

投资内望 2018 年 7 月

投资服务部



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



当「美国优先」政策冲击着「中国制造 2025」策略计划

正如上一期「投资内望」的预测，全球投资市场于 2018 年第二季度处于过山车状态。随着在 2018 年 6 月 12 日举行美、朝峰会及其后双方签署联合声明，美国与北韩之间的地缘紧张局势有所缓和，但美国与全球主要国家出现贸易战的担忧却持续升温。

在 7 月 6 日，美国正式对价值 340 亿美元的中国商品征收关税，中国立刻对美国产品采取类似规模的报复性关税以作响应，美国总统特朗普甚至威胁要将关税伸展至达 5,000 亿美元来自中国的商品，这金额接近 2017 年从中国进口美国的所有商品价值总和。于 7 月 10 日，美国再开出第二枪，特朗普政府公布了一份价值 2,000 亿美元中国出口到美国的商品名单，该名单商品将有可能会征收新的 10% 关税。该关税建议并不会实时生效，但将进行为期两个月的审查程序，并将于 8 月 20 日至 8 月 23 日举行听证会。与此同时，欧盟、加拿大及墨西哥也采取措施应对 6 月初美国对钢铁和铝材加征的进口关税；毫无疑问，美国现在正卷入了一场多边贸易战中。

当美国特朗普政府提倡「美国优先」政策之际，中国政府也致力实践其「中国制造 2025」的长期战略计划。中、美之间的贸易战不仅是一个经济问题，也是一场政治角力的拉锯战，短期内不容易结束。谁将会是贸易战的赢家？如果我们看看最近的投资市场，到目前为止，美国或许是赢家；近日中国 A 股及人民币不断出现下滑，相反美元及美股则维持强劲走势。至于贸易战的中长期影响，现在仍没法具体确切预测，但对美国而言，物价被推高及经济增长出现减慢，始乎是难以避免。

然而值得注意的是，经常被视为对现任总统和/或现任执政党表现作公投的美国中期选举，将于今年 11 月举行。美国众议院的 435 个席位和美国参议院 100 个席位中的 35 个席位将会作竞选。目前，众议院和参议院均由共和党所主导；假如民主党在即将举行的选举重新获得国会的控制权，美国的贸易政策或有可能出现转变的机会。

另一方面，美国和欧洲的增长趋势似乎出现分差。根据最新公布的经济数据，美国经济重新取得增长势头，而欧洲在 2018 年第二季度则出现放缓迹象。此外，美联储局自 2016 年起，已将其基准利

率提升了 7 次，并预期加息周期将在短期内持续。美国强劲的经济及正处于加息周期的环境，均令美元成为 2018 年最强势的货币；而强美元往往是新兴市场的噩梦，伤害其脆弱的经济体系。截至 2018 年 6 月底，MSCI 新兴市场指数从今年 1 月的高峰，已出现了 15% 的调整。在新兴市场国家中，阿根廷可能是最为积弱的国家；该国的利率已上调至 15%，阿根廷披索今年兑美元更贬值近 5 成。同时，阿根廷要求国际货币基金组织（“IMF”）提供 500 亿美元的贷款援助，这是 IMF 历史上最大的贷款额度。

图 1: Don't Cry For Me, Argentina! 阿根廷披索兑美元跌至历史低位



数据源：彭博（至 2018 年 6 月 29 日）

不断升级的贸易战和美国加息周期是目前全球投资市场面临的两大主要风险，可以预期 2018 年下半年，投资市场将持续波动。然而市况波动，上上、落落往往是正常的状况，在经历了最近的市场调整之后，一些投资市场的估值渐渐出现吸引力，从长远来看，这或许也是一个不错的买入机会。

表 1: 环球股市表现

指数	2018 年第 2 季回报		2018 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	1.26%	1.26%	-0.73%	-0.73%
欧洲 STOXX 50 指数	3.37%	-1.79%	-0.47%	-3.32%
欧洲 STOXX 600 指数	4.27%	-0.94%	0.08%	-2.79%
德国 DAX 指数	1.73%	-3.35%	-4.73%	-7.47%
巴黎 CAC 指数	5.47%	0.20%	2.81%	-0.14%
日本日经 225 指数	4.08%	-0.21%	-1.06%	0.55%
香港恒生指数	-2.53%	-2.50%	-1.64%	-2.06%
香港国企指数	-6.19%	-6.16%	-3.87%	-4.28%
上证指数	-9.12%	-13.73%	-12.91%	-14.45%
中国沪深 300 指数	-9.05%	-13.66%	-12.02%	-13.58%

指数	2018 年第 2 季回报		2018 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
新加坡海峡时报指数	-3.32%	-7.03%	-2.26%	-4.15%
南韩 KOSPI 指数	-4.89%	-9.37%	-5.56%	-9.13%
台湾加权指数	0.31%	-4.12%	2.80%	0.15%
印度 SENSEX 指数	7.94%	2.69%	4.69%	-2.38%
印度尼西亚雅加达指数	-4.79%	-8.42%	-7.05%	-11.51%
曼谷 SET 指数	-9.26%	-14.34%	-7.34%	-8.65%
俄罗斯 RTS 指数	-5.91%	-5.91%	1.69%	1.69%
巴西 IBOVESPA 指数	-14.76%	-27.12%	-4.76%	-18.50%
S&P 泛阿拉伯指数	3.65%	3.65%	12.33%	12.33%
MSCI 环球指数	1.96%	1.96%	0.74%	0.74%

数据源：彭博（至 2018 年 6 月 29 日）

表 2: 主要货币表现(以美元计算)

货币	2018 年第 2 季变幅	2018 年年初至今变幅
	以美元计算	
欧元	-5.19%	-2.67%
英镑	-5.77%	-2.26%
日圆	-4.04%	1.74%
港元	0.03%	-0.42%
人民币	-5.22%	-1.73%
澳元	-3.57%	-5.17%
纽西兰元	-6.48%	-4.65%
新加坡元	-3.74%	-1.94%
韩圆	-4.58%	-3.94%
新台币	-4.52%	-2.28%
印度卢比	-4.81%	-6.72%
印度尼西亚盾	-3.92%	-5.32%
泰铢	-5.84%	-1.64%
罗斯卢布	-8.94%	-8.15%
巴西雷亚尔	-14.71%	-14.65%

数据源：彭博（至 2018 年 6 月 29 日）

环球回顾及展望

美国

- 由于消费者支出录得近五年来最差表现，美国第一季度经济增长放缓幅度超过之前预期。美国第一季度的国内生产总值仅以 2% 的年率增长，低于之前预期的 2.2% 及上一季度的 2.9% 增长率。然而，可以相信经济放缓的迹象应该是暂时性的，强劲就业市场和减税方案产生的动力，将在第二季度为美国经济重新带来增长势头。
- 6 月份非农就业人数增加 213,000 人，这已是连续第 93 个月的就业增长，显示美国就业市场强劲。另一方面，失业率从 3.8% 上升至 4%，但这可能是一件好消息，因为大约有 60 万人重新加入劳动市场。然而，工资增长水平仅为 2.7%，与当前的通胀水平相若，反映许多新增的就业岗位属于低工资项目。
- 此外，美国制造业和服务业均出现增长。供应管理协会的制造业和非制造业指数分别上升至 58.7 和 58.6。尽管市场对贸易战的担忧有所增加，但企业仍然对商业状况和整体经济前景持乐观态度。
- 根据美国商务部的数据，5 月份美国零售销售按月增加 0.8%，是 2017 年 11 月以来的最大增幅。与去年同期相比，5 月份零售销售增长 5.9%，而 4 月份则增长 4.8%。强劲的零售销售报告反映大部份美国人对经济前景乐观，并愿意增加消费。
- 五月份经季节性调整后的美国新屋销售年率为 689,000 户，高于四月的 646,000 户。南部地区销售额增长 17.9%、而中西部地区销售额持平，东北部和西部地区则下降。5 月份的销售中位价格较去年比下跌了 3.3% 至 313,000 美元。然而，价格下跌主因是销售增长主要集中在美国南部，而该地区的新房价格通常均较为便宜。
- 根据劳工部公布的报告，6 月份消费物价指数较 5 月份上升 0.1%，与去年同期相比，通胀率上升至 2.9%，这是自 2011 年 12 月以来的最高水平。扣除食品和能源后，核心通胀率较上月上涨 0.2%，较 2017 年 6 月则上升 2.3%。此外，由于生产物价指数比去年同期也上升了 3.4%，乃自 2011 年底以来最强劲涨幅，因此相信这会带动消费物价在未来几个月继续上升。

图 2: 美国消费物价及生产物价一同上升



数据源： 彭博（至 2018 年 6 月 29 日）

- 美国是今年表现最为强劲的主要股票市场。科技和中小型公司股票跑赢大市，标准普尔 500、纳斯达克综合及罗素 2000 指数在第二季度分别录得 3.43%、6.6%和 7.45%的涨幅。展望未来，由于美国经济基本面依然良好、企业盈利强劲，相信美国牛市仍可继续。然而，贸易摩擦升温可能会对经济带来威胁，及引发股市调整。此外，目前美国股市估值并不便宜，在现阶段投资者可考虑先作观望，待市况出现调整才买入美股作中长期投资。

图 3: 美股在第 2 季保持升势

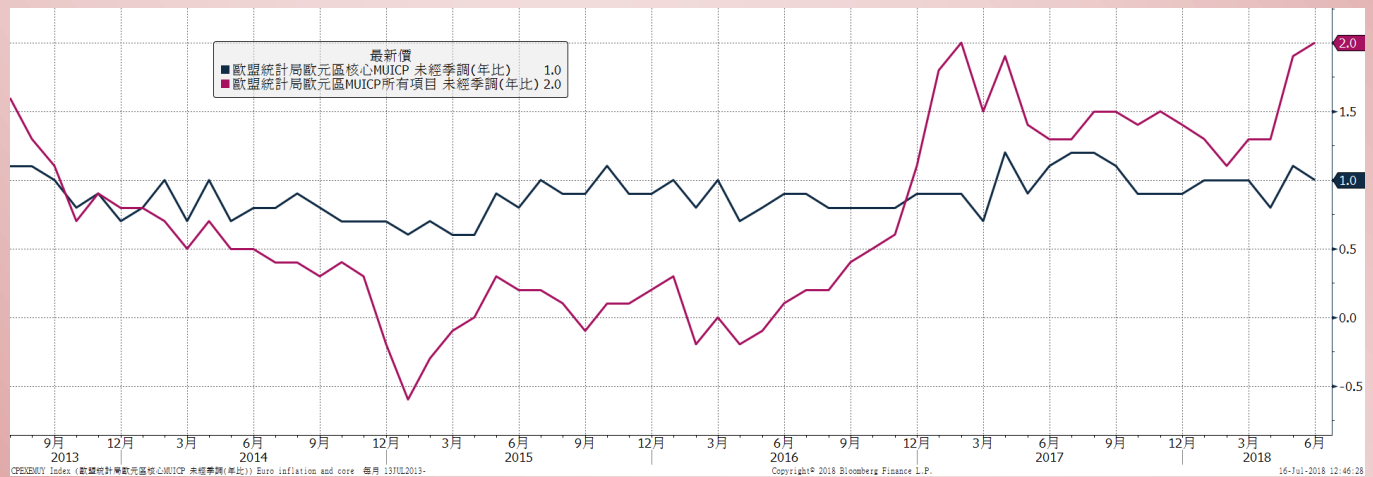


数据源： 彭博（至 2018 年 6 月 29 日）

欧洲

- 欧元区 2018 年第 1 季度经济，以自 2016 年中以来最弱的速度增长，按季及按年分别增长 0.4% 及 2.5%。经济学家普遍预测欧元区的增长将在今年稍后时间加速。然而，第二季度大部份已公布的经济数据也不尽如人意。
- IHS Markit 欧元区 6 月份采购经理人指数终值为 54.9，高于 5 月份的 54.1 和早前初值的 54.8。然而，整体第二季度的平均值（54.7）是自 2016 年第四季以来最低的。由于市场普遍担忧贸易壁垒及其对经济活动的影响，制造业活动放缓至 18 个月低位。另一方面，服务业表现则较为良好，非制造业采购经理人指数从 53.8 升至 55.2 的 4 个月高位。
- 由于油价上涨，6 月份欧元区年度通胀率的初步预测为上升 2%，这是自去年 4 月以来的最高水平，并达到了欧洲央行的目标。然而，核心通胀率（不包括能源，未加工食品和烟草的价格）仍然疲软，预期 6 月份的升幅将从上月的 1.1% 放缓至 1%。

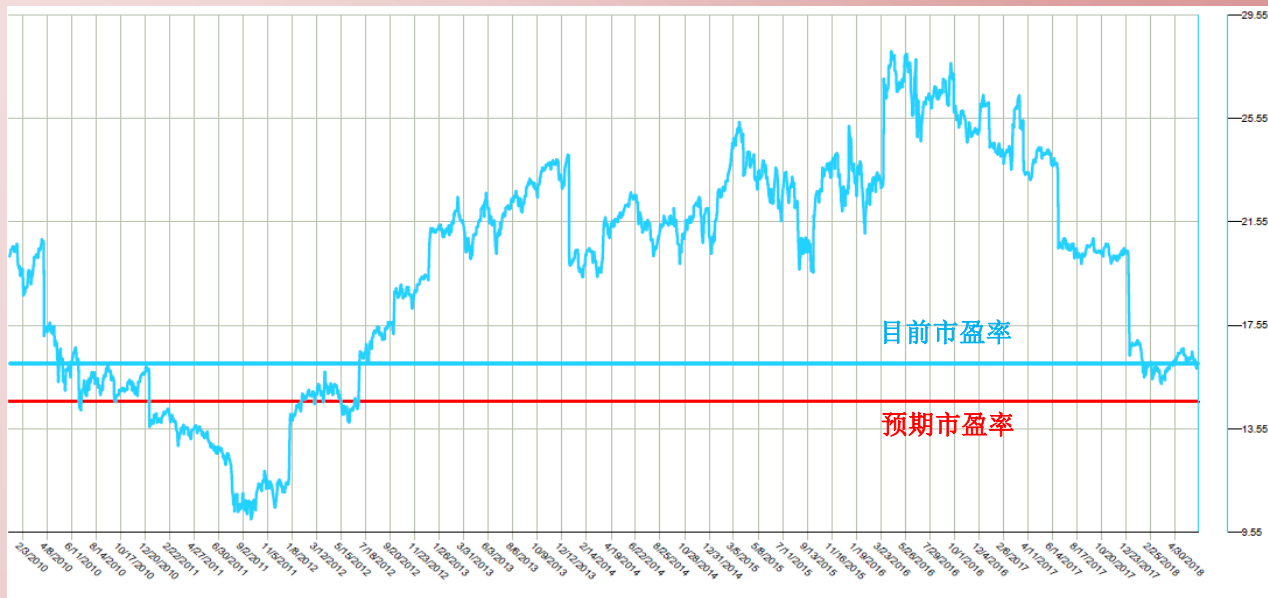
图 4: 6 月份欧元区通胀率升至 2% 但核心项目价格变化不大



数据源：彭博（至 2018 年 6 月 29 日）

- 由于消费物价逐渐回升，欧洲央行确认，从 2018 年 9 月到 12 月，资产购买计划规模将减少至 150 亿欧元，并从明年开始，结束有关计划。同时欧洲央行还预计，将维持基准利率不变至少至 2019 年夏季。
- 欧洲 STOXX 600 指数在今年上半年表现持平。从估值来看，有关指数的市盈率，跌至自欧债危机以来最低的水平，现在欧洲股市的估值或可能已反映了该地区潜在的政治及经济放缓风险，因此我们对欧洲股市维持审慎乐观的中长线投资展望。

图 5: 欧洲 STOXX 600 指数的估值

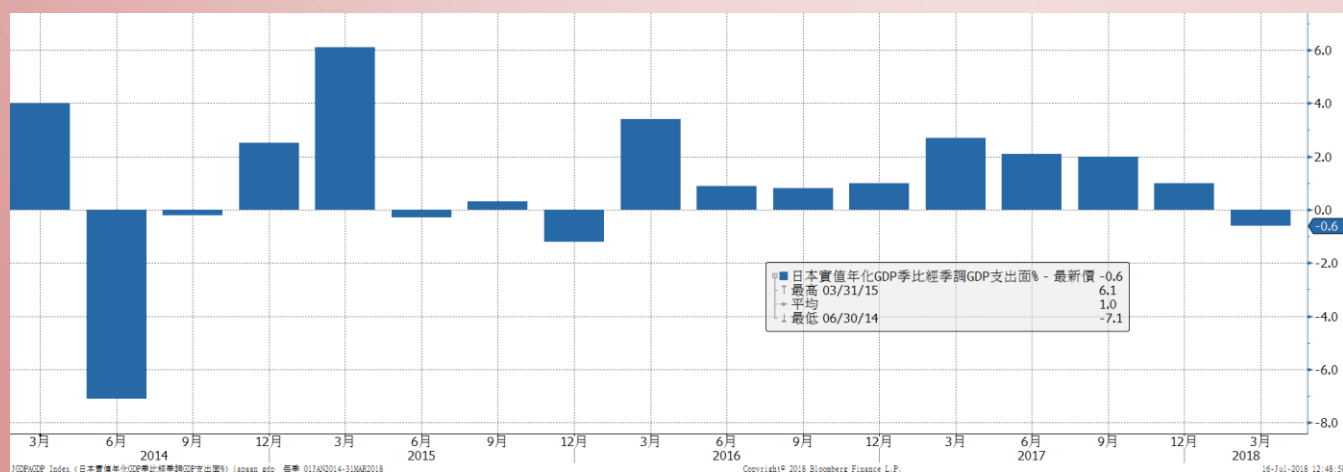


数据源： 彭博（至 2018 年 6 月 29 日）

亚洲

- 2018 年首季日本经济按季收缩 0.2%，与初值相同。与去年同期比，经济则下滑 0.6%，同样与初值相同，但差于市场预期 0.4% 的收缩。虽然商业支出有所增加，但占国民生产总值 60% 的家庭消费则意外下跌。这是日本自 2015 年第四季度以来的首次出现经济萎缩的季度，结束了自 20 世纪 80 年代末以来日本最长的经济扩张期。

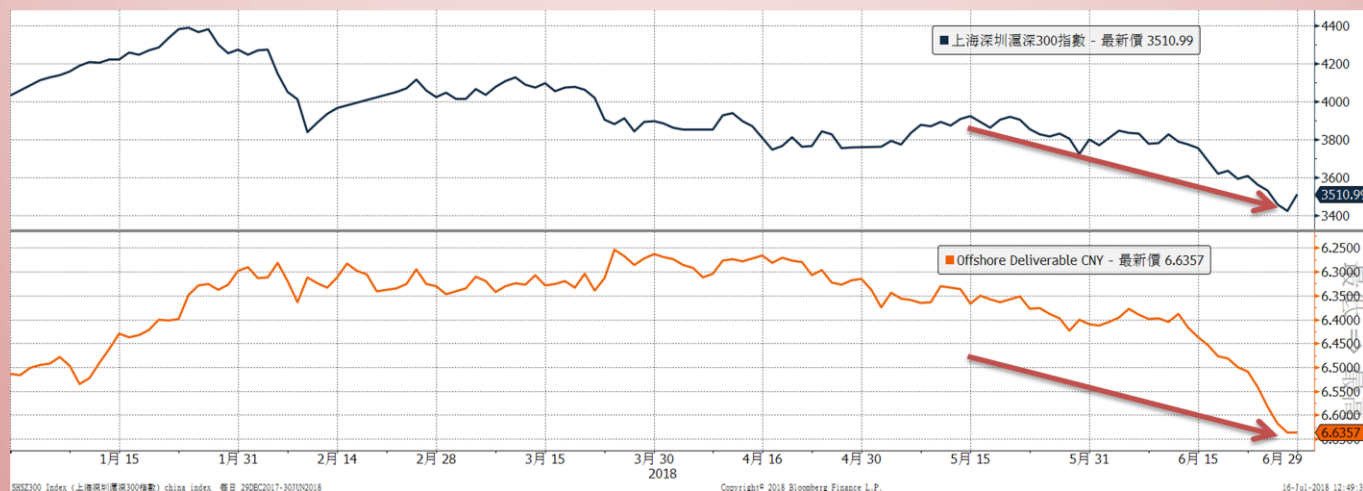
图 6: 日本经济在 2018 年首季出现萎缩



数据源： 彭博（至 2018 年 6 月 29 日）

- 当中、美之间互相作出关税威胁占据新闻头条之际，中国国内需求也出现放缓迹象。作为中国经济增长核心驱动力包括新建筑、机械和基础设施支出的固定资产投资，今年首五个月出现了自 1995 年以来最低年度增长步伐。被视为消费者需求指标的零售销售也以 2003 年以来的最缓慢速度增长。此外，最近发布的工业生产数据也同样未能达到预期。
- 为应对潜在的经济放缓，中国人民银行在今年 6 月再次下调存款准备金率 0.5%。此次减少储备金，将释放 7,000 亿元人民币现金，并规限于两个用途。国有和大型银行将使用 5,000 亿元人民币进行「债转股」，而包括外国银行在内的其他银行将利用剩余的 2000 亿人民币向中小企业提供贷款。相信以上举动能舒缓在金融去杠杆化改革下企业违约的压力，并为可能受到贸易战影响的中小企业提供缓冲。
- 人民币和中国 A 股是第二季度其中的投资市场焦点。由于贸易战升温以及中国人民银行与美联储局货币政策方向的不同，人民币在过去三个月兑美元贬值超过 5%。股票市场方面，即使 MSCI 在 6 月开始将中国 A 股加入其 MSCI 新兴市场指数，投资情绪也没有任何改善。沪深 300 指数今年下跌 12%，是全球表现最差的主要股票指数之一。

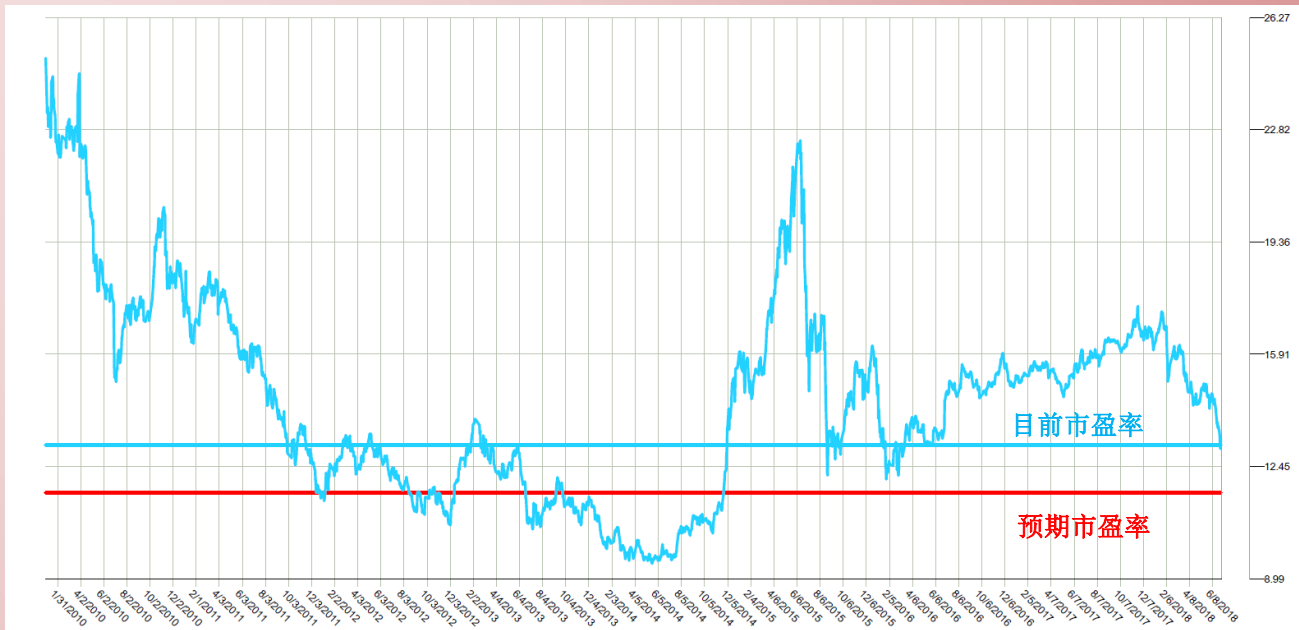
图 7: 下跌的中国 A 股及人民币



数据源：彭博（至 2018 年 6 月 29 日）

- 经过最近的市场调整后，在 6 月底沪深 300 指数目前和预期的市盈率分别约为 13 和 11 倍，现时中国 A 股的估值相对于过去几年都较为便宜。尽管市场仍存在很多不确定因素，但由于估值偏低，进取的投资者或可考虑逐步累积中国 A 股作长期投资。

图 8: 沪深 300 指数的估值



数据源：彭博（至 2018 年 6 月 29 日）

债券

- 尽管联邦基金利率今年已上调了 2 次达 1.75%至 2%的范围，但长债息率并未跟上上升步伐，导致收益率曲线趋于平缓。截至 6 月底，2 年和 10 年期美国国债收益率之间的差距从年初的 51.2 收窄至 32.8 个基点，5 年和 30 年期美国国债收益率的差距更从 52 降至 25 个基点。

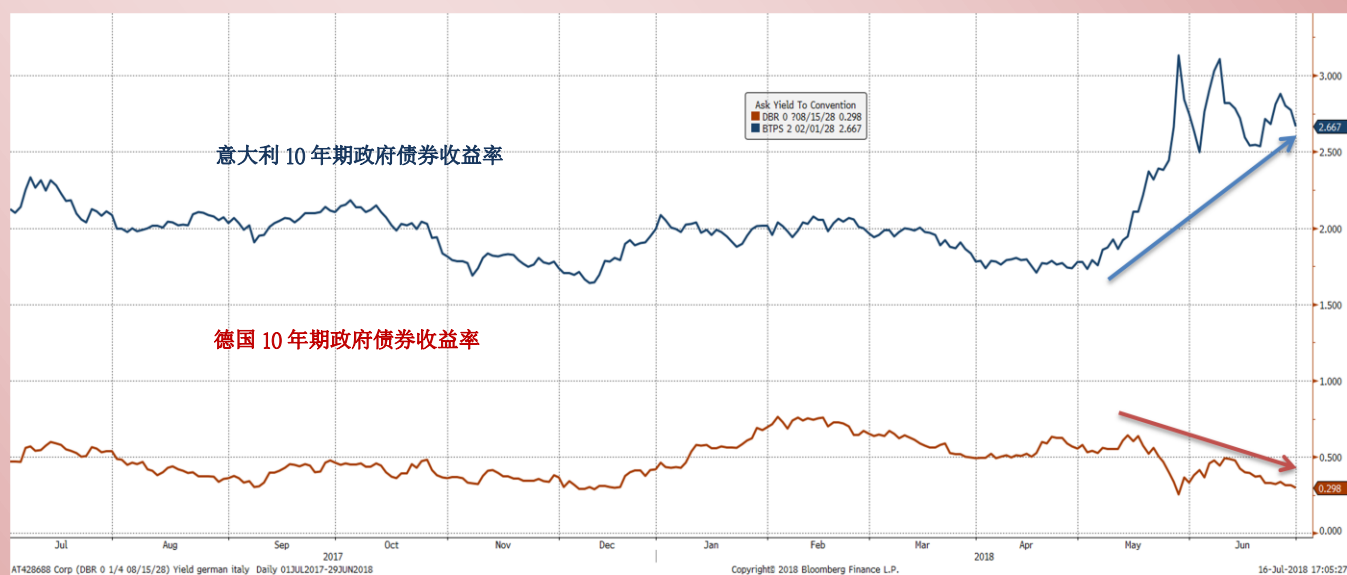
图 9: 长债与短债收益率息差收窄



数据源：彭博（至 2018 年 6 月 29 日）

- 在健康的经济体系中，债券收益率曲线往往向上倾斜，贷款时间愈长，投资者理应获得更多的报酬，以抵销未来通胀和利率可能走高的风险。当短期和长期债券息差缩窄，可能反映市场认为经济增长和通胀或不可持续、甚至在将来有机会出现下滑。
- 在大西洋的另一边，德国和意大利 10 年期政府债券收益率差距在第二季度出现显著扩大。由于政治不确定性增加，投资者担心意大利新成立的反建制政府会带来剧烈变化，包括难民政策的改变和增加政府开支等计划。意大利的政府债券出现抛售，并转投较稳健的德国政府债券，因此德国与意大利 10 年期政府债券收益率息差，在第 2 季度从 1.286% 大幅扩阔至 2.369%。

图 10: 德国与意大利 10 年期政府债券收益率息差大幅扩阔

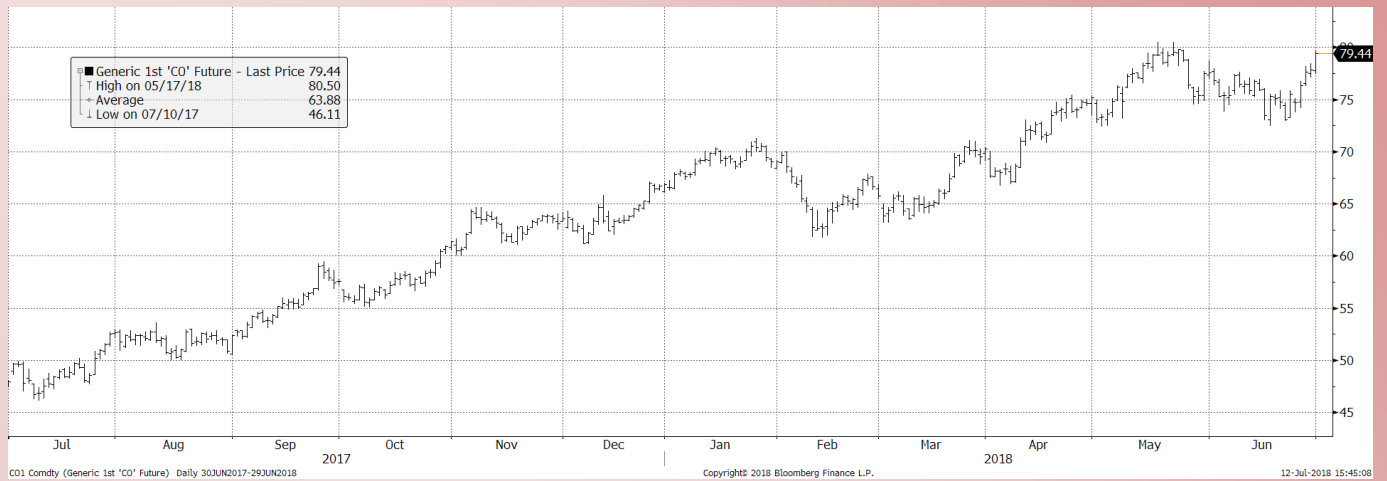


数据源：彭博（至 2018 年 6 月 29 日）

商品

- 美元是影响商品价格的一个重要因素，因为它往往与原材料价格有着反向的价值关系。美元指数在 2017 年下跌 9.9% 后，今年第 2 季度大幅反弹 5%，整体而言 2018 上半年上升了 2.5%。原油和天然气在第二季度价格持续上升，相反黄金、铂金、铜和锌等金属价格均见下跌。
- 由于特朗普政府退出伊朗核协议的决定，引发了市场对石油供应紧张的担忧；加上委内瑞拉产量进一步下降，原油价格在 6 月份曾升逾 80 美元一桶，是近 4 年来首次。然而，在沙特阿拉伯和俄罗斯均表示有意调高供应后，原油价格涨幅才出现回吐。

图 11: 原油价格在 6 月份曾升逾 80 美元一桶



数据源：彭博（至 2018 年 6 月 29 日）

- 由于供应紧张，油价短期内很大机会维持强势。然而，在需求方面，贸易保护主义升温威胁着全球经济增长，这可能会限制油价的进一步上涨的空间。
- 在商品市场中，贵金属在 2018 年第二季度出现整体亏损。铂金是最大的输家，而黄金也下跌超过 5%。由于美联储很大机会进一步收紧其货币政策，预计今年将再加息两次，短期内贵金属价格展望难以乐观。

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。