



## 市況已反彈，後續如何？

如果我們形容投資市場在 2018 年表現淒然，那麼他們在 2019 年第 1 季的表現，則可說是優異得令人讚嘆。在去年，幾乎所有的資產類別都出現負回報；然而，正如前一期的「投資內望」所述，在 2018 年底，許多環球主要股票市場的估值，跟歷史平均水平已呈現相當的折扣，並顯露出具相當吸引力的風險回報比率。差不多所有主要股市在 1 月初均開始反彈，MSCI 全球指數在 2019 年的首 3 個月最終上漲 11.88%，這是自 2010 年以來表現最佳的季度。環顧全球主要股市，中國 A 股的表現最為矚目。滬深 300 指數在 2018 年下跌 23% 後，2019 年第 1 季飆升了 28%。

圖 1: MSCI 全球指數在 2019 年首 3 個月反彈近 12%



資料來源：彭博（至 2019 年 3 月 29 日）

由於全球經濟放緩的跡象越來越顯著，環球主要央行都轉趨鴿派，固定收益的表現也隨之上升。截至 2019 年 3 月 29 日，彭博巴克萊全球綜合債券指數和彭博全球高收益指數今年分別上漲 2.2% 和 6.33%。環球高收益債券首 3 個月的表現，更是自 2012 年第 1 季度以來最佳。

除此之外，商品市場也跟隨上漲。彭博商品指數在第 1 季度上升了 5.7%，主要是受原油價格帶動。經過去年年底暴跌約 40%後，今年油價已經反彈近 30%，創下自 2009 年以來最佳的季度表現。俄羅斯和其他石油輸出國組織國家，為應對供過於求的局面而擠壓產量；與此同時，美國對委內瑞拉和伊朗的制裁也進一步收緊了石油的供應。

投資市場在 2019 年第一季度表現非凡，近乎所有主要投資類別都上升。然而，近日環球多個地區都開始出現經濟放緩跡象，市況反彈似乎並未得到經濟基本面所支持。根據國際貨幣基金組織的最新預測，在 2019 年會有 70% 的全球經濟體增長率將會下降，而今年的全球經濟增長預測則降至 3.3%，這是自金融危機以來的最低水平，也是國際貨幣基金組織近 6 個月內第 3 次下調經濟展望。

相反，近期投資市場熾熱氣氛，相信更大可能是由市場流動性所驅動。環球主要經濟體的央行和政府，最近均推出了不同的支持經濟的措施，看來這些國家短期內均不會收緊貨幣政策，市場也因此充斥著大量游資。與此同時，不同的主要投資資產類別在 2018 年第四季度經歷了大幅調整，其估值具有相當的吸引力，也是導致 2019 年第 1 季出現大幅反彈的原因。

**表 1: 美國、歐元區和中國最近推出的財政和貨幣政策支持措施**

美國	<ul style="list-style-type: none"> <li>美聯儲局現時預期利率將維持在現水平至少到今年年底，與去年 12 月加息兩次的預測背道而馳。</li> <li>美聯儲局決定在 2019 年 9 月底起停止縮減資產負債表規模，進一步反映緊縮貨幣政策的轉向。</li> </ul>
歐元區	<ul style="list-style-type: none"> <li>為了鼓勵銀行借貸，歐洲中央銀行「歐央行」將推出新一輪的定向長期再融資操作 (TLTRO-III)，從 2019 年 9 月開始到 2021 年 3 月結束，期限均為 2 年。</li> <li>歐央行還預計至少在 2019 年底之前將利率保持在目前水平，並重申將繼續將到期債券的資金作再投資。</li> </ul>
中國	<ul style="list-style-type: none"> <li>中國人民銀行已於今年 1 月將存款準備金率下調 1%。</li> <li>減低適用於製造業，建築業，運輸業和服務業的增值稅 (VAT) 稅率，並於 2019 年 4 月 1 日生效。</li> <li>減少僱主的社會保險費用，並於 2019 年 5 月 1 日生效。</li> <li>在 2019 年會投資 5,776 億元人民幣 (861.2 億美元) 於基礎設施，比去年增加 400 億元人民幣 (59.6 億美元)。</li> <li>將地方政府的特別債券發行額度從 1.35 萬億元人民幣 (2,013 億美元) 上調至 2.15 萬億元人民幣 (3208 億美元)。</li> </ul>

資料來源：彭博 (至 2019 年 3 月 29 日)

經過反彈後，許多股票市場的估值已經「回到平均值」。目前股市估值不太便宜，但仍然不算貴。如之前所述，市場充滿流動性，短期內不太可能會出現類似 2018 年第 4 季那樣的大幅調整；然而一些地緣政治問題，包括英國脫歐、中美貿易談判及美國 2020 年的總統選舉週期等因素，將仍會為市場帶來波動。

**表 2: 環球主要股票指數的估值已接近平均值**

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

資料來源：彭博（至 2019 年 3 月 29 日）

未來市況會否持續上揚，應該要回到基本因素層面。毫無疑問，全球經濟正在放緩，但出現經濟衰退的風險仍然偏低，在全球主要經濟體政府和央行意識到相關風險並採取適應性的財政和貨幣政策後，經濟衰退相信可得以避免。從最近中國發布的經濟數據來看，這世界第二大經濟體似乎漸漸出現經濟復甦的曙光，這對全球經濟確是一件好消息。對於下一季度整體的投資前景，我們持有審慎樂觀的看法，預計投資市場經歷了過去兩季的大幅調整和反彈後，可以取得溫和增長。

表 3: 環球股市表現

指數	2019 年第 1 季回報		2018 年全年回報	
			當地貨幣	以美元計算
美國道瓊斯工業平均指數	11.81%	11.81%	-3.48%	-3.48%
歐洲 STOXX 50 指數	12.29%	10.03%	-11.78%	-16.05%
歐洲 STOXX 600 指數	13.27%	10.99%	-10.65%	-14.96%
德國 DAX 指數	9.16%	7.06%	-18.26%	-22.21%
巴黎 CAC 指數	13.39%	11.10%	-9.15%	-13.54%
日本日經 225 指數	6.81%	6.46%	-10.39%	-8.63%
香港恒生指數	12.84%	12.58%	-6.73%	-6.81%
香港國企指數	12.40%	12.14%	-8.09%	-8.17%
上證指數	23.94%	27.01%	-22.74%	-26.91%
中國滬深 300 指數	28.66%	31.84%	-23.64%	-27.76%
新加坡海峽時報指數	5.10%	5.71%	-6.47%	-8.28%
南韓 KOSPI 指數	4.88%	2.81%	-16.78%	-20.07%
台灣加權指數	9.39%	8.24%	-4.95%	-7.66%
印度 SENSEX 指數	6.70%	8.00%	7.23%	-1.76%
印尼雅加達指數	4.45%	6.40%	-0.28%	-6.69%
曼谷 SET 指數	5.79%	8.38%	-8.09%	-8.01%
俄羅斯 RTS 指數	12.71%	12.71%	-2.11%	-2.11%
巴西 IBOVESPA 指數	8.56%	7.79%	15.03%	-1.79%
S&P 泛阿拉伯指數	9.79%	9.79%	10.41%	10.41%
MSCI 環球指數	12.65%	12.65%	-8.19%	-8.19%

資料來源：彭博（至 2019 年 3 月 29 日）

表 4: 主要貨幣表現(以美元計算)

貨幣	2019 年第 1 季變幅	2018 年全年變幅
	以美元計算	
歐元	-2.17%	-4.48%
英鎊	2.20%	-5.62%
日圓	-1.06%	2.73%
港元	-0.23%	-0.23%
人民幣	2.48%	-5.41%
澳元	0.67%	-9.73%
紐西蘭元	1.27%	-5.34%
新加坡元	0.53%	-1.97%
韓圓	-1.70%	-4.05%
新台幣	-0.36%	-2.97%

印度盧比	0.90%	-8.46%
印尼盾	1.05%	-5.71%
泰銖	2.55%	0.10%
羅斯盧布	6.22%	-17.34%
巴西雷亞爾	-1.17%	-14.61%

資料來源：彭博（至 2019 年 3 月 29 日）

## 環球回顧及展望

### 美國

- 美國經濟在 2018 年第 4 季度降溫幅度超過預期，經濟年化增長率為 2.2%，低於初值的 2.6% 及上一季度的 3.4%。個人消費開支和非住宅固定投資增幅低於預期，公共開支也出現下降。2018 年全年計，美國經濟增長 2.9%，比 2017 年的 2.2% 為高，也是自 2015 年以來最佳。
- 雖然 3 月份 ISM 製造業採購經理人指數從 2 月份的 2 年低點回升至 55.3，但 3 月份美國服務業的擴張，則是 2017 年 8 月以來的最低。ISM 非製造業 PMI 指數從 2 月份的 59.7 跌至 3 月份的 56.1，低於市場預期的 58。
- 美國 3 月份非農就業人數增加 196,000 人，從 2 月份僅增加 33,000 就業人數，恢復了增長動力。然而，工資增長則從 3.4% 放緩至 3.2%，而製造業在 3 月竟意外地失去了 6,000 份工作崗位，這是自 2017 年 7 月以來首次出現下降。
- 由於按揭貸款利率下跌，美國 2 月份新屋銷售反彈至近 1 年來最佳水平，超出預期。根據美國商務部的數據，2 月份新單戶住宅銷售增長 4.7%，經季節性調整後的年率為 66.7 萬戶，是 2018 年 3 月以來的最高水平。1 月份的銷售速度也從 607,000 戶上修至 636,000 戶。佔交易量大部分的美國南部地區，在 2 月份的新房銷售上漲 1.8%，是自 2007 年 7 月以來的最高水平。東北地區的銷售額飆升 26.9%、中西部地區的銷售額也增長 28.3%，而西部則沒有變化。
- 美聯儲局在 3 月的會議期間，將聯邦基金利率的目標範圍維持在 2.25-2.5%，並下調了對美國經濟增長的預測。聯儲局官員把 2019 年的增長預測下調至 2.1%，先前估計為 2.3%；2020 年則從 2% 降至 1.9%；而 2021 年的增長預測，則維持不變於 1.8%。此外，美聯儲局還決定，從 5 月開始放緩美聯儲減持美債的速度，並



在 9 月結束縮減資產負債表規模。同時美聯儲還預期利率會維持在現水平至少到今年底。

- 標普 500 指數在 2018 年最後 3 個月下跌了 14%，然後在 2019 年第 1 季度反彈 13%，現距離歷史高位僅差 3% 左右。展望未來，中美貿易談判的結果或會影響後市走勢；然而，對於美股往後中長線的投資前景，未來數月公布的經濟數據和企業盈利，相信會更具指引性。直至目前為止，美國經濟狀況在眾發達國家中是最為優異的，經濟增長仍然維持強勁，且失業率更是接近 50 年最低位。因此，我們對美國股市的投資前景持較正面態度。

圖 2: 在市況反彈後，標普 500 指數僅距離歷史高位約 3%

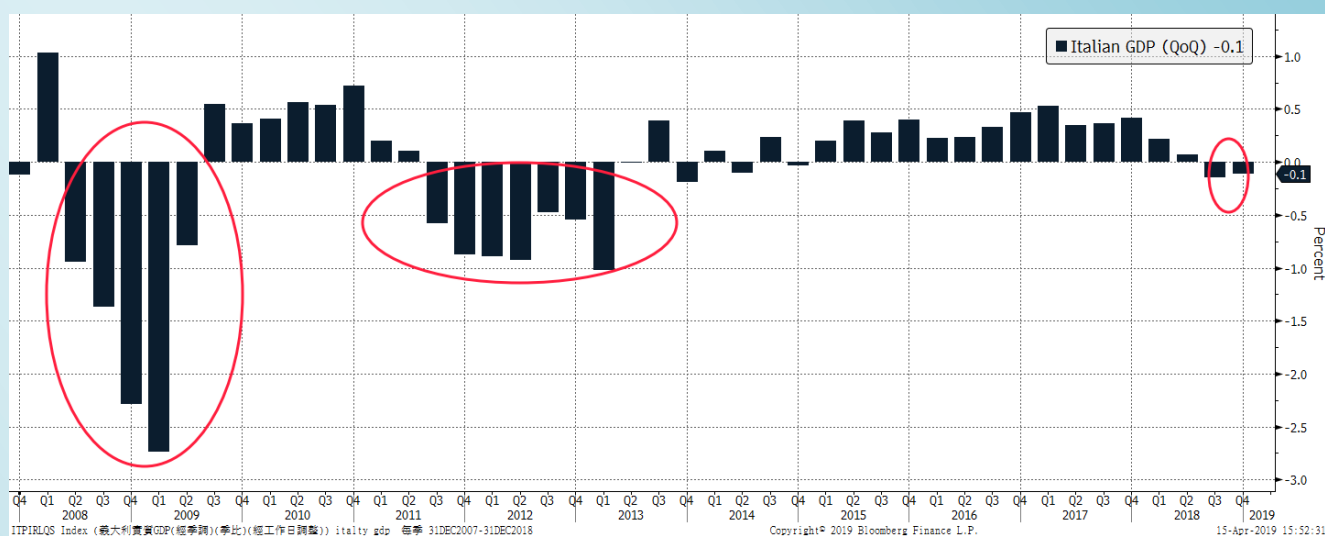


資料來源：彭博（至 2019 年 3 月 29 日）

## 歐洲

- 歐元區經濟正在放緩。在 2018 年第 4 季度，該地區的經濟增長率為 0.2%，是 2014 年第 2 季度以來的最低水平，僅略高於上季的 0.1%。在歐盟最大的幾個經濟體系中，意大利經濟收縮 0.1%，是連續第二個季度經濟出現下滑，讓該國 10 年來第三次陷入衰退。2018 年全年計，歐元區國內生產總值增長 1.8%，而 2017 年則為 2.4%。

圖 3: 意大利 10 年來第 3 次陷入經濟衰退



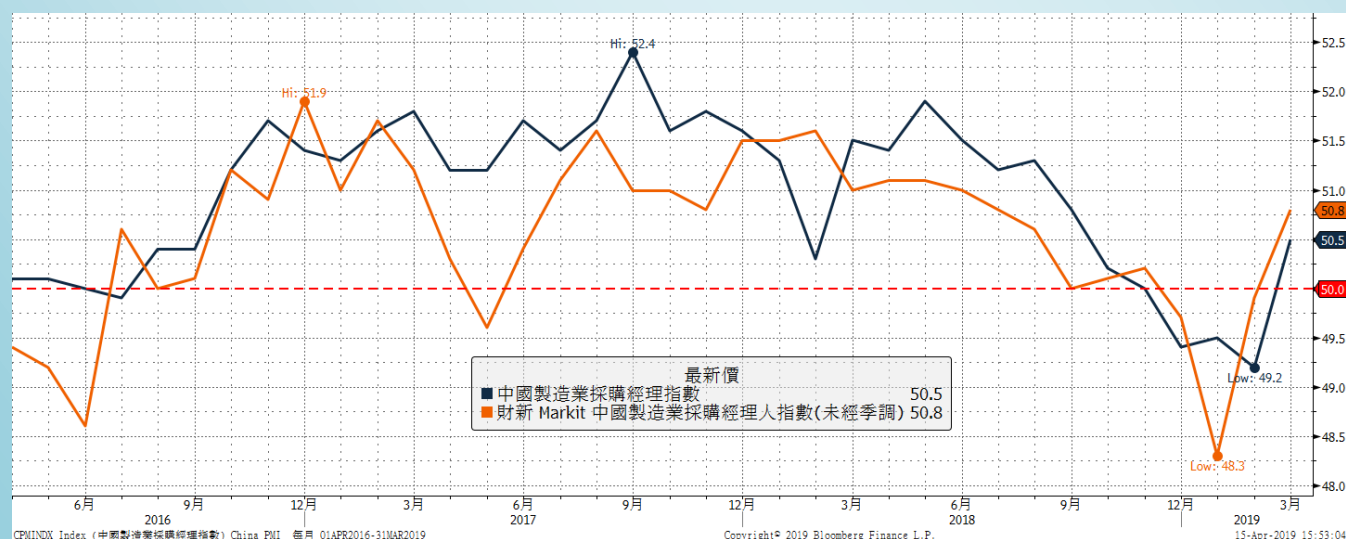
資料來源：彭博（至 2019 年 3 月 29 日）

- 由於對貿易戰和區內政治不確定性的擔憂日益增加，歐元區製造業經營狀況在 3 月份惡化至近 6 年來最差，IHS Markit 歐元區製造業採購經理人指數從 2 月份的 49.3 降至 47.5，是自 2013 年 4 月以來的最低水平，也是連續第 2 個月低於 50 擴張與收縮的分水嶺。細看區內國家數據，歐元區三大經濟體，德國、法國和意大利在 3 月份均處於收縮區。另一方面，3 月份 IHS Markit 歐元區 PMI 服務業務活動指數從 2 月份的 52.8 升至 53，歐元區服務業慶幸仍然能保持溫和增長。
- 在 3 月份會議期間，歐洲中央銀行「歐央行」將基準再融資利率維持在 0% 不變，並預計至少在 2019 年底之前保持在現有水平。此外，歐央行同時決定推出新一輪的定向長期再融資操作 (TLTRO-III)，從 2019 年 9 月開始到 2021 年 3 月結束，期限均為 2 年。該等措施旨在鼓勵銀行增加對企業和消費者的貸款，從而刺激經濟活動增長。
- 歐盟領導人已給予英國脫歐限期延長 6 個月至 2019 年 10 月 31 日。迄今為止，英國國會已拒絕了首相文翠珊去年與歐盟領袖達成的脫歐方案，與此同時他們也投票反對在沒有協議的情況下脫歐。至於歐盟方面，他們更不可能重新與英國就脫歐問題談判。似乎延遲脫歐限期僅能紓緩眼前的壓力，但僵局仍然難以破解。
- 歐洲 STOXX 600 指數在 2019 年第 1 季度上漲超過 13%，幾乎收復了 2018 年的所有的失地。然而，歐元區內正處於低經濟增長、低通脹、零利率及負債券收益率的環境，整體經濟似乎有逐步趨向「日本化」之勢，因此歐洲股市的中長線投資前景，實難言有太大吸引力。

## 亞洲

- 中國經濟在 2018 年第 4 季度按年增長 6.4%，符合市場預期，是自環球金融危機以來最低的經濟增長率。以 2018 年全年計，中國經濟增長了 6.6%，這也是自 1990 年以來的最低水平。
- 在兩會期間，中國總理李克強發表了工作報告，概述了國家來年的政策重點。正如市場普遍預期，李總理宣布，中國的目標經濟增長率將從去年的「6.5%左右」降至 2019 年的「6 至 6.5%」。面對經濟信心下滑和國際貿易緊張局勢，同時也還引入了多項削減企業成本和經濟刺激措施。（詳情請參閱表 2）
- 中國的製造業在 3 月份恢復增長。官方和財新製造業採購經理人指數在 3 月份都有所回升，這增添了市場對中國經濟可能觸底反彈的希望。3 月官方採購經理人指數從 2 月份的 3 年低點 49.2 升至 50.5，這是 4 個月以來的首次擴張。此外，3 月份財新製造業採購經理人指數增速也是 8 個月以來最強，從 2 月的 49.9 升至 50.8。與此同時，中國服務業在 3 月份也同樣加速發展。涵蓋服務業和建築業的官方非製造業採購經理人指數，從 2 月份上升 0.5 點至 54.8，而財新中國服務業採購經理人指數，則從 2 月份的 51.1 升至 54.4，這是自 2018 年 1 月以來的最快增幅。

圖 4: 官方和財新製造業採購經理人指數在 3 月份都回升



資料來源：彭博（至 2019 年 3 月 29 日）

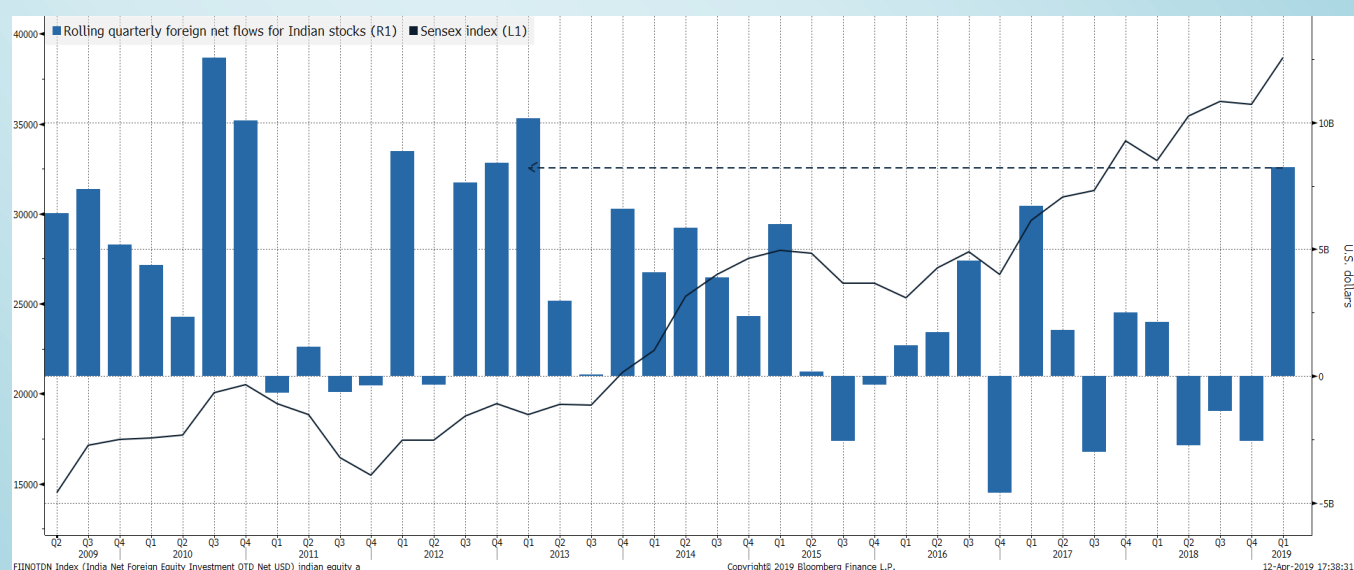
- 2019 年的印度大選，將會是本季度亞洲最重要的政治事件之一。這次大選會於 2019 年 4 月 11 日至 5 月 19 日分 7 個階段舉行，以選出第十七屆人民的議員。投票將於 5 月 23 日進行點票，並會於同日宣布結果。共有 543 個議席會由選舉



產生，政黨需要取得 272 大多數票席才能組建政府。這次選舉合資格選民達 9 億人，他們將決定總理莫迪和他的印度人民黨是否能繼續執政多 5 年，還是在印度獨立後統治該國數十年，反對派的印度國民大會黨捲土重來。

- 此時此刻，我們還不知道誰是這次印度大選的贏家。然而，外資似乎對現屆政府在大選後繼續執政及企業盈利復甦充滿信心。今年迄今，海外投資者已淨流入超過 65 億美元於印度股市，成為亞洲區中國市場以外最受外國投資者青睞的國家。這也是印度近 6 年以來外資淨流入最多的季度，而印度 SENSEX 指數在 3 月底再創歷史新高。

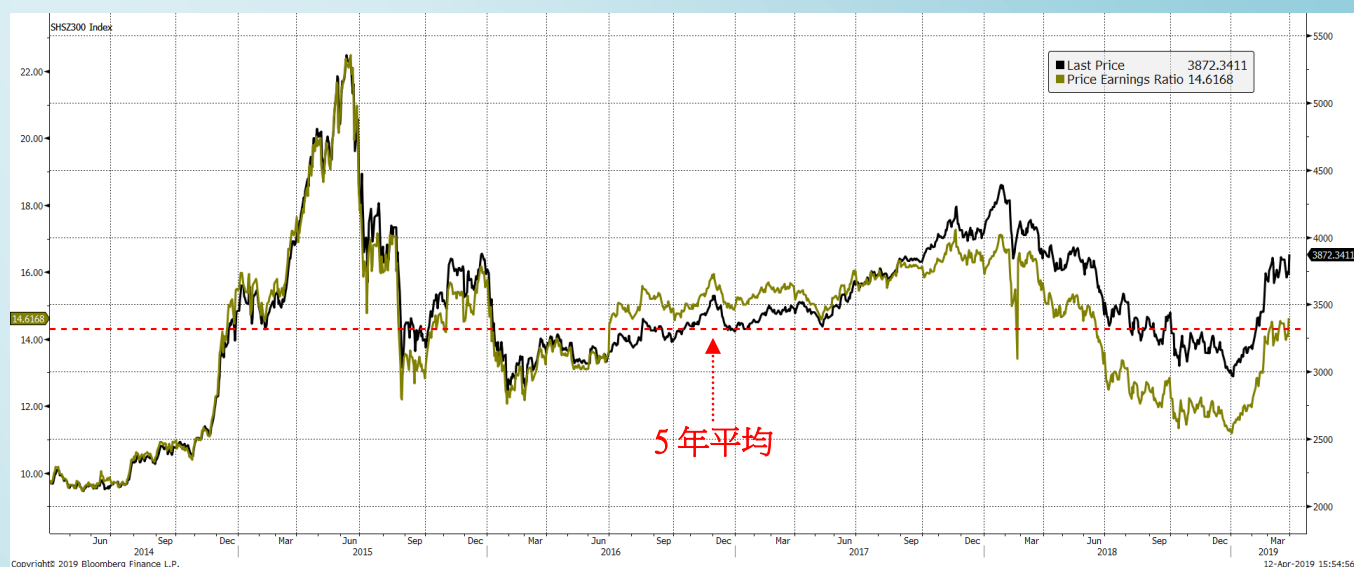
圖 5:強勁的外資流入，印度 SENSEX 指數再創歷史新高



資料來源：彭博（至 2019 年 3 月 29 日）

- 您能否想像到 2019 年第一季度表現最佳的主要股票指數，在 2018 年的表現是最差的？滬深 300 指數在 2019 年首季上漲 28%，而在 2018 年卻是下跌 23%。表現強勁主要是由於內地 A 股市場估值偏低、MSCI 增加中國 A 股在其指數的權重、中國政府推出的經濟刺激措施及憧憬中、美達成貿易協議等因素。經過近期的反彈後，滬深 300 指數的市盈率在 3 月底為 14.62 倍，僅處於 5 年平均值，仍遠低於 2015 年和 2017 年時的大牛市水平，看來現時中國 A 股可能仍有不俗的投資機會，進取的投資者不妨多加留意。

圖 6: 現時滬深 300 指數的估值正處於 5 年平均水平



資料來源：彭博（至 2019 年 3 月 29 日）

## 債券

- 由於市場對全球經濟放緩的擔憂升溫，大多數主要經濟體的央行均轉趨鴿派立場，促使環球國家主權債券價格在 2019 年第 1 季度均普遍上升。在 3 月的會議期間，美聯儲局出乎意料地預測今年的利率會維持不變，而在 2020 年則僅會調升 1 次；歐洲央行不但維持基準利率不變，而且更將會在今年稍後時間推出新一輪的季度目標長期再融資操作；至於日本央行也繼續實施其彷彿永無止境的近零利率政策。
- 美國 10 年期國債收益率從 2018 年底的 2.684% 下跌至 2.406%。與此同時，日本和德國 10 年期政府債券收益率，雙雙在第 1 季再次跌至 0% 以下，是自 2016 年以來首次。

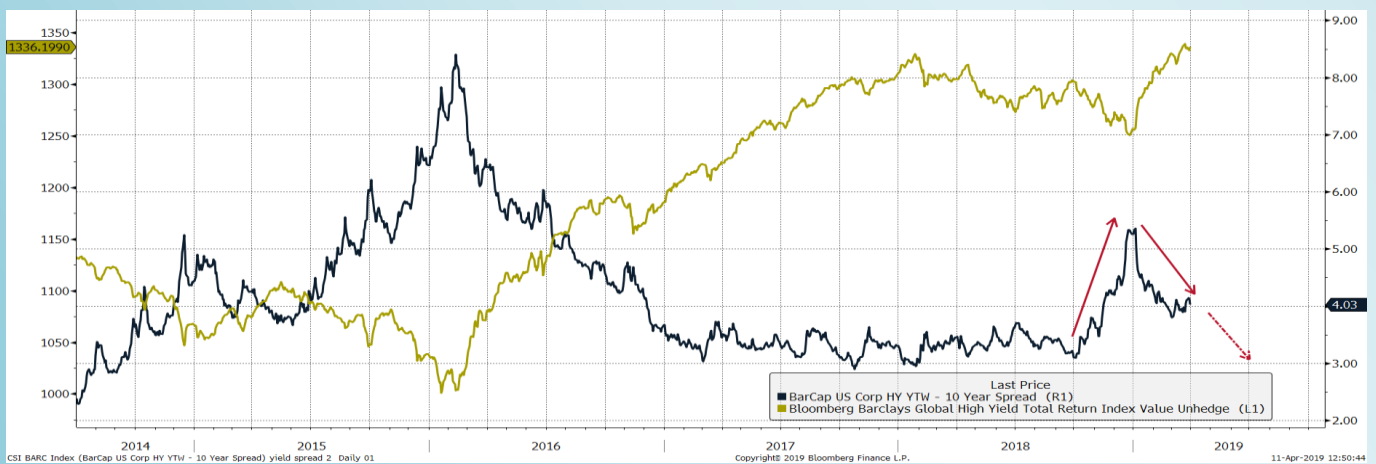
圖 7: 日本和德國 10 年期政府債券收益率，自 2016 年以來再次跌至 0% 以下



資料來源：彭博（至 2019 年 3 月 29 日）

- 高收益債券同時也受惠於全球主要央行的鴿派轉變，在 2019 年第 1 季，美國國債與企業高收益債券之間的收益率息差，從 5.27% 收窄至 4.03%，而彭博全球高收益率指數在期間更飆升超過 6%。
- 現時市場仍存在很多在不確定性，包括全球貿易爭端、英國脫歐的結果等。但為避免經濟進一步放緩，可以預期環球主要經濟體的央行將會維持溫和的立場一段較長的時間，短期內市場將會維持充裕的流動性。在這種情況下，固定收益投資將會受惠，而相信高收益債券將繼續優於其他債券類別，因為高收益債券和美國國債之間的信貸利差可能會在這種「市場友善的貨幣政策」環境下進一步收窄。

圖 8: 美國國債與企業高收益債券之間的收益率息差有望進一步收窄



資料來源：彭博（至 2019 年 3 月 29 日）

## 商品

- 由於石油輸出國組織「OPEC」與其聯盟國之間的石油供應減產協議發揮效力，2019年首3個月的石油價格上漲了約30%，這是自2009年以來表現最好的季度。作為石油最大出口國的沙特阿拉伯減產幅度超過協定，加上委內瑞拉和伊朗的生產又因美國制裁而進一步下降，3月份OPEC的石油供應量降至4年來的最低水平。

圖 9: 3 月份 OPEC 的石油供應量降至 4 年來的最低水平



資料來源：彭博（至 2019 年 3 月 29 日）

- OPEC 主導的石油減產協議將在 6 月到期，OPEC 成員國及其聯盟國家將於 6 月底在維也納再次舉行會議，相信會議結果將左右未來的油價走勢去向。與此同時，由於市場條件的改變及庫存減少，俄羅斯已經表示該國希望提高石油產量。
- 儘管 2019 年初曾出現一陣不俗的升勢，但黃金似乎仍在努力尋找上升動力，在第一季度僅錄得 1.3% 的輕微漲幅。從過去幾年金價走勢來看，黃金價格一直未能升穿目前的阻力水平，即每盎司約 1,370 美元。因此，除非市場上出現一些令人意外的負面事件，否則，相信金價難以有進一步的突破。

圖 10: 金價近年一直未能突破阻力



資料來源：彭博（至 2019 年 3 月 29 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。