖 4: 最新的美國貿易赤字拉闊至 2008 年 10 月以來最大



資料來源：彭博（至 2018 年 3 月 31 日）

- 特朗普擔任總統職位一年，美國貿易逆差繼續擴大。在 2018 年第一季，特朗普政府實施了一系列新的貿易政策，美、中貿易緊張局勢更進一步升溫。為了抗衡中國主打的產業戰略「中國製造 2025 計劃」，特朗普政府於 4 月 2 日發布了中國進口產品關稅初步清單，牽涉金額約為 500 億美元。這份名單中共有 1,300 個項目，涵蓋了各式各樣的產品，但以高科技項目為主，包括半導體以至鋰電池等。然而，中國政府在 24 小時內作出相關回應，擬對從美國進口的一系列商品，包括大豆、汽車及飛機，額外徵收 25% 的關稅作出反擊。該清單涵蓋了 106 類產品，金額同樣是約 500 億美元。
- 儘管美國和中國政府都宣布了新的關稅政策，但均在計劃階段，仍沒有實施。貿易戰的爆發只會為兩國帶來「雙輸」的局面，預計雙方會通過談判達成共同協議。目前的貿易糾紛很大可能會對投資市場帶來新一輪的波動，但從長期來看，經過若干市場調整後，或許會是一個不錯的吸納機會。

## 歐洲

- 根據歐盟統計局的數據顯示，2017 年最後 3 個月歐元區經濟比上季增長 0.6%，2017 年全年計，則增長 2.3%。雖然該數字略低於之前 2.5% 的預估，但這是自 2007 年錄得 3% 增長以來，最快的增長速度。
- 然而，歐元區的增長勢頭或可能已經達到頂峰。IHS Markit 的歐元區最終綜合採購經理人指數從 2 月份的 57.1 下滑至 3 月份的 55.2，是近 6 年來最大的單月跌幅。根據採購經理人指數資料顯示，經濟增長基本保持廣泛，並覆蓋所有資料調查的國家，然而，增長放緩的跡像也見顯著。
- 根據歐盟統計局公布的數據，2018 年 3 月歐元區通脹率從上月的 14 個月低位 1.1% 上升至 1.4%，並符合市場預期。通脹回升主要是由於食品價格 (+2.2%)、能源 (+2.0%) 和服務業 (+1.5%) 的上漲。通脹率上升可能為歐洲央行的鷹派成員帶來支持，容許在夏季結束後終止其資產購買計劃。與此同時，2 月份歐元區的失業率也下降至 8.5%，這是 2008 年 12 月以來的最低水平。
- 正如預期，歐洲央行於 3 月 8 日的會議維持基準再融資利率在 0% 水平，並重申資產購買計劃將仍以每月 300 億歐元的金額運行至 9 月底或如果有必要的話，更長的時間。然而，歐洲央行在聲明中卻放棄了長期堅持的必要時增加買債的承諾。這正好反映歐央銀行正朝着在 2018 年底前結束其已維持三年的資產購買計劃方向邁進。
- 歐洲股市基準指標 STOXX 600 指數在第一季度錄得 4.02% 的跌幅，這是自 2016 年初以來的最差季度表現。過去三個月市場波動率上升，日均指數漲、跌幅超過 1%，共發生了 16 次，相反在 2017 年第四季度僅出現 3 次。根據最近發布的經濟數據，歐洲經濟雖略為回軟，然而基本面依然強勁。強勁的歐元可能仍對市場產生負面影響，但在最近的市況調整後，我們對歐洲市場的中長線投資前景維持審慎樂觀的態度。

圖 5: STOXX 600 指數與歐羅走勢

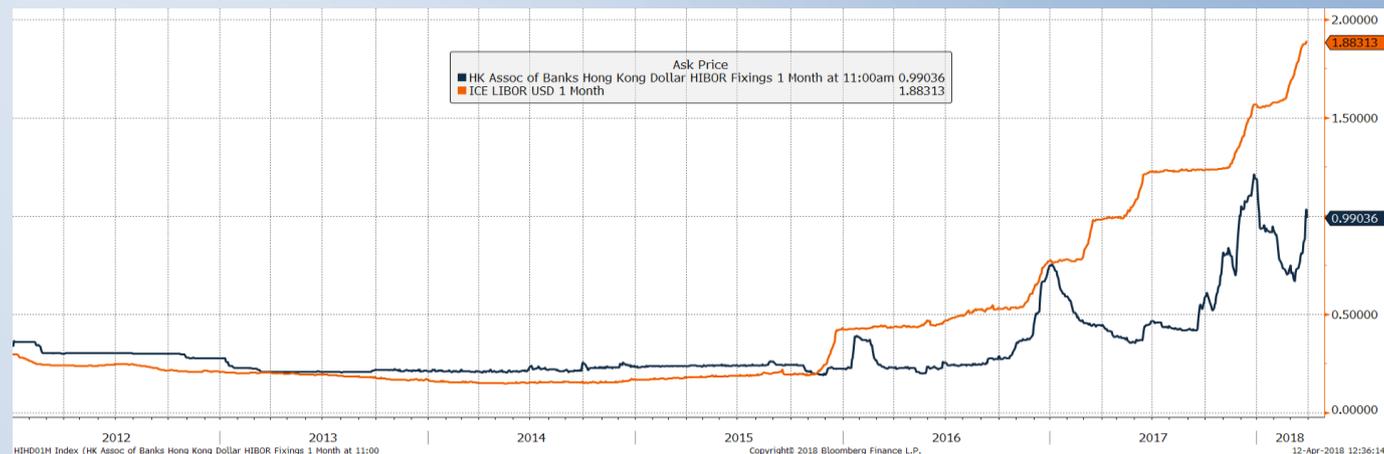


資料來源：彭博（至 2018 年 3 月 31 日）

## 亞洲

- 2017 年第四季度中國經濟比去年增長 6.8%。2017 年全年計，經濟增長率為 6.9%，高於官方目標的 6.5% 和 2016 年 26 年最低位的 6.7%。強勁的工業和出口增長以及房地產市場回穩均是主要的擴張推動力。根據李克強總理在全國人大會議上的工作報告表示，2018 年中國政府的經濟增長目標仍維持約在 6.5% 水平。去槓桿化和對金融機構作進一步監管將仍會繼續，以預防系統性風險。
- 3 月份中國官方和非官方財新 PMI 數據出現分歧。中國官方製造業 PMI 指數 3 月份上漲 1.2 點至 51.5，而非製造業 PMI 也出現溫和增長，從 2 月份的 54.4 上升至 54.6。
- 另一方面，側重於較小型企業調查的財新 PMI，則顯示 3 月份中國製造業和服務業的經營活動正在放緩，財新綜合採購經理人指數從 2 月份的 53.3 下降至 3 月份的 51.8。儘管 3 月份數據出現下滑，但由於前兩個月的強勁表現，第一季度 PMI 的平均值，仍為一年以來最高。
- 由於香港與美國之間的利率差距進一步擴大，3 月底港元兌美元跌至 7.7488 附近，為 33 年來最低水平，更接近金管局目標交易區域（7.75-7.85）的下限。儘管香港的借貸成本（香港銀行同業拆息利率 HIBOR）近期都見上升，但美國的借貸成本（倫敦銀行同業拆息率 LIBOR）上升幅度來得更快。HIBOR 與 LIBOR 之間的息差現在是 2008 年以來最大，這狀況好讓交易員繼續進行套利交易，加添港元貶值的壓力。相信香港金融管理局早晚會通過買入港幣來干預市場，以使在港元兌美元繼續維持在匯率掛鉤水平。干預行動會削弱銀行間的資金流動性，最終會引發香港銀行同業拆息上升。

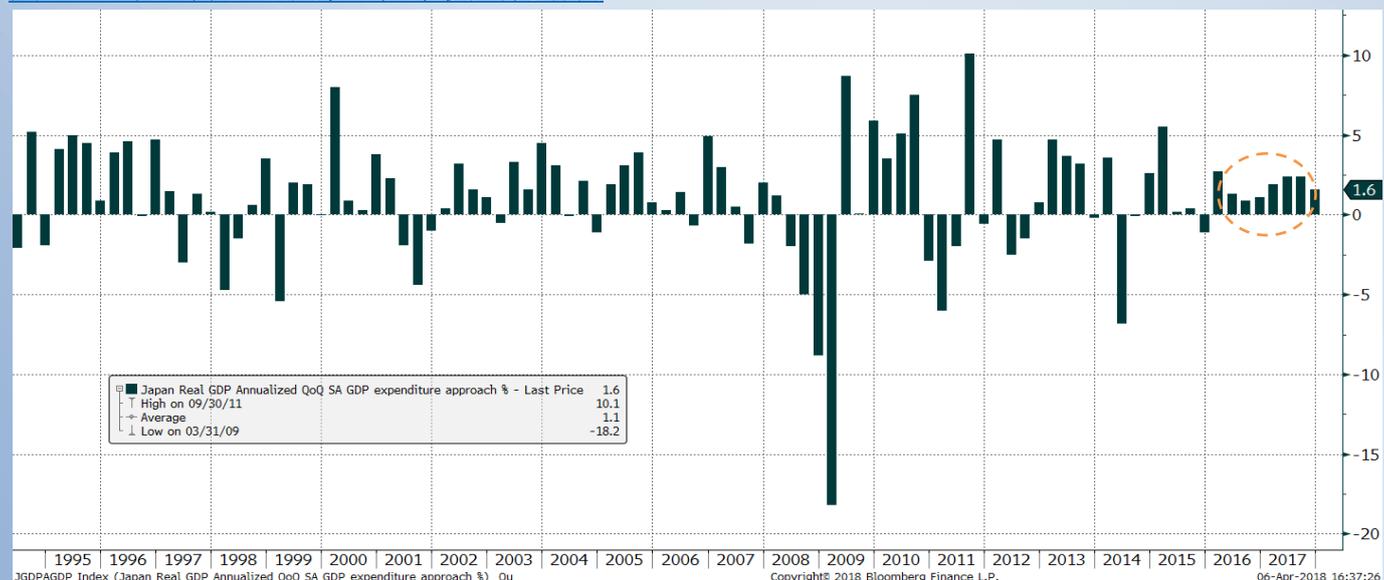
圖 6: 1 個月 HIBOR 與 LIBOR 息差持續擴闊



資料來源：彭博（至 2018 年 3 月 31 日）

- 2017 年第四季度日本的經濟增長速度超出預期。由於私人消費強勁和企業支出上調，日本經濟增長從初值的 0.5% 上調至 1.6%。日本經濟已連續第 8 個季度出現增長，這是 28 年來最長的一次上升週期。
- 日圓是 2018 年第一季度最強勁的主要貨幣之一，兌美元匯率上漲 6.8%。強勁的日圓或會損害日本的出口導向型經濟。此外，2 月份家庭支出比去年同期下降了 0.9%，這是自去年 4 月份下跌 1.4% 以來的最大的跌幅。儘管我們仍然認為日本經濟將會在未來的季度維持增長，但經濟擴張的步伐或有可能出現減速。

圖 7: 日本經濟已連續第 8 個季度出現增長



資料來源：彭博（至 2018 年 3 月 31 日）

- MSCI 亞太指數在第一季度表現持平，但從 1 月份的高位，已下跌了約 8%。根據彭博彙編的數據，現時是各大投行的分析員自 2011 年以來對 MSCI 亞太指數內成份股最樂觀的時候，由於預期經濟和企業盈利增長的改善，差不多三分之二的分析員對 MSCI 亞太指數均作出「買入」的投資評級。然而，當 2011 年分析員對亞洲股市最樂觀時，股市表現卻是見得脆弱。我們不知道歷史會否重演，但對於這種信號，投資者或需保持警惕。

圖 8: MSCI 亞太指數從 1 月份的高位回落約 8%



資料來源：彭博（至 2018 年 3 月 31 日）

## 債券

- 美國國債收益率曲線在 2018 年第一季度持續趨向平坦。在 2018 年 3 月底，2 年期和 10 年期美國國債收益率之間的息差降至 47 基點，這是自 2007 年 10 月以來的最低水平。
- 最近美國短期國債的拍賣規模，遠超於較長期債券，美國國債供應量的影響，是解釋收益率曲線出現扁平現象的原因之一。此外，市場預期美國短期加息步伐將加快，但擔心長期經濟增長前景，也是解釋收益率曲線走平的另一因素。

圖 9: 2 年期和 10 年期美國國債收益率息差收窄至 2007 年 10 月以來的最低水平



資料來源：彭博（至 2018 年 3 月 31 日）

- 美國加息阻礙了美國固定收益的表現。然而，與美聯儲的收緊貨幣政策相反，歐央行和日本央行現仍採取較寬鬆的貨幣政策，這導致非美國固定收益類別表現較為出色。美元疲弱加上全球經濟增長見強勁，彭博全球總體非美元指數(Bloomberg Barclays Global Aggregate ex USD Index)在 2018 年第 1 季上升了 3.6%，創下過去兩年以來的最佳的季度回報。
- 由於美元走弱和商品價格上升，新興市場債券(特別是以當地貨幣計價的債券)，在第一季度的表現也不錯。彭博巴克萊新興市場本地貨幣政府債券指數(Bloomberg Barclays Emerging Market Local Currency Government Bond Index)在 2018 年頭三個月上升了 2.8%。
- 長遠來看，固定收益始終是均衡投資組合中的重要組成部分。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。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

- 在美元疲弱的支持下，標普高盛商品指數在 2018 年首季上漲 2.4%。黃金和原油均見上漲、而銅與天然氣價值出現下跌，至於穀物價格則全面走高。由於阿根廷天氣出現乾旱情況以及市場對南美洲農作物減產的擔憂，大豆、玉米和小麥於期內上漲了近 10%。

- 現貨黃金在第一季度錄得 1.7% 升幅，交易價格在 1300-1360 美元/盎司之間徘徊。相信環球政治環境的不確定性、美國的加息步伐以及美元的強弱將繼續主導 2018 年金價走勢。

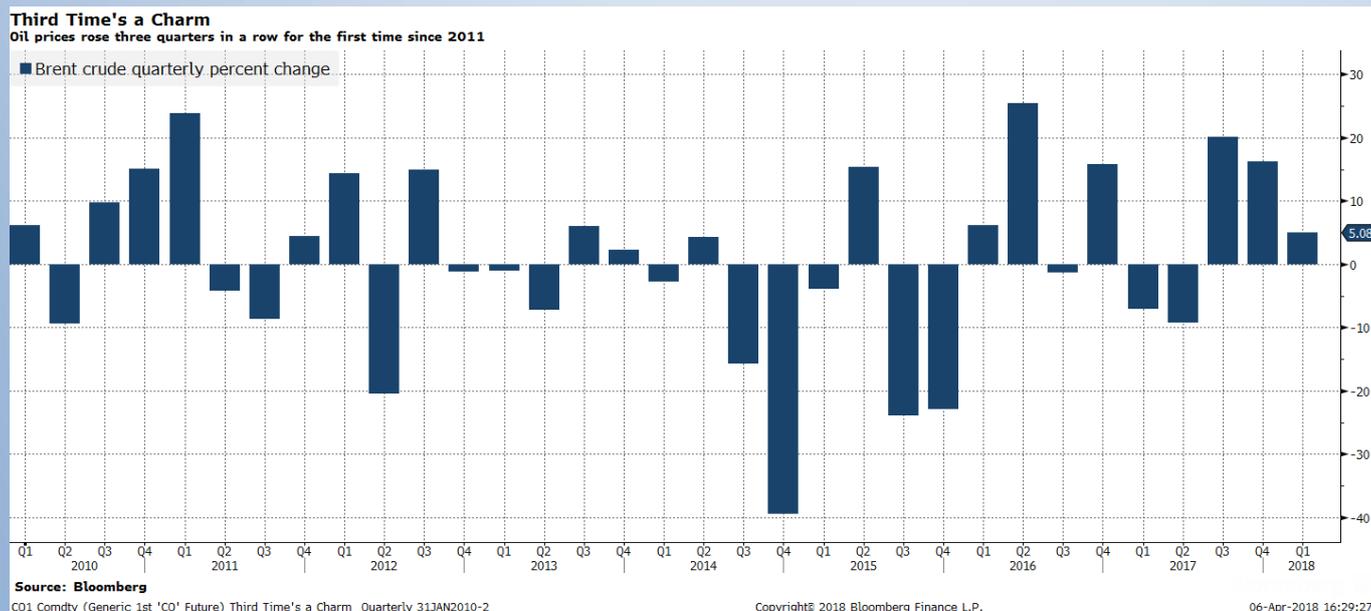
圖 10: 黃金仍未能突破其長期支持位



資料來源：彭博（至 2018 年 3 月 31 日）

- 布倫特原油第一季度上漲 5.1%，連續第三個季度增長，這是自 2011 年以來最長的上升週期。因石油輸出國組織和包括俄羅斯在內的盟國繼續限制產量，減少全球庫存，原油價格自 2017 年 6 月中旬以來已上漲了約 55%。

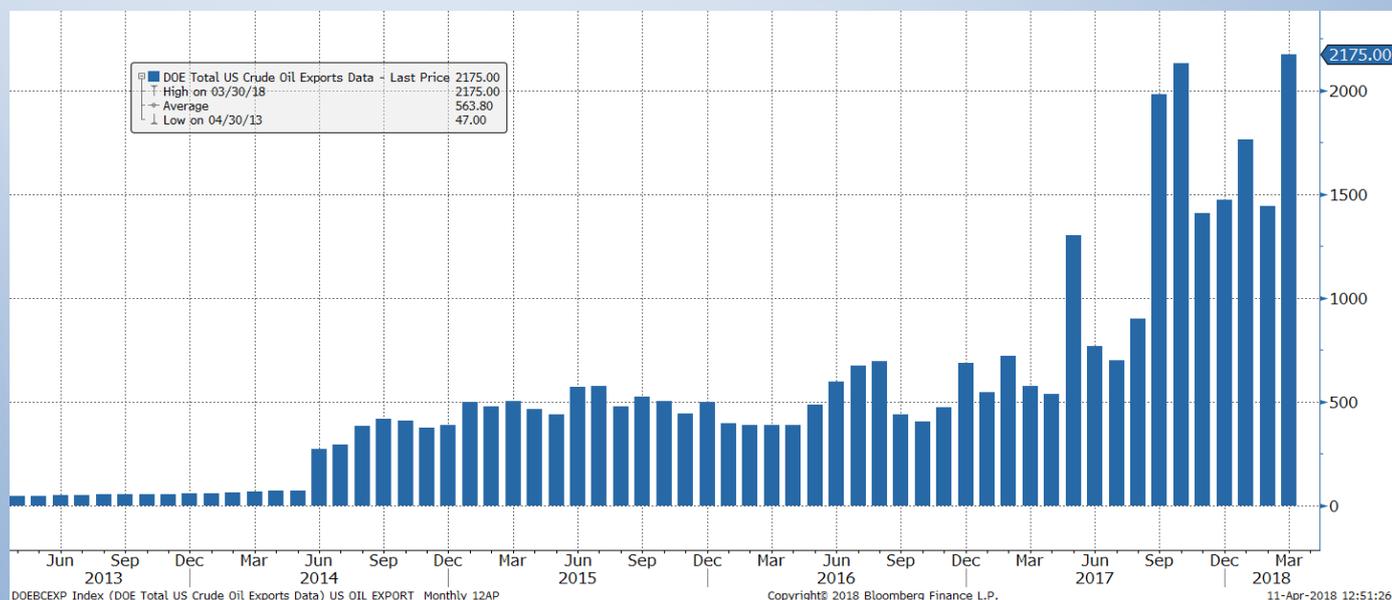
圖 11: 布倫特原油連續第三個季度出現增長



資料來源：彭博（至 2018 年 3 月 31 日）

- 儘管石油輸出國組織試圖限制原油供應，但美國原油出口卻以創紀錄的速度增長且並沒有放緩的跡象，3月底美國原油出口量增至每日 217.5 萬桶。這現象或有可能導致全球正在復甦的石油市場帶來負面影響。

圖 12: 美國原油出口以創紀錄的速度增長



資料來源：彭博（至 2018 年 3 月 31 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。