

投資內望 2018 年 7 月

投資服務部



Altruist Financial Group Limited
進邦滙理有限公司

CIB 香港保險顧問聯會會員
Member of the Hong Kong Confederation of Insurance Brokers

當「美國優先」政策衝擊著「中國製造 2025」策略計劃

正如上一期「投資內望」的預測，全球投資市場於 2018 年第二季度處於過山車狀態。隨著在 2018 年 6 月 12 日舉行美、朝高峰會及其後雙方簽署聯合聲明，美國與北韓之間的地緣緊張局勢有所緩和，但美國與環球主要國家出現貿易戰的擔憂卻持續升溫。

在 7 月 6 日，美國正式對價值 340 億美元的中國商品徵收關稅，中國立刻對美國產品採取類似規模的報復性關稅以作回應，美國總統特朗普甚至威脅要將關稅伸展至達 5,000 億美元來自中國的商品，這金額接近 2017 年從中國進口美國的所有商品價值總和。於 7 月 10 日，美國再開出第二槍，特朗普政府公佈了一份價值 2,000 億美元中國出口到美國的商品名單，該名單商品將有可能會徵收新的 10% 關稅。該關稅建議並不會即時生效，但將進行為期兩個月的審查程序，並將於 8 月 20 日至 8 月 23 日舉行聽證會。與此同時，歐盟、加拿大及墨西哥也採取措施應對 6 月初美國對鋼鐵和鋁材加徵的進口關稅；毫無疑問，美國現在正捲入了一場多邊貿易戰中。

當美國特朗普政府提倡「美國優先」政策之際，中國政府也致力實踐其「中國製造 2025」的長期戰略計劃。中、美之間的貿易戰不僅是一個經濟問題，也是一場政治角力的拉鋸戰，短期內不容易結束。誰將會是貿易戰的贏家？如果我們看看最近的投資市場，到目前為止，美國或許是贏家；近日中國 A 股及人民幣不斷出現下滑，相反美元及美股則維持強勁走勢。至於貿易戰的中長期影響，現在仍沒法具體確切預測，但對美國而言，物價被推高及經濟增長出現減慢，始乎是難以避免。

然而值得注意的是，經常被視為對現任總統和/或現任執政黨表現作公投的美國中期選舉，將於今年 11 月舉行。美國眾議院的 435 個席位和美國參議院 100 個席位中的 35 個席位將會作競選。目前，眾議院和參議院均由共和黨所主導；假如民主黨在即將舉行的選舉重新獲得國會的控制權，美國的貿易政策或有可能出現轉變的機會。

另一方面，美國和歐洲的增長趨勢似乎出現分差。根據最新公佈的經濟數據，美國經濟重新取得增長勢頭，而歐洲在 2018 年第二季度則出現放緩跡象。此外，美聯儲局自 2016 年起，已將其基準利

率提升了 7 次，並預期加息週期將在短期內持續。美國強勁的經濟及正處於加息週期的環境，均令美元成為 2018 年最強勢的貨幣；而強美元往往是新興市場的噩夢，傷害其脆弱的經濟體系。截至 2018 年 6 月底，MSCI 新興市場指數從今年 1 月的高峰，已出現了 15% 的調整。在新興市場國家中，阿根廷可能是最為積弱的國家；該國的利率已上調至 15%，阿根廷披索今年兌美元更貶值近 5 成。同時，阿根廷要求國際貨幣基金組織（“IMF”）提供 500 億美元的貸款援助，這是 IMF 歷史上最大的貸款額度。

圖 1: Don't Cry For Me, Argentina! 阿根廷披索兌美元跌至歷史低位



資料來源：彭博（至 2018 年 6 月 29 日）

不斷升級的貿易戰和美國加息週期是目前全球投資市場面臨的兩大主要風險，可以預期 2018 年下半年，投資市場將持續波動。然而市況波動，上上、落落往往是正常的狀況，在經歷了最近的市場調整之後，一些投資市場的估值漸漸出現吸引力，從長遠來看，這或許也是一個不錯的買入機會。

表 1: 環球股市表現

指數	2018 年第 2 季回報		2018 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	1.26%	1.26%	-0.73%	-0.73%
歐洲 STOXX 50 指數	3.37%	-1.79%	-0.47%	-3.32%
歐洲 STOXX 600 指數	4.27%	-0.94%	0.08%	-2.79%
德國 DAX 指數	1.73%	-3.35%	-4.73%	-7.47%
巴黎 CAC 指數	5.47%	0.20%	2.81%	-0.14%
日本日經 225 指數	4.08%	-0.21%	-1.06%	0.55%
香港恒生指數	-2.53%	-2.50%	-1.64%	-2.06%
香港國企指數	-6.19%	-6.16%	-3.87%	-4.28%
上證指數	-9.12%	-13.73%	-12.91%	-14.45%
中國滬深 300 指數	-9.05%	-13.66%	-12.02%	-13.58%

指數	2018 年第 2 季回報		2018 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
新加坡海峽時報指數	-3.32%	-7.03%	-2.26%	-4.15%
南韓 KOSPI 指數	-4.89%	-9.37%	-5.56%	-9.13%
台灣加權指數	0.31%	-4.12%	2.80%	0.15%
印度 SENSEX 指數	7.94%	2.69%	4.69%	-2.38%
印尼雅加達指數	-4.79%	-8.42%	-7.05%	-11.51%
曼谷 SET 指數	-9.26%	-14.34%	-7.34%	-8.65%
俄羅斯 RTS 指數	-5.91%	-5.91%	1.69%	1.69%
巴西 IBOVESPA 指數	-14.76%	-27.12%	-4.76%	-18.50%
S&P 泛阿拉伯指數	3.65%	3.65%	12.33%	12.33%
MSCI 環球指數	1.96%	1.96%	0.74%	0.74%

資料來源：彭博（至 2018 年 6 月 29 日）

表 2: 主要貨幣表現(以美元計算)

貨幣	2018 年第 2 季變幅	2018 年年初至今變幅
	以美元計算	
歐元	-5.19%	-2.67%
英鎊	-5.77%	-2.26%
日圓	-4.04%	1.74%
港元	0.03%	-0.42%
人民幣	-5.22%	-1.73%
澳元	-3.57%	-5.17%
紐西蘭元	-6.48%	-4.65%
新加坡元	-3.74%	-1.94%
韓圓	-4.58%	-3.94%
新台幣	-4.52%	-2.28%
印度盧比	-4.81%	-6.72%
印尼盾	-3.92%	-5.32%
泰銖	-5.84%	-1.64%
羅斯盧布	-8.94%	-8.15%
巴西雷亞爾	-14.71%	-14.65%

資料來源：彭博（至 2018 年 6 月 29 日）

環球回顧及展望

美國

- 由於消費者支出錄得近五年來最差表現，美國第一季度經濟增長放緩幅度超過之前預期。美國第一季度的國內生產總值僅以 2% 的年率增長，低於之前預期的 2.2% 及上一季度的 2.9% 增長率。然而，可以相信經濟放緩的跡象應該是暫時性的，強勁的就業市場和減稅方案產生的動力，將在第二季度為美國經濟重新帶來增長勢頭。
- 6 月份非農就業人數增加 213,000 人，這已是連續第 93 個月的就業增長，顯示美國就業市場強勁。另一方面，失業率從 3.8% 上升至 4%，但這可能是一件好消息，因為大約有 60 萬人重新加入勞動市場。然而，工資增長水平僅為 2.7%，與當前的通脹水平相若，反映許多新增的就業崗位屬於低工資項目。
- 此外，美國製造業和服務業均出現增長。供應管理協會的製造業和非製造業指數分別上升至 58.7 和 58.6。儘管市場對貿易戰的擔憂有所增加，但企業仍然對商業狀況和整體經濟前景持樂觀態度。
- 根據美國商務部的數據，5 月份美國零售銷售按月增加 0.8%，是 2017 年 11 月以來的最大增幅。與去年同期相比，5 月份零售銷售增長 5.9%，而 4 月份則增長 4.8%。強勁的零售銷售報告反映大部份美國人對經濟前景樂觀，並願意增加消費。
- 五月份經季節性調整後的美國新屋銷售年率為 689,000 戶，高於四月的 646,000 戶。南部地區銷售額增長 17.9%、而中西部地區銷售額持平，東北部和西部地區則下降。5 月份的銷售中位價格跟去年比下跌了 3.3% 至 313,000 美元。然而，價格下跌主因是銷售增長主要集中在美國南部，而該地區的新房價格通常均較為便宜。
- 根據勞工部公佈的報告，6 月份消費物價指數較 5 月份上升 0.1%，與去年同期相比，通脹率上升至 2.9%，這是自 2011 年 12 月以來的最高水平。扣除食品和能源後，核心通脹率較上月上漲 0.2%，較 2017 年 6 月則上升 2.3%。此外，由於生產物價指數比去年同期也上升了 3.4%，乃自 2011 年底以來最強勁漲幅，因此相信這會帶動消費物價在未來幾個月繼續上升。

圖 2: 美國消費物價及生產物價一同上升



資料來源：彭博（至 2018 年 6 月 29 日）

- 美國是今年表現最為強勁的主要股票市場。科技和中小型公司股票跑贏大市，標準普爾 500、納斯達克綜合及羅素 2000 指數在第二季度分別錄得 3.43%、6.6%和 7.45%的漲幅。展望未來，由於美國經濟基本面依然良好、企業盈利強勁，相信美國牛市仍可繼續。然而，貿易摩擦升溫可能會對經濟帶來威脅，及引發股市調整。此外，目前美國股市估值並不便宜，在現階段投資者可考慮先作觀望，待市況出現調整才買入美股作中長期投資。

圖 3: 美股在第 2 季保持升勢

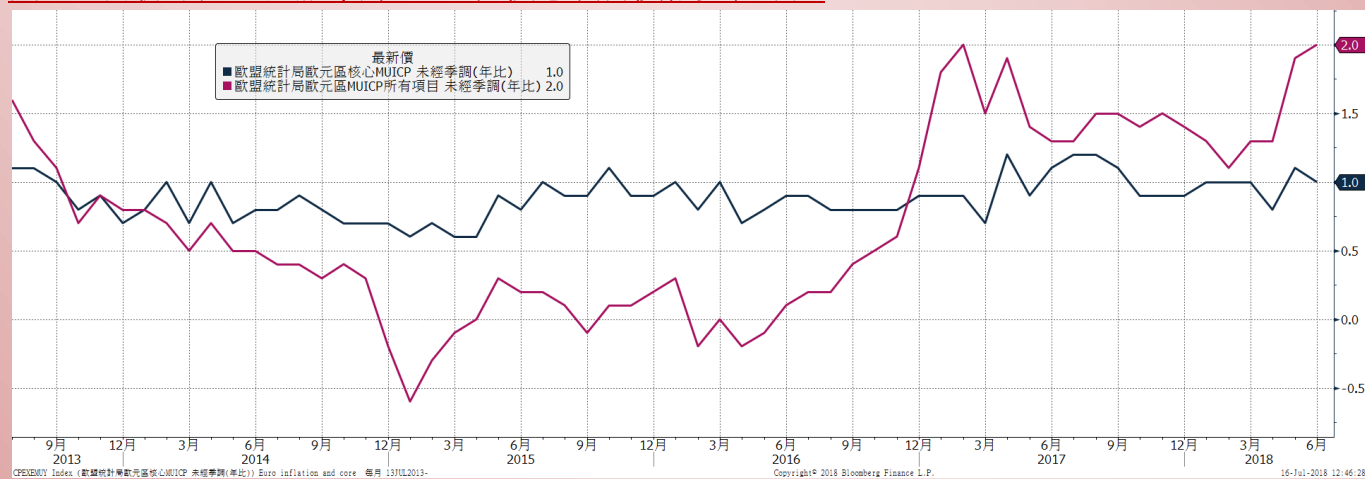


資料來源：彭博（至 2018 年 6 月 29 日）

歐洲

- 歐元區 2018 年第 1 季度經濟，以自 2016 年中以來最弱的速度增長，按季及按年分別增長 0.4% 及 2.5%。經濟學家普遍預測歐元區的增長將在今年稍後時間加速。然而，第二季度大部份已公布的經濟數據也不盡如人意。
- IHS Markit 歐元區 6 月份採購經理人指數終值為 54.9，高於 5 月份的 54.1 和早前初值的 54.8。然而，整體第二季度的平均值（54.7）是自 2016 年第四季以來最低的。由於市場普遍擔憂貿易壁壘及其對經濟活動的影響，製造業活動放緩至 18 個月低位。另一方面，服務業表現則較為良好，非製造業採購經理人指數從 53.8 升至 55.2 的 4 個月高位。
- 由於油價上漲，6 月份歐元區年度通脹率的初步預測為上升 2%，這是自去年 4 月以來的最高水平，並達到了歐洲央行的目標。然而，核心通脹率（不包括能源，未加工食品和煙草的價格）仍然疲軟，預期 6 月份的升幅將從上月的 1.1% 放緩至 1%。

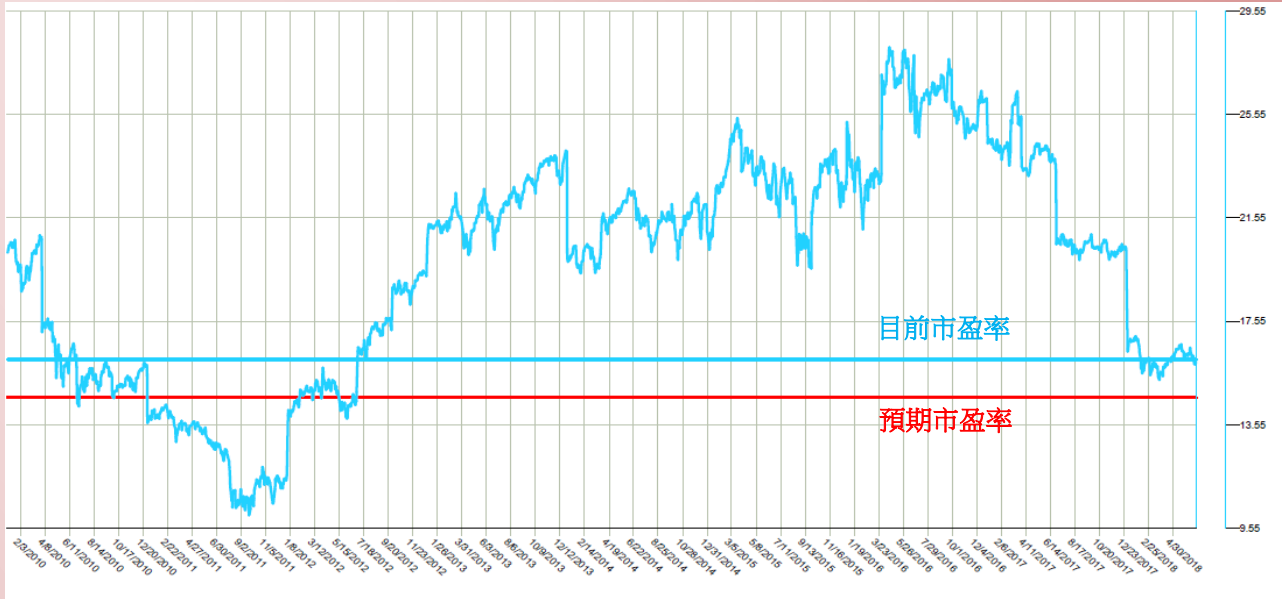
圖 4: 6 月份歐元區通脹率升至 2% 但核心項目價格變化不大



資料來源：彭博（至 2018 年 6 月 29 日）

- 由於消費物價逐漸回升，歐洲央行確認，從 2018 年 9 月到 12 月，資產購買計劃規模將減少至 150 億歐元，並從明年開始，結束有關計劃。同時歐洲央行還預計，將維持基準利率不變至少至 2019 年夏季。
- 歐洲 STOXX 600 指數在今年上半年表現持平。從估值來看，有關指數的市盈率，跌至自歐債危機以來最低的水平，現在歐洲股市的估值或可能已反映了該地區潛在的政治及經濟放緩風險，因此我們對歐洲股市維持審慎樂觀的中長線投資展望。

圖 5: 歐洲 STOXX 600 指數的估值

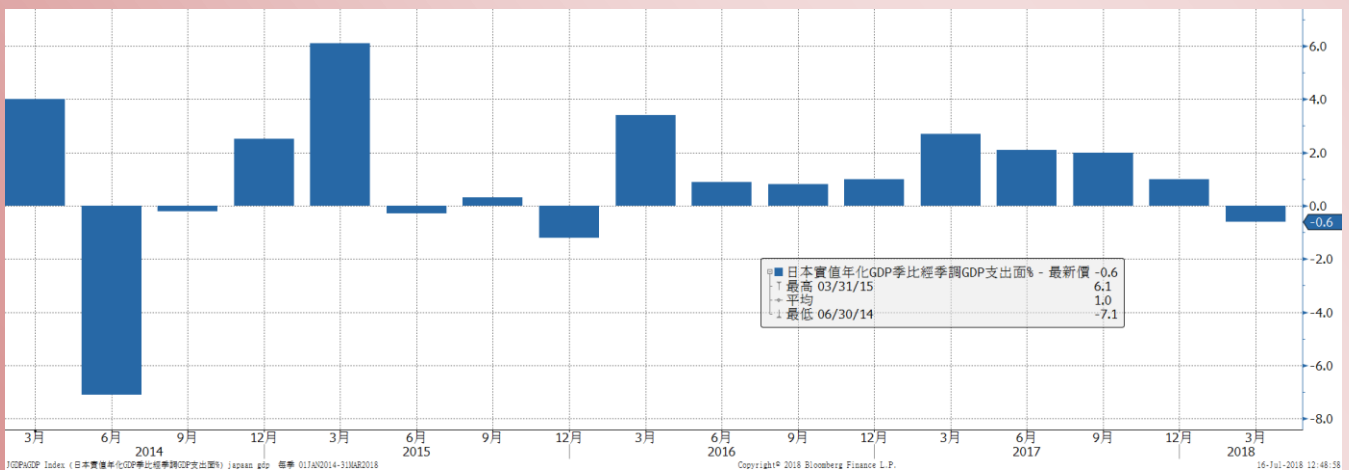


資料來源：彭博（至 2018 年 6 月 29 日）

亞洲

- 2018 年首季日本經濟按季收縮 0.2%，與初值相同。與去年同期比，經濟則下滑 0.6%，同樣與初值相同，但差於市場預期 0.4% 的收縮。雖然商業支出有所增加，但佔國民生產總值 60% 的家庭消費則意外下跌。這是日本自 2015 年第四季度以來的首次出現經濟萎縮的季度，結束了自 20 世紀 80 年代末以來日本最長的經濟擴張期。

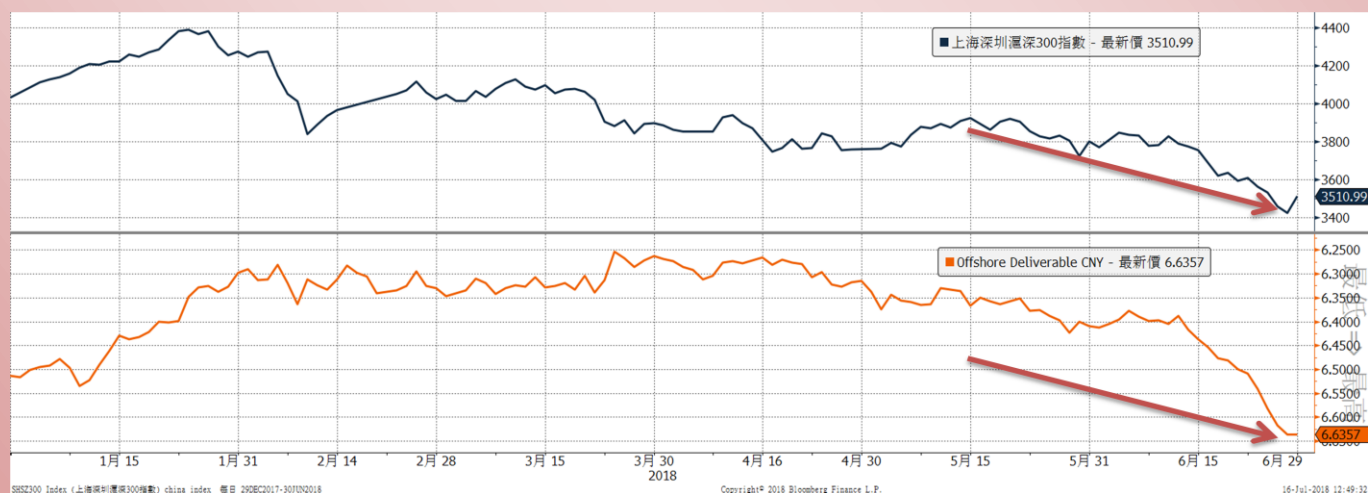
圖 6: 日本經濟在 2018 年首季出現萎縮



資料來源：彭博（至 2018 年 6 月 29 日）

- 當中、美之間互相作出關稅威脅佔據新聞頭條之際，中國國內需求也出現放緩跡象。作為中國經濟增長核心驅動力包括新建築、機械和基礎設施支出的固定資產投資，今年首五個月出現了自 1995 年以來最低年度增長步伐。被視為消費者需求指標的零售銷售也以 2003 年以來的最緩慢速度增長。此外，最近發布的工業生產數據也同樣未能達到預期。
- 為應對潛在的經濟放緩，中國人民銀行在今年 6 月再次下調存款準備金率 0.5%。此次減少儲備金，將釋放 7,000 億元人民幣現金，並規限用於兩個用途。國有和大型銀行將使用 5,000 億元人民幣進行「債轉股」，而包括外國銀行在內的其他銀行將利用剩餘的 2000 億人民幣向中小企業提供貸款。相信以上舉動能舒緩在金融去槓桿化改革下企業違約的壓力，並為可能受到貿易戰影響的中小企業提供緩衝。
- 人民幣和中國 A 股是第二季度其中的投資市場焦點。由於貿易戰升溫以及中國人民銀行與美聯儲局貨幣政策方向的不同，人民幣在過去三個月兌美元貶值超過 5%。股票市場方面，即使 MSCI 在 6 月開始將中國 A 股加入其 MSCI 新興市場指數，投資情緒也沒有任何改善。滬深 300 指數今年下跌 12%，是全球表現最差的主要股票指數之一。

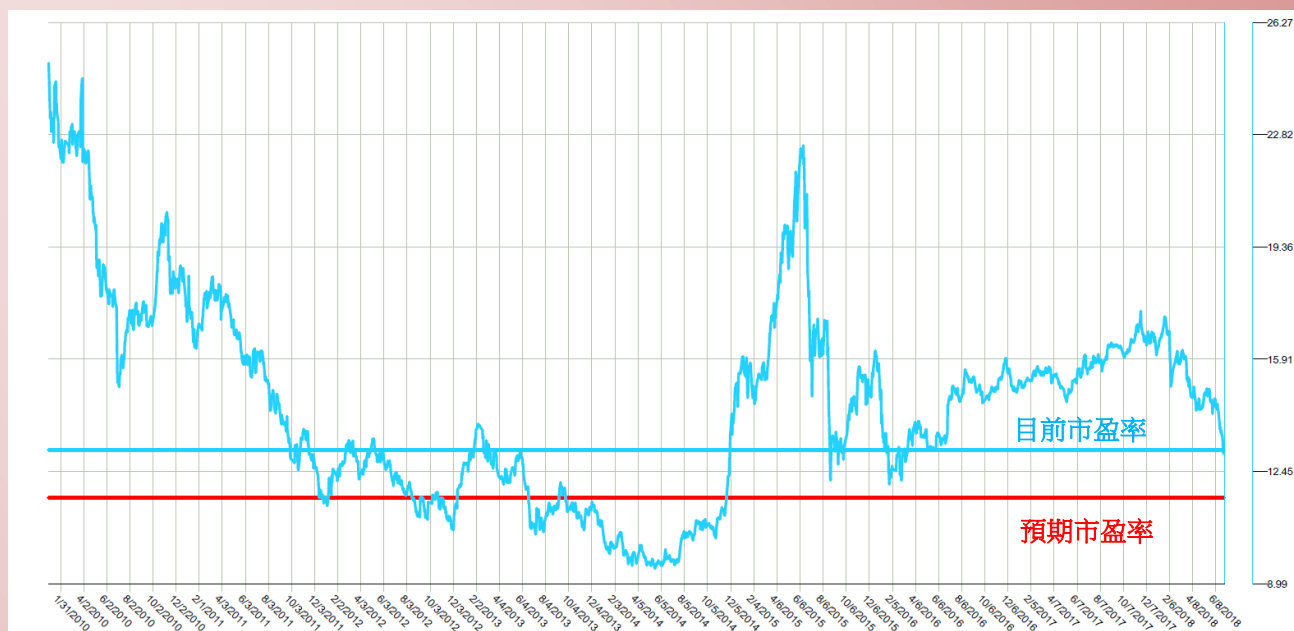
圖 7: 下跌的中國 A 股及人民幣



資料來源：彭博（至 2018 年 6 月 29 日）

- 經過最近的市場調整後，在 6 月底滬深 300 指數目前和預期的市盈率分別約為 13 和 11 倍，現時中國 A 股的估值相對於過去幾年都較為便宜。儘管市場仍存在很多不確定因素，但由於估值偏低，進取的投資者或可考慮逐步累積中國 A 股作長期投資。

圖 8: 滬深 300 指數的估值

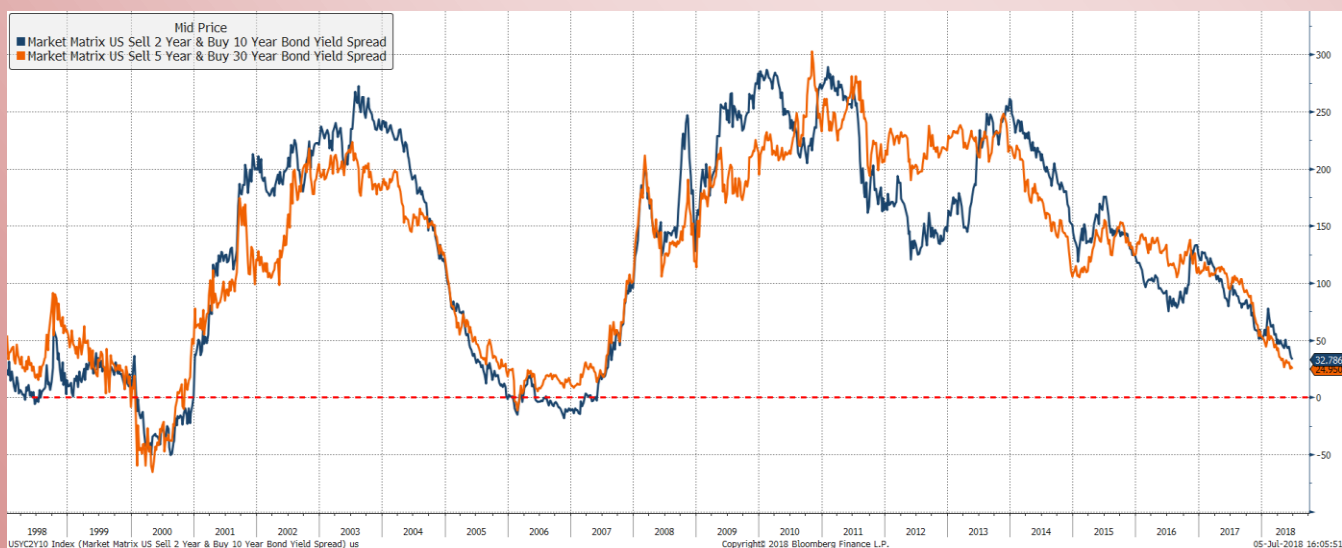


資料來源：彭博（至 2018 年 6 月 29 日）

債券

- 儘管聯邦基金利率今年已上調了 2 次達 1.75% 至 2% 的範圍，但長債息率並未跟上上升步伐，導致收益率曲線趨於平緩。截至 6 月底，2 年和 10 年期美國國債收益率之間的差距從年初的 51.2 收窄至 32.8 個基點，5 年和 30 年期美國國債收益率的差距更從 52 降至 25 個基點。

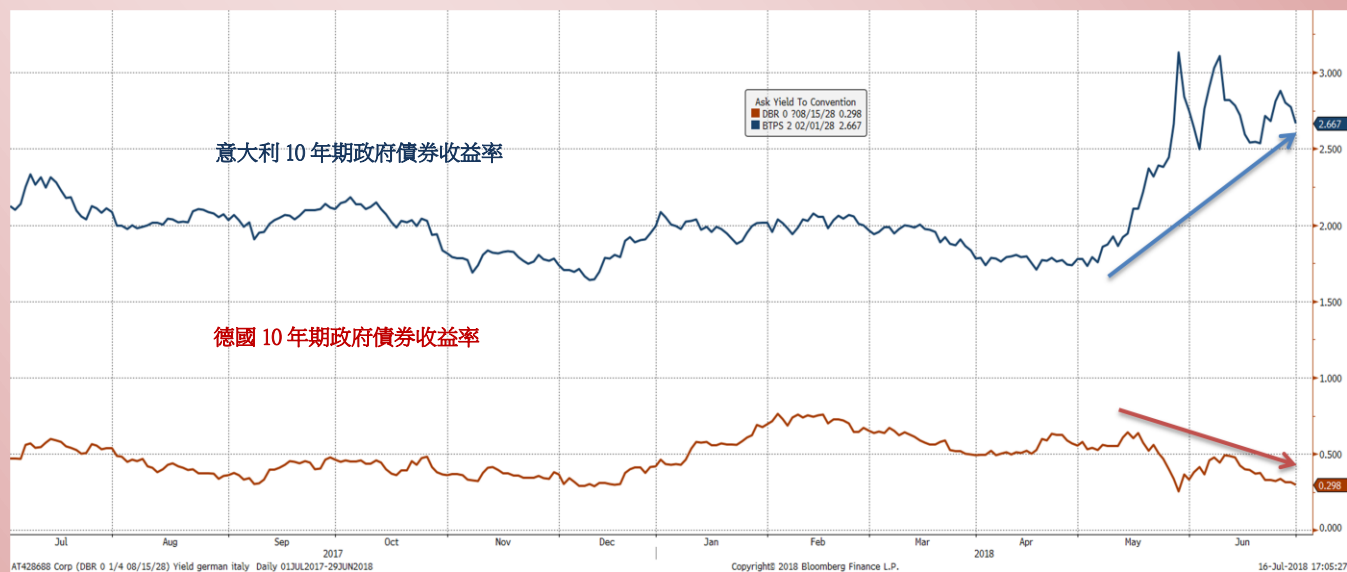
圖 9: 長債與短債收益率息差收窄



資料來源：彭博（至 2018 年 6 月 29 日）

- 在健康的經濟體系中，債券收益率曲線往往向上傾斜，貸款時間愈長，投資者理應獲得更多的報酬，以抵銷未來通脹和利率可能走高的風險。當短期和長期債券息差縮窄，可能反映市場認為經濟增長和通脹或不可持續、甚至在將來有機會出現下滑。
- 在大西洋的另一邊，德國和意大利 10 年期政府債券收益率差距在第二季度出現顯著擴大。由於政治不確定性增加，投資者擔心意大利新成立的反建制政府會帶來劇烈變化，包括難民政策的改變和增加政府開支等計劃。意大利的政府債券出現拋售，並轉投較穩健的德國政府債券，因此德國與意大利 10 年期政府債券收益率息差，在第 2 季度從 1.286% 大幅擴闊至 2.369%。

圖 10: 德國與意大利 10 年期政府債券收益率息差大幅擴闊

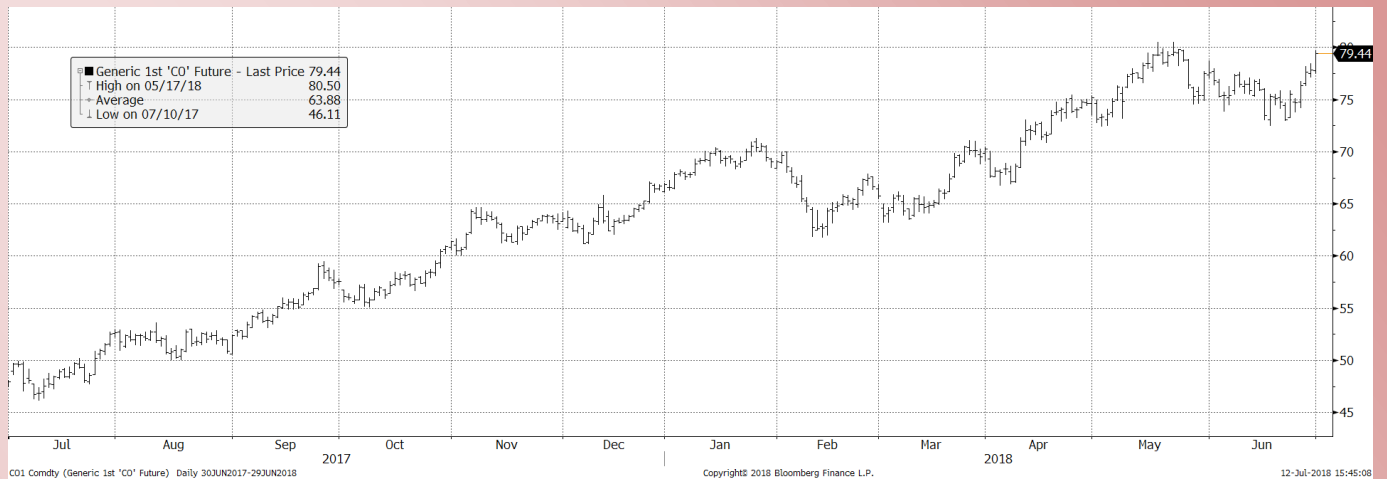


資料來源：彭博（至 2018 年 6 月 29 日）

商品

- 美元是影響商品價格的一個重要因素，因為它往往與原材料價格有著反向的價值關係。美元指數在 2017 年下跌 9.9% 後，今年第 2 季度大幅反彈 5%，整體而言 2018 上半年上升了 2.5%。原油和天然氣在第二季度價格持續上升，相反黃金、鉑金、銅和鋅等金屬價格均見下跌。
- 由於特朗普政府退出伊朗核協議的決定，引發了市場對石油供應緊張的擔憂；加上委內瑞拉產量進一步下降，原油價格在 6 月份曾升逾 80 美元一桶，是近 4 年來首次。然而，在沙特阿拉伯和俄羅斯均表示有意調高供應後，原油價格漲幅才出現回吐。

圖 11: 原油價格在 6 月份曾升逾 80 美元一桶



資料來源：彭博（至 2018 年 6 月 29 日）

- 由於供應緊張，油價短期內很大機會維持強勢。然而，在需求方面，貿易保護主義升溫威脅著全球經濟增長，這可能會限制油價的進一步上漲的空間。
- 在商品市場中，貴金屬在 2018 年第二季度出現整體虧損。鉑金是最大的輸家，而黃金也下跌超過 5%。由於美聯儲很大機會進一步收緊其貨幣政策，預計今年將再加息兩次，短期內貴金屬價格展望難以樂觀。

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。