



市况已反弹，后续如何？

如果我们形容投资市场在 2018 年表现凄然，那么他们在 2019 年第 1 季的表现，则可说是优异得令人赞叹。在去年，几乎所有的资产类别都出现负回报；然而，正如前一期的「投资内望」所述，在 2018 年底，许多环球主要股票市场的估值，跟历史平均水平已呈现相当的折扣，并显露出具相当吸引力的风险回报比率。差不多所有主要股市在 1 月初均开始反弹，MSCI 全球指数在 2019 年的首 3 个月最终上涨 11.88%，这是自 2010 年以来表现最佳的季度。环顾全球主要股市，中国 A 股的表现最为瞩目。沪深 300 指数在 2018 年下跌 23% 后，2019 年第 1 季飙升了 28%。

图 1: MSCI 全球指数在 2019 年首 3 个月反弹近 12%



数据源：彭博（至 2019 年 3 月 29 日）

由于全球经济放缓的迹象越来越显著，环球主要央行都转趋鸽派，固定收益的表现也随之上升。截至 2019 年 3 月 29 日，彭博巴克莱全球综合债券指数和彭博全球高收益指数今年分别上涨 2.2% 和 6.33%。环球高收益债券首 3 个月的表现，更是自 2012 年第 1 季度以来最佳。

除此之外，商品市场也跟随上涨。彭博商品指数在第1季度上升了5.7%，主要是受原油价格带动。经过去年年底暴跌约40%后，今年油价已经反弹近30%，创下自2009年以来最佳的季度表现。俄罗斯和其他石油输出国组织国家，为应对供过于求的局面而挤压产量；与此同时，美国对委内瑞拉和伊朗的制裁也进一步收紧了石油的供应。

投资市场在2019年第一季度表现非凡，近乎所有主要投资类别都上升。然而，近日全球多个地区都开始出现经济放缓迹象，市况反弹似乎并未得到经济基本面所支持。根据国际货币基金组织的最新预测，在2019年会有70%的全球经济体增长率将会下降，而今年的全球经济增长预测则降至3.3%，这是自金融危机以来的最低水平，也是国际货币基金组织近6个月内第3次下调经济展望。

相反，近期投资市场炽热气氛，相信更大可能是由市场流动性所驱动。全球主要经济体的央行和政府，最近均推出了不同的支持经济的措施，看来这些国家短期内均不会收紧货币政策，市场也因此充斥着大量游资。与此同时，不同的主要投资资产类别在2018年第四季度经历了大幅调整，其估值具有相当的吸引力，也是导致2019年第1季出现大幅反弹的原因。

表 1: 美国、欧元区和中国最近推出的财政和货币政策支持措施

美国	<ul style="list-style-type: none"> 美联储局现时预期利率将维持在现水平至少到今年年底，与去年12月加息两次的预测背道而驰。 美联储局决定在2019年9月底起停止缩减资产负债表规模，进一步反映紧缩货币政策的转向。
欧元区	<ul style="list-style-type: none"> 为了鼓励银行借贷，欧洲中央银行「欧央行」将推出新一轮的定向长期再融资操作（TLTRO-III），从2019年9月开始到2021年3月结束，期限均为2年。 欧央行还预计至少在2019年底之前将利率保持在目前水平，并重申将继续将到期债券的资金作再投资。
中国	<ul style="list-style-type: none"> 中国人民银行已于今年1月将存款准备金率下调1%。 减低适用于制造业，建筑业，运输业和服务业的增值税（VAT）税率，并于2019年4月1日生效。 减少雇主的社会保险费用，并于2019年5月1日生效。 在2019年会投资5,776亿元人民币（861.2亿美元）于基础设施，比去年增加400亿元人民币（59.6亿美元）。 将地方政府的特别债券发行额度从1.35万亿元人民币（2,013亿美元）上调至2.15万亿元人民币（3,208亿美元）。

数据源：彭博（至2019年3月29日）

经过反弹后，许多股票市场的估值已经「回到平均值」。目前股市估值不太便宜，但仍然不算贵。如之前所述，市场充满流动性，短期内不太可能会出现类似 2018 年第 4 季那样的大幅调整；然而一些地缘政治问题，包括英国脱欧、中美贸易谈判及美国 2020 年的总统选举周期等因素，将仍会为市场带来波动。

表 2: 环球主要股票指数的估值已接近平均值

指数	现时	2018 年 年底	5 年平均	市盈率	
				最高	最低
恒生指数	11.33	10.05	11.50	14.18 (2017 年 6 月 8 日)	8.94 (2016 年 12 月 2 日)
沪深 300 指数	14.61	11.33	14.31	22.48 (2015 年 6 月 15 日)	9.47 (2014 年 5 月 16 日)
标普 500 指数	18.69	16.49	19.41	23.39 (2018 年 1 月 26 日)	15.41 (2018 年 12 月 24 日)
MSCI 亚洲(日 本除外)指数	13.60	12.12	13.25	20.26 (2017 年 12 月 18 日)	10.44 (2015 年 8 月 24 日)

数据源：彭博（至 2019 年 3 月 29 日）

未来市况会否持续上扬，应该要回到基本因素层面。毫无疑问，全球经济正在放缓，但出现经济衰退的风险仍然偏低，在全球主要经济体政府和央行意识到相关风险并采取适应性的财政和货币政策后，经济衰退相信可得以避免。从最近中国发布的经济数据来看，这世界第二大经济体似乎渐渐出现经济复苏的曙光，这对全球经济确是一件好消息。对于下一季度整体的投资前景，我们持有审慎乐观的看法，预计投资市场经历了过去两季的大幅调整和反弹后，可以取得温和增长。

表 3: 环球股市表现

指数	2019 年第 1 季回报		2018 年全年回报	
			当地货币	以美元计算
美国道琼斯工业平均指数	11.81%	11.81%	-3.48%	-3.48%
欧洲 STOXX 50 指数	12.29%	10.03%	-11.78%	-16.05%
欧洲 STOXX 600 指数	13.27%	10.99%	-10.65%	-14.96%
德国 DAX 指数	9.16%	7.06%	-18.26%	-22.21%
巴黎 CAC 指数	13.39%	11.10%	-9.15%	-13.54%
日本日经 225 指数	6.81%	6.46%	-10.39%	-8.63%
香港恒生指数	12.84%	12.58%	-6.73%	-6.81%
香港国企指数	12.40%	12.14%	-8.09%	-8.17%
上证指数	23.94%	27.01%	-22.74%	-26.91%
中国沪深 300 指数	28.66%	31.84%	-23.64%	-27.76%
新加坡海峡时报指数	5.10%	5.71%	-6.47%	-8.28%
南韩 KOSPI 指数	4.88%	2.81%	-16.78%	-20.07%
台湾加权指数	9.39%	8.24%	-4.95%	-7.66%
印度 SENSEX 指数	6.70%	8.00%	7.23%	-1.76%
印度尼西亚雅加达指数	4.45%	6.40%	-0.28%	-6.69%
曼谷 SET 指数	5.79%	8.38%	-8.09%	-8.01%
俄罗斯 RTS 指数	12.71%	12.71%	-2.11%	-2.11%
巴西 IBOVESPA 指数	8.56%	7.79%	15.03%	-1.79%
S&P 泛阿拉伯指数	9.79%	9.79%	10.41%	10.41%
MSCI 环球指数	12.65%	12.65%	-8.19%	-8.19%

数据源：彭博（至 2019 年 3 月 29 日）

表 4: 主要货币表现(以美元计算)

货币	2019 年第 1 季变幅	2018 年全年变幅
	以美元计算	
欧元	-2.17%	-4.48%
英镑	2.20%	-5.62%
日圆	-1.06%	2.73%
港元	-0.23%	-0.23%
人民币	2.48%	-5.41%
澳元	0.67%	-9.73%
纽西兰元	1.27%	-5.34%
新加坡元	0.53%	-1.97%
韩圆	-1.70%	-4.05%
新台币	-0.36%	-2.97%

印度卢比	0.90%	-8.46%
印度尼西亚盾	1.05%	-5.71%
泰铢	2.55%	0.10%
罗斯卢布	6.22%	-17.34%
巴西雷亚尔	-1.17%	-14.61%

数据源：彭博（至 2019 年 3 月 29 日）

环球回顾及展望

美国

- 美国经济在 2018 年第 4 季度降温幅度超过预期，经济年化增长率为 2.2%，低于初值的 2.6% 及上一季度的 3.4%。个人消费开支和非住宅固定投资增幅低于预期，公共开支也出现下降。2018 年全年计，美国经济增长 2.9%，比 2017 年的 2.2% 为高，也是自 2015 年以来最佳。
- 虽然 3 月份 ISM 制造业采购经理人指数从 2 月份的 2 年低点回升至 55.3，但 3 月份美国服务业的扩张，则是 2017 年 8 月以来的最低。ISM 非制造业 PMI 指数从 2 月份的 59.7 跌至 3 月份的 56.1，低于市场预期的 58。
- 美国 3 月份非农就业人数增加 196,000 人，从 2 月份仅增加 33,000 就业人数，恢复了增长动力。然而，工资增长则从 3.4% 放缓至 3.2%，而制造业在 3 月竟意外地失去了 6,000 个工作岗位，这是自 2017 年 7 月以来首次出现下降。
- 由于按揭贷款利率下跌，美国 2 月份新屋销售反弹至近 1 年来最佳水平，超出预期。根据美国商务部的数据，2 月份新单户住宅销售增长 4.7%，经季节性调整后的年率为 66.7 万户，是 2018 年 3 月以来的最高水平。1 月份的销售速度也从 607,000 户上修至 636,000 户。占交易量大部分的美国南部地区，在 2 月份的新房销售上涨 1.8%，是自 2007 年 7 月以来的最高水平。东北地区的销售额飙升 26.9%、中西部地区的销售额也增长 28.3%，而西部则没有变化。
- 美联储局在 3 月的会议期间，将联邦基金利率的目标范围维持在 2.25-2.5%，并下调了对美国经济增长的预测。联储局官员把 2019 年的增长预测下调至 2.1%，先前估计为 2.3%；2020 年则从 2% 降至 1.9%；而 2021 年的增长预测，则维持不变于 1.8%。此外，美联储局还决定，从 5 月开始放缓美联储减持美债的速度，并

在 9 月结束缩减资产负债表规模。同时美联储还预期利率会维持在现水平至少到今年底。

- 标普 500 指数在 2018 年最后 3 个月下跌了 14%，然后在 2019 年第 1 季度反弹 13%，现距离历史高位仅差 3% 左右。展望未来，中美贸易谈判的结果或会影响后市走势；然而，对于美股往后中长线的投资前景，未来数月公布的经济数据和企业盈利，相信会更具指引性。直至目前为止，美国经济状况在众发达国家中是最为优异的，经济增长仍然维持强劲，且失业率更是接近 50 年最低位。因此，我们对美国股市的投资前景持较正面态度。

图 2: 在市况反弹后，标普 500 指数仅距离历史高位约 3%

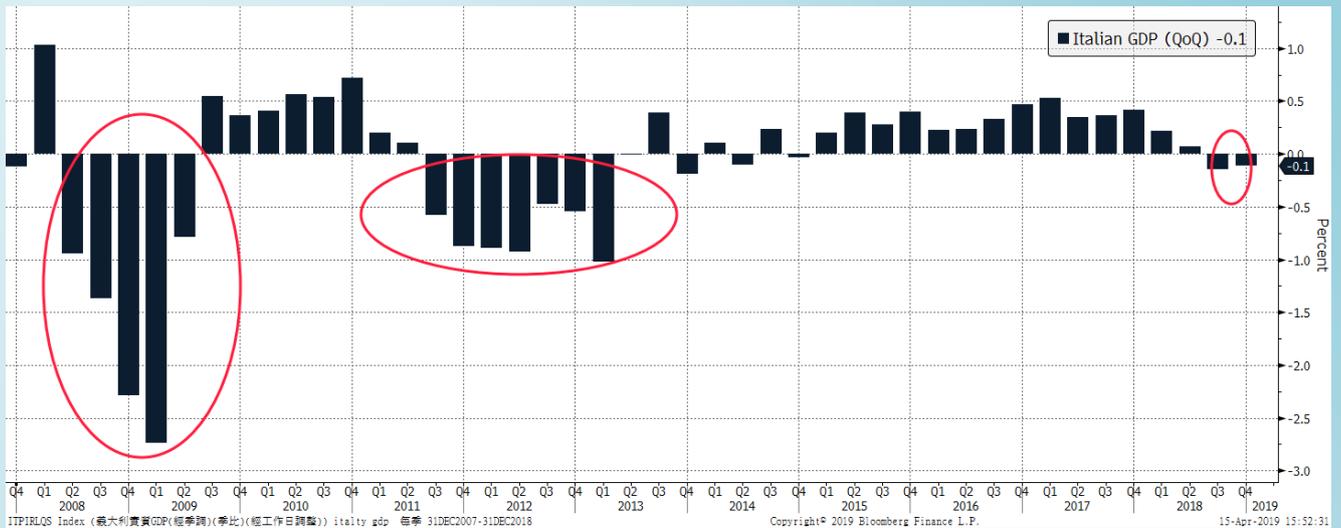


数据源：彭博（至 2019 年 3 月 29 日）

欧洲

- 欧元区经济正在放缓。在 2018 年第 4 季度，该地区的经济增长率为 0.2%，是 2014 年第 2 季度以来的最低水平，仅略高于上季的 0.1%。在欧盟最大的几个经济体系中，意大利经济收缩 0.1%，是连续第二个季度经济出现下滑，让该国 10 年来第三次陷入衰退。2018 年全年计，欧元区国内生产总值增长 1.8%，而 2017 年则为 2.4%。

图 3: 意大利 10 年来第 3 次陷入经济衰退



数据源：彭博（至 2019 年 3 月 29 日）

- 由于对贸易战和区内政治不确定性的担忧日益增加，欧元区制造业经营状况在 3 月份恶化至近 6 年来最差，IHS Markit 欧元区制造业采购经理人指数从 2 月份的 49.3 降至 47.5，是自 2013 年 4 月以来的最低水平，也是连续第 2 个月低于 50 扩张与收缩的分水岭。细看区内国家数据，欧元区三大经济体，德国、法国和意大利在 3 月份均处于收缩区。另一方面，3 月份 IHS Markit 欧元区 PMI 服务业务活动指数从 2 月份的 52.8 升至 53，欧元区服务业庆幸仍然能保持温和增长。
- 在 3 月份会议期间，欧洲中央银行「欧央行」将基准再融资利率维持在 0% 不变，并预计至少在 2019 年底之前保持在现有水平。此外，欧央行同时决定推出新一轮的定向长期再融资操作 (TLTRO-III)，从 2019 年 9 月开始到 2021 年 3 月结束，期限均为 2 年。该等措施旨在鼓励银行增加对企业和消费者的贷款，从而刺激经济活动增长。
- 欧盟领导人已给予英国脱欧限期延长 6 个月至 2019 年 10 月 31 日。迄今为止，英国国会已拒绝了首相文翠珊去年与欧盟领袖达成的脱欧方案，与此同时他们也投票反对在没有协议的情况下脱欧。至于欧盟方面，他们更不可能重新与英国就脱欧问题谈判。似乎延迟脱欧限期仅能纾缓眼前的压力，但僵局仍然难以破解。
- 欧洲 STOXX 600 指数在 2019 年第 1 季度上涨超过 13%，几乎收复了 2018 年的所有的失地。然而，欧元区内正处于低经济增长、低通胀、零利率及负债券收益率的环境，整体经济似乎有逐步趋向「日本化」之势，因此欧洲股市的中长线投资前景，实难言有太大吸引力。

亚洲

- 中国经济在 2018 年第 4 季度按年增长 6.4%，符合市场预期，是自全球金融危机以来最低的经济增长率。以 2018 年全年计，中国经济增长了 6.6%，这也是自 1990 年以来的最低水平。
- 在两会期间，中国总理李克强发表了工作报告，概述了国家来年的政策重点。正如市场普遍预期，李总理宣布，中国的目标经济增长率将从去年的「6.5%左右」降至 2019 年的「6 至 6.5%」。面对经济信心下滑和国际贸易紧张局势，同时也还引入了多项削减企业成本和经济刺激措施。（详情请参阅表 2）
- 中国的制造业在 3 月份恢复增长。官方和财新制造业采购经理人指数在 3 月份都有所回升，这增添了市场对中国经济可能触底反弹的希望。3 月官方采购经理人指数从 2 月份的 3 年低点 49.2 升至 50.5，这是 4 个月以来的首次扩张。此外，3 月份财新制造业采购经理人指数增速也是 8 个月以来最强，从 2 月的 49.9 升至 50.8。与此同时，中国服务业在 3 月份也同样加速发展。涵盖服务业和建筑业的官方非制造业采购经理人指数，从 2 月份上升 0.5 点至 54.8，而财新中国服务业采购经理人指数，则从 2 月份的 51.1 升至 54.4，这是自 2018 年 1 月以来的最快增幅。

图 4: 官方和财新制造业采购经理人指数在 3 月份都回升



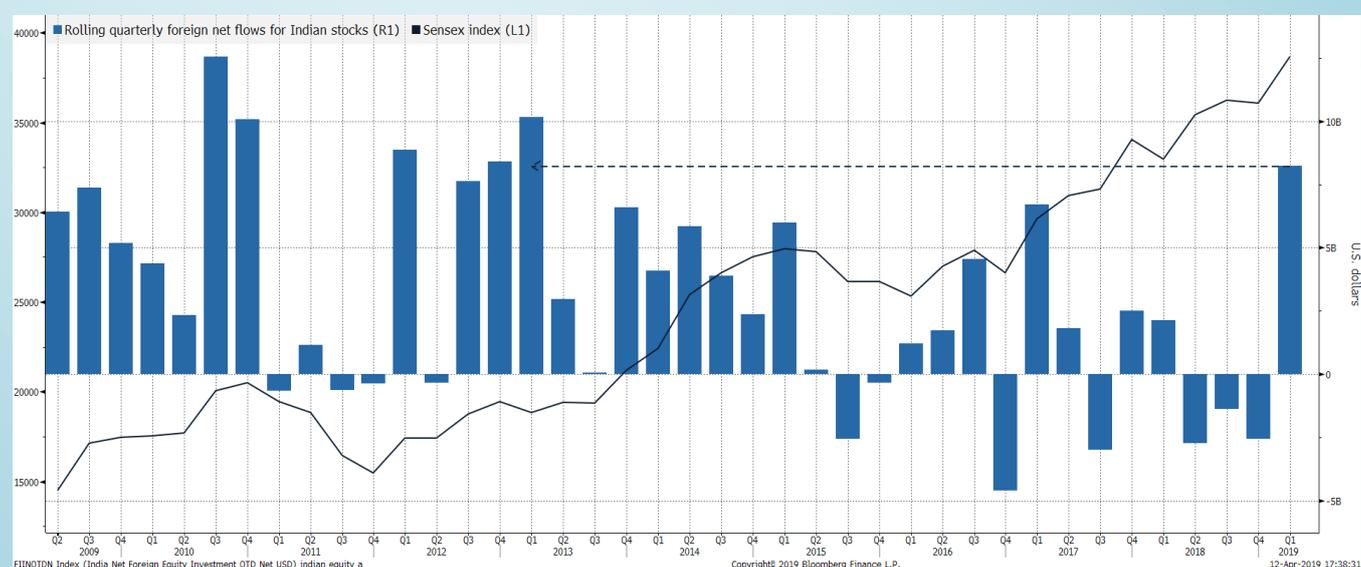
数据源：彭博（至 2019 年 3 月 29 日）

- 2019 年的印度大选，将会是本赛季亚洲最重要的政治事件之一。这次大选会于 2019 年 4 月 11 日至 5 月 19 日分 7 个阶段举行，以选出第十七届人民院的议员。投票将于 5 月 23 日进行点票，并会于同日宣布结果。共有 543 个议席会由选举

产生，政党需要取得 272 大多数票席才能组建政府。这次选举合资格选民达 9 亿人，他们将决定总理莫迪和他的印度人民党是否能继续执政多 5 年，还是在印度独立后统治该国数十年，反对派的印度国民大会党卷土重来。

- 此时此刻，我们还不知道谁是这次印度大选的赢家。然而，外资似乎对现届政府在大选后继续执政及企业盈利复苏充满信心。今年迄今，海外投资者已净流入超过 65 亿美元于印度股市，成为亚洲区中国市场以外最受外国投资者青睐的国家。这也是印度近 6 年以来外资净流入最多的季度，而印度 SENSEX 指数在 3 月底再创历史新高。

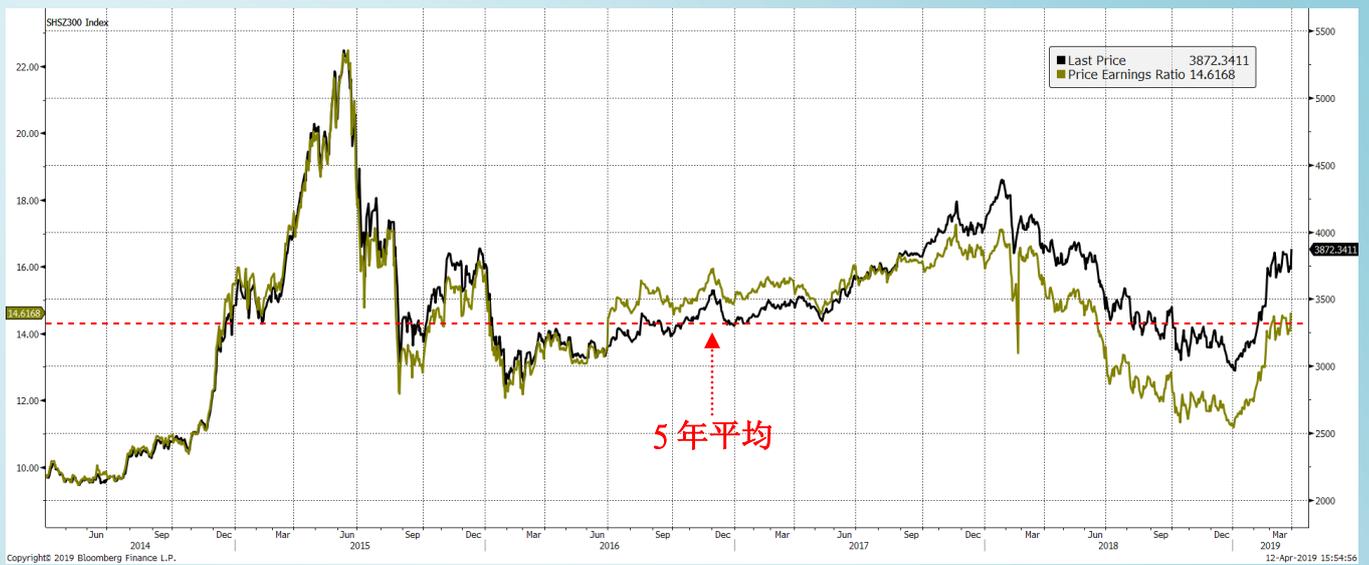
图 5:强劲的外资流入，印度 SENSEX 指数再创历史新高



数据源：彭博（至 2019 年 3 月 29 日）

- 您能否想象到 2019 年第一季度表现最佳的主要股票指数，在 2018 年的表现是最差的？沪深 300 指数在 2019 年首季上涨 28%，而在 2018 年却是下跌 23%。表现强劲主要是由于内地 A 股市场估值偏低、MSCI 增加中国 A 股在其指数的权重、中国政府推出的经济刺激措施及憧憬中、美达成贸易协议等因素。经过近期的反弹后，沪深 300 指数的市盈率在 3 月底为 14.62 倍，仅处于 5 年平均值，仍远低于 2015 年和 2017 年时的大牛市水平，看来现时中国 A 股可能仍有不俗的投资机会，进取的投资者不妨多加留意。

图 6: 现时沪深 300 指数的估值正处于 5 年平均水平



数据源：彭博（至 2019 年 3 月 29 日）

债券

- 由于市场对全球经济放缓的担忧升温，大多数主要经济体的央行均转趋鸽派立场，促使环球国家主权债券价格在 2019 年第 1 季度均普遍上升。在 3 月的会议期间，美联储局出乎意料地预测今年的利率会维持不变，而在 2020 年则仅会调升 1 次；欧洲央行不但维持基准利率不变，而且更将会在今年稍后时间推出新一轮的季度目标长期再融资操作；至于日本央行也继续实施其彷彿永无止境的近零利率政策。
- 美国 10 年期国债收益率从 2018 年底的 2.684% 下跌至 2.406%。与此同时，日本和德国 10 年期政府债券收益率，双双在第 1 季再次跌至 0% 以下，是自 2016 年以来首次。

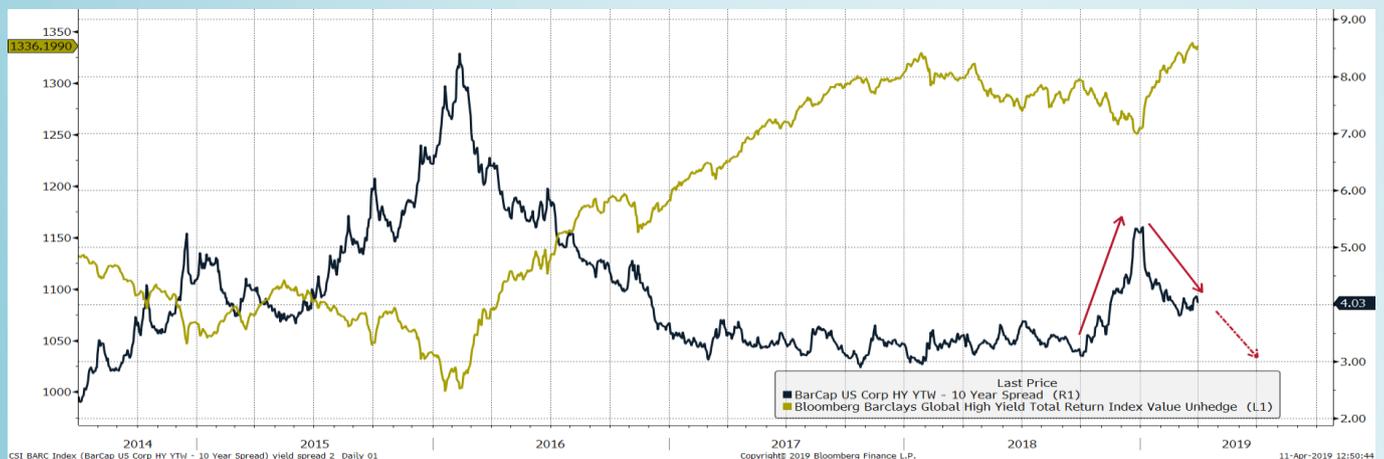
图 7: 日本和德国 10 年期政府债券收益率，自 2016 年以来再次跌至 0% 以下



数据源：彭博（至 2019 年 3 月 29 日）

- 高收益债券同时也受惠于全球主要央行的鸽派转变，在 2019 年第 1 季，美国国债与企业高收益债券之间的收益率息差，从 5.27% 收窄至 4.03%，而彭博全球高收益率指数在期间更飙升超过 6%。
- 现时市场仍存在很多在不确定性，包括全球贸易争端、英国脱欧的结果等。但为避免经济进一步放缓，可以预期环球主要经济体的央行将会维持温和的立场一段较长的时间，短期内市场将会维持充裕的流动性。在这种情况下，固定收益投资将会受惠，而相信高收益债券将继续优于其他债券类别，因为高收益债券和美国国债之间的信贷利差可能会在这种「市场友善的货币政策」环境下进一步收窄。

图 8: 美国国债与企业高收益债券之间的收益率息差有望进一步收窄



数据源：彭博（至 2019 年 3 月 29 日）

商品

- 由于石油输出国组织「OPEC」与其联盟国之间的石油供应减产协议发挥效力，2019年首3个月的石油价格上涨了约30%，这是自2009年以来表现最好的季度。作为石油最大出口国的沙特阿拉伯减产幅度超过协议，加上委内瑞拉和伊朗的生产又因美国制裁而进一步下降，3月份OPEC的石油供应量降至4年来的最低水平。

图 9: 3 月份 OPEC 的石油供应量降至 4 年来的最低水平



数据源：彭博（至 2019 年 3 月 29 日）

- OPEC 主导的石油减产协议将在 6 月到期，OPEC 成员国及其联盟国家将于 6 月底在维也纳再次举行会议，相信会议结果将左右未来的油价走势去向。与此同时，由于市场条件的改变及库存减少，俄罗斯已经表示该国希望提高石油产量。
- 尽管 2019 年初曾出现一阵不俗的升势，但黄金似乎仍在努力寻找上升动力，在第一季度仅录得 1.3% 的轻微涨幅。从过去几年金价走势来看，黄金价格一直未能升穿目前的阻力水平，即每盎司约 1,370 美元。因此，除非市场上出现一些令人意外的负面事件，否则，相信金价难以有进一步的突破。

图 10: 金价近年一直未能突破阻力



数据源： 彭博（至 2019 年 3 月 29 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。