

全球經濟放緩 vs. 環球股市牛氣沖天

環球股市與經濟基本因素出現**脫軌**?

時光飛逝，轉眼間 2019 年已過了一半。正如我們上一期「投資內望」的預期，大部份投資市場在第 2 季度，均維持升勢並錄得溫和增長。在發達國家中，美國股市仍然是最強勁；美股 3 大指數，道瓊斯工業平均指數、標普 500 指數及納斯達克綜合指數，均曾在第 2 季創下歷史新高，在 G20 峰會期間舉行的「特習會」後，增長勢頭更得以強勢延續。

在新興市場中，俄羅斯股市則是最為引人注目。油價反彈，以及俄羅斯與西方國家關係轉趨穩定，均刺激俄羅斯股市及盧布出現大幅飆升。以美元計算，俄羅斯股市今年的回報率超過 30%，是 2019 上半年全球表現最佳的股票市場之一。

表 1: 投資市場在 2019 年上半年出現反彈

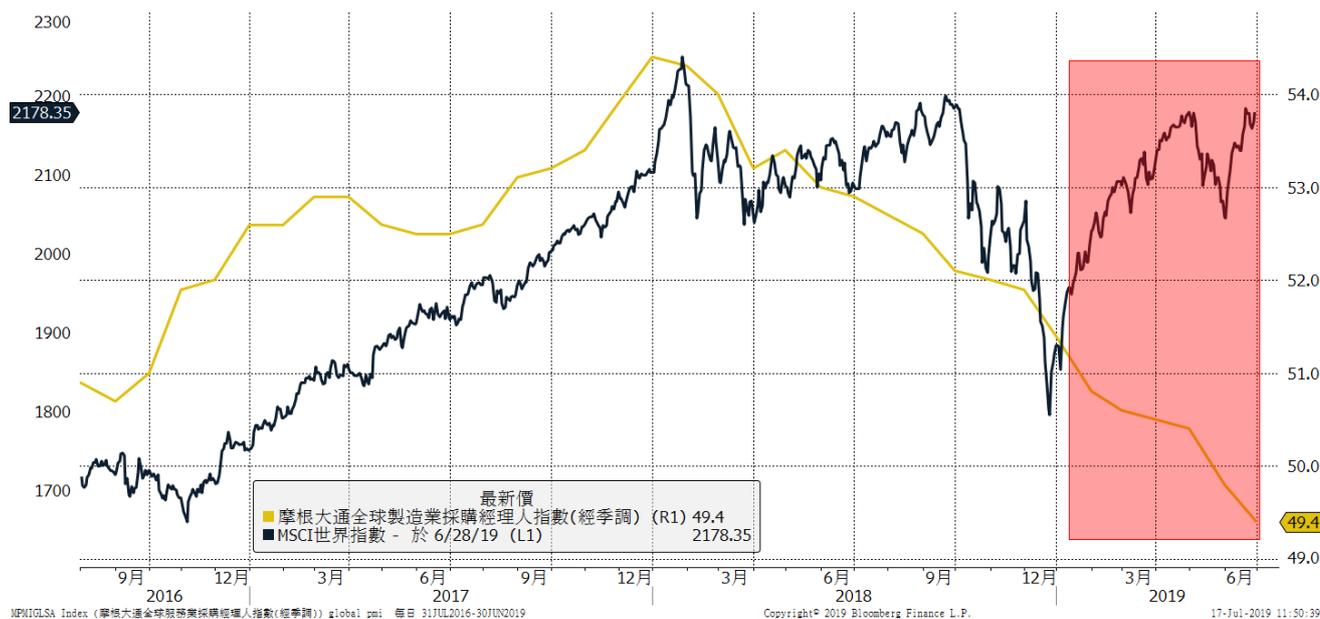
	2018 年	2019 年上半年
MSCI 世界指數	-8.19%	17.39%
MSCI 亞太指數	-13.14%	10.78%
彭博巴克萊全球綜合債券指數	-1.20%	5.57%
紐約期油	-14.57%	22.84%
現貨金	-1.56%	9.91%

資料來源：彭博（至 2019 年 6 月 30 日）

由於在去年底市場估值出現嚴重折讓，加上市場流動資金充裕，2019 年上半年全球投資市場表現非凡。但是從基本因素的角度來看，全球經濟前景仍然是充滿變數和挑戰。儘管美國在 6 月下旬舉行的「特習會」後，暫停了針對中國新的關稅並重新啟動貿易談判，但兩國在價值觀上仍存在巨大差異，相信雙方要達成協議

的路，仍然很漫長。中美貿易關係緊張，不僅影響兩國，也影響了全球經濟。根據 IHS Markit 和摩根大通的數據，全球製造業活動已下滑至收縮區域。摩根大通全球製造業採購經理人指數從 5 月份的 49.8 下降至 6 月份的 49.4，為 2012 年 10 月以來的最低水平。調查覆蓋的 30 個國家中，只有 12 個國家報告商業狀況出現改善，歐元區、英國、中國、日本和亞洲其他地區的營商環境均出現惡化。與此同時，美國製造業的增長也幾乎接近停滯，而過去兩個月的表現更是近 10 年內最差的。

圖 1: 當全球製造業活動下滑至收縮區域，股市卻大幅攀升



資料來源：彭博（至 2019 年 6 月 30 日）

全球經濟放緩的威脅正變得越來越明顯。與此同時，主要經濟體的央行也陸續開始採取更寬鬆的貨幣政策。澳洲及印度的央行，今年已分別降息 2 次及 3 次；自 2018 年初至今，中國人民銀行也已將存款準備金率下調 5 次共 3.5%。儘管美國聯儲局在 2019 上半年仍按兵不動，不過根據 6 月底的美國利率期貨數據顯示，聯儲局在下半年，調低聯邦儲備基金利率 0.75% 或以上的機會率超過 5 成。

風險或可與機會共存。雖然全球經濟放緩的風險正在增加，但寬鬆貨幣政策的預期支持市場氣氛，這正好解釋為何全球投資市場近期表現與基本面出現脫軌現象。然而流動性往往只能為市場帶來在短暫的刺激作用；中長線而言，市場的主要推動力最終會回歸經濟和企業的基本因素。由於投資市場在 2019 年上半年已經出現大幅反彈，因此在今年稍後時間，採取具防禦性的投資部署可能會是較為謹慎的做法。

表 2: 環球股市表現

指數	2019 年第 2 季回報		2019 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	3.21%	3.21%	15.40%	15.40%
納斯達克綜合指數	3.88%	3.88%	21.34%	21.34%
歐洲 STOXX 600 指數	3.44%	4.71%	17.16%	16.21%
德國 DAX 指數	7.57%	8.90%	17.42%	16.58%
巴黎 CAC 指數	6.19%	7.50%	20.41%	19.43%
日本日經 225 指數	0.46%	3.15%	7.53%	10.05%
香港恒生指數	-0.08%	0.42%	12.75%	13.05%
香港國企指數	-2.07%	-1.58%	10.07%	10.37%
上證指數	-2.41%	-4.61%	20.96%	21.16%
中國滬深 300 指數	-0.15%	-2.40%	28.47%	28.69%
新加坡海峽時報指數	5.15%	5.27%	10.51%	11.28%
南韓 KOSPI 指數	-0.46%	-2.24%	4.59%	0.69%
台灣加權指數	1.85%	1.46%	11.42%	9.81%
印度 SENSEX 指數	2.27%	2.85%	9.86%	11.08%
印尼雅加達指數	0.32%	1.24%	4.78%	7.72%
曼谷 SET 指數	6.60%	10.34%	19.59%	12.76%
俄羅斯 RTS 指數	18.02%	18.02%	33.02%	33.02%
巴西 IBOVESPA 指數	7.66%	5.82%	14.88%	16.04%
S&P 泛阿拉伯指數	2.39%	2.39%	12.10%	12.10%
MSCI 環球指數	4.18%	4.18%	17.39%	17.39%

資料來源：彭博（至 2019 年 6 月 30 日）

表 4: 主要貨幣表現(以美元計算)

貨幣	2019 年第 2 季變幅	2019 年年初至今變幅
	以美元計算	
歐元	1.38%	-0.82%
英鎊	-2.60%	-0.45%
日圓	2.79%	1.71%
港元	0.50%	0.27%
人民幣	-2.25%	0.17%
澳元	-1.07%	-0.41%
紐西蘭元	-1.26%	-0.01%
新加坡元	0.20%	0.73%

韓圓	-1.69%	-3.36%
新台幣	-0.78%	-1.13%
印度盧比	0.18%	1.08%
印尼盾	0.80%	1.85%
泰銖	3.49%	6.12%
俄羅斯盧布	3.83%	10.29%
巴西雷亞爾	1.83%	0.64%

資料來源：彭博（至 2019 年 6 月 30 日）

環球回顧及展望

美國

- 根據美國商務部的數據顯示，繼上一季度增長 2.2% 後，美國經濟在 2019 年第 1 季的年化增長率為 3.1%。然而，許多經濟學家認為，由於減稅和政府開支增加的影響預計將在今年消退，未來幾個季度的經濟增長，將大幅放緩至 2% 左右。此外，中、美之間的貿易衝突也可能進一步阻礙增長。
- 工廠活動放緩的現象，顯而易見。6 月份美國 ISM 製造業採購經理人指數從 1 個月前的 52.1 降至 51.7，這是自 2016 年 10 月以來製造業擴張速度最弱的步伐。與此同時，非製造業的增長動力也在轉弱，ISM 非製造業採購經理人指數從 2019 年 5 月的 56.9 降至 6 月的 55.1，是自 2017 年 7 月以來最低的水平。

圖 2: 美國製造業與非製造業活動增長動力同時轉弱



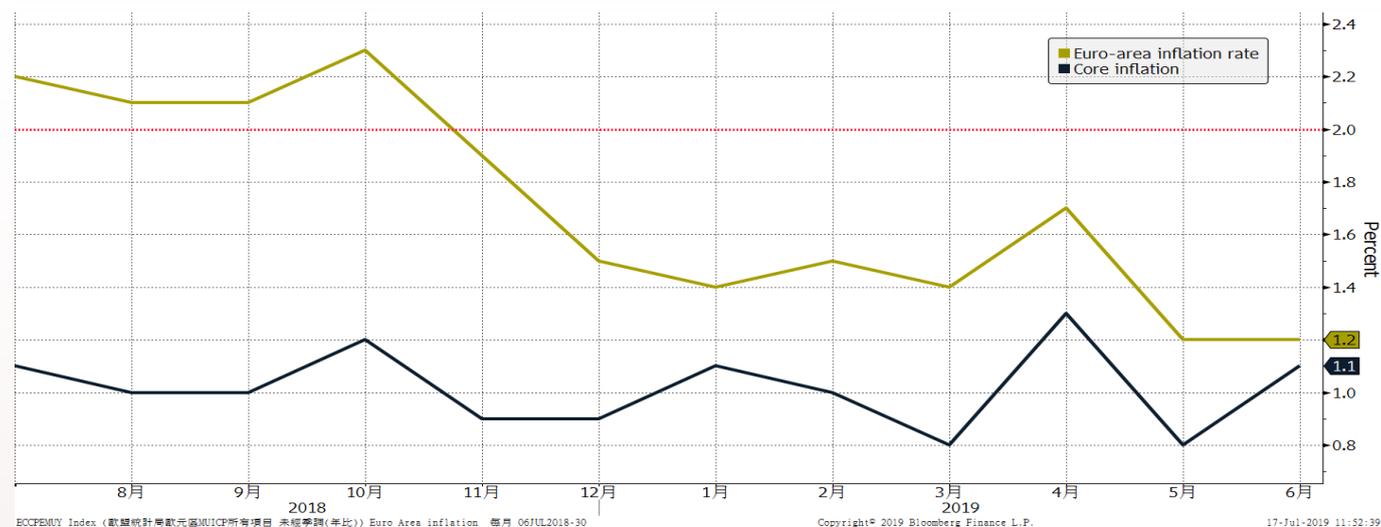
資料來源：彭博（至 2019 年 6 月 30 日）

- 美國 5 月份商品及服務貿易逆差擴大至 555 億美元，高於市場預期的 540 億美元，這是自去年 12 月以來最大的貿易逆差。當中與墨西哥的商品貿易逆差增長 18.1%，達到創紀錄的 96 億美元。與中國的商品貿易差距，也擴大 12.2% 至 302 億美元。
- 美國就業市場依然強勁。根據美國勞工部的數據，6 月份美國非農就業人數增加 224,000 人，是過去 5 個月中最多。2019 上半年非農就業人數平均每月增加 172,000 人，略低於 2018 年的平均值 223,000 人，然而，這仍是健康的職位增長率。6 月份失業率則上升 0.1% 至 3.7%，接近 50 年來的低位。至於 6 月份工資年化增長率為 3.1%，工資增長趨勢，從去年底近 10 年最快增長速度漸漸放緩。
- 今年迄今，標普 500 指數曾破歷史新高，但也試過單月回調超過 6%。從基本因素來看，美國仍然是眾發達國家中，最健康和最強勁的經濟體系。在估值方面，標普 500 指數在 6 月底的市盈率約為 19 倍，仍處於歷史平均水平。在未來幾個月，美聯儲局很大可能會放寬其貨幣政策，股市熱熾的情緒不排除會進一步升溫，美股繼續破頂，實不足為奇。雖然我們仍然對中長期美國股市的投資前景持樂觀態度；但不要忘記上半年標普 500 指數和納斯達克綜合指數分別已上漲了超過 17% 和 22%；美股或可能會在短期內進入超買區域，因此在現高位作出一些獲利也未嘗不可。

歐洲

- 歐元區經濟在 2019 年首 3 個月，取得 0.4% 的季度增長；按年率計算，增長率為 1.2%。歐元區最大經濟體德國，在強勁的固定資本開支和家庭消費的支持下，經濟在前一季持平後，踏入 2019 年第 1 季，取得 0.4% 的季度增長，按年則增長 0.7%。
- 歐元區經濟在 2019 年首季出現反彈，但持續的中、美貿易戰，拖累國際貿易並損害區內的製造業生產活動，因此歐元區未來幾季的經濟前景，可能依然低迷。儘管最近的服務業經濟活動取得 8 個月以來最佳表現，但製造業仍未見起色。6 月份 IHS Makit 歐元區製造業採購經理人指數從 5 月份的 47.7 降至 47.6。整個歐元區的經營狀況普遍疲軟，德國仍然是表現最差的國家。
- 6 月份歐元區通脹率維持在 1.2% 不變，遠低於歐洲央行的 2% 目標。經濟增長放緩和低通脹率增加了歐洲央行在下半年降息和重新啟動量化寬鬆計劃的可能性。

圖 3: 歐元區通脹水平，遠低於歐洲央行的 2% 目標



資料來源：彭博（至 2019 年 6 月 30 日）

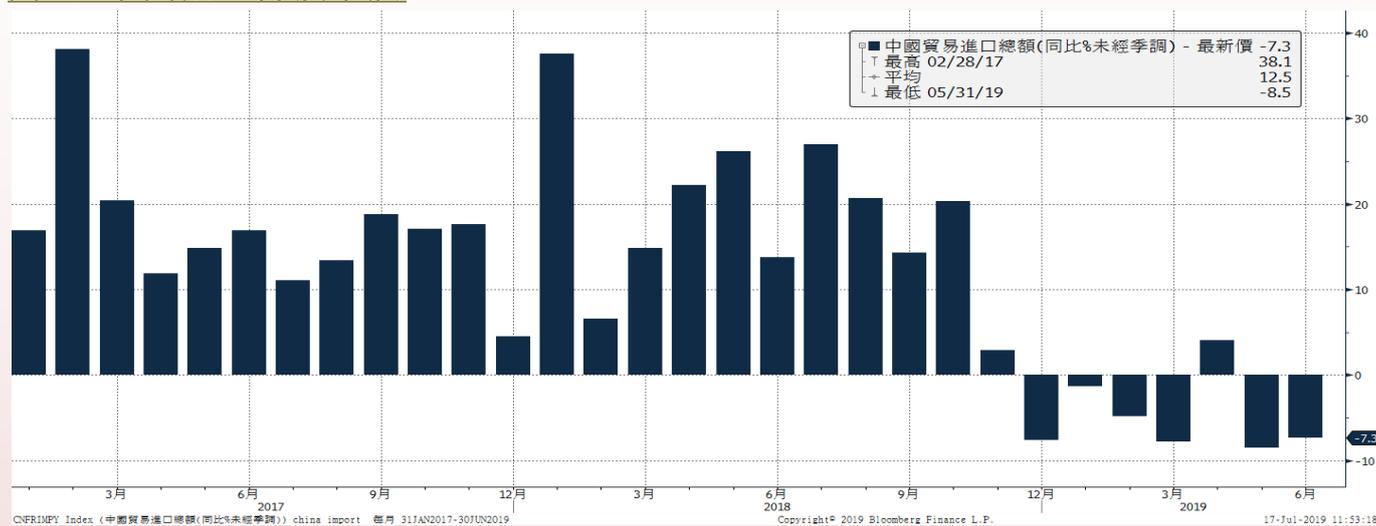
- 未來幾個月對英國的政治和經濟，都非常重要。文翠珊已辭去保守黨黨魁職務，她的繼任人將取代她成為英國首相。由於兩位首相候選人約翰遜和侯俊偉均曾表示，願意在未達成協議的情況下讓英國脫離歐盟，英國「硬脫歐」的風險正在加劇。英國脫歐的日期已推遲至 10 月 31 日，現僅距離幾個月時間；假如英國和歐盟真的無法達成協議，雙方將不會出現 21 個月的過渡期。英國的消費者、企業和公共機構，將面對即時脫離歐盟的轉變。
- 烏雲正籠罩英國的經濟，英國 6 月份綜合採購經理人指數已跌至 49.2，這是自 2016 年 7 月英國脫歐公投後的首次出現商業活動收縮。英倫銀行已把第 2 季經濟增長預測，從之前的 0.2% 下調至 0%；許多經濟學家甚至認為英國將受到脫歐的不確定性因素影響，而出現經濟收縮。
- 由於歐洲區內製造業活動萎縮及英國「硬脫歐」的可能性增加，整個歐洲的經濟下行風險正在急速上升。與此同時，越來越多的人認為歐洲央行將在不久的將來，會為市場提供更多的刺激措施；這正好解釋為何德國 10 年期國債券收益率跌至負數及歐洲 STOXX 600 指數在上半年上揚超過 17%。正如上一期「投資內望」所述，歐洲經濟正逐漸「日本化」，即出現低經濟增長、低通脹、零利率及負國債收益率現象。中長期來看，我們對歐洲市場的投資展望傾向較為保守。

亞洲

- 與去年同期相比，5 月份的中國消費物價從上個月的 2.5% 上升至 2.7%，符合市場預期，這是自去年 2 月以來最高的通脹率。由於非洲豬瘟爆發，豬肉價格持續高企，5 月份食品成本增加了 7.7%，是 2012 年 1 月以來的最高水平。與此同時，5 月份生產物價則較去年同期上漲 0.6%，同樣符合市場預期。

- 中國 2019 年 6 月的貿易順差從去年同期的 409.1 億美元擴大至 509.8 億美元，高於市場預期的 446.5 億美元，這是自去年 12 月以來最大的貿易順差。6 月份中國出口比去年下滑 1.3% 至 2,128 億美元，略優於市場預期的下降 2%，這是美國對 2,000 億美元中國商品調高關稅的首個完整月份表現。6 月份進口則較去年同期下降 7.3% 至 1,618.6 億美元，遠低於預期的 4.5%，進一步反映國內需求疲軟的現象。

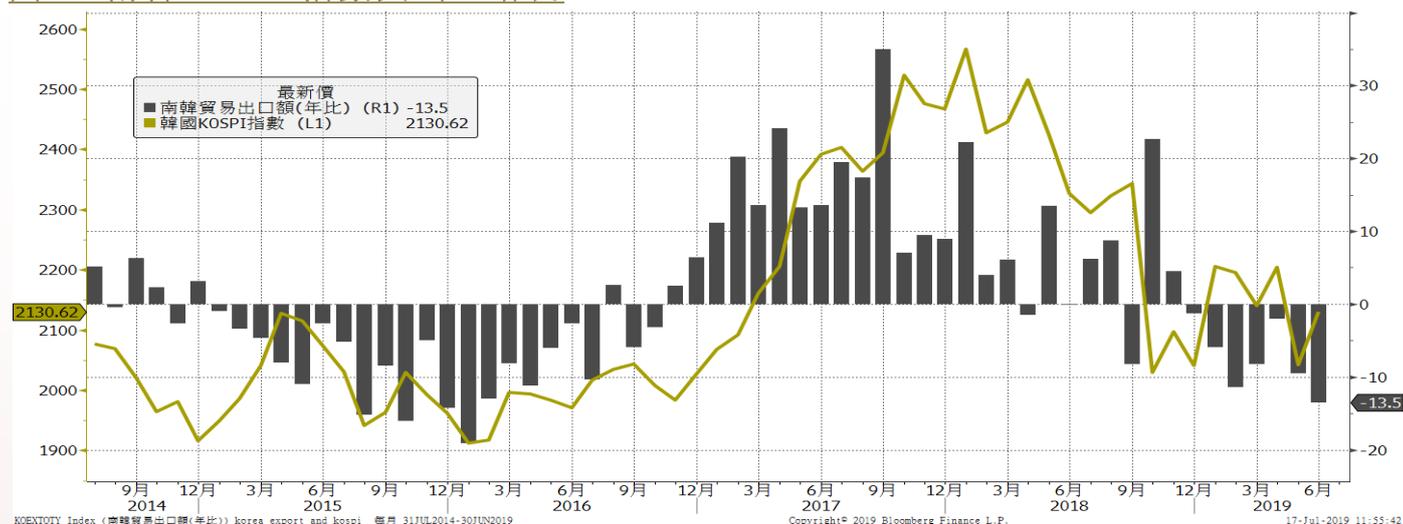
圖 4: 中國進口持續下跌



資料來源：彭博（至 2019 年 6 月 30 日）

- 在中美貿易局勢持續緊張、全球需求疲弱以及中國地方政府隱藏債務令人擔憂的情況下，中國經濟在 2019 年第 2 季度按年增長 6.2%，這是自 1992 年第 1 季度以來最低的經濟增長率。
- 與上季度相比，南韓經濟在 2019 年首三個月萎縮 0.4%。按年率計，增長則為 1.7%，是近 10 年來增長率首次降至 2% 以下。對上一次是發生在 2009 年第 3 季度，當時經濟僅按年增長 0.9%。
- 南韓的經濟前景似乎相對悲觀。南韓是一個出口導向的經濟體，其出口貢獻國內生產總值 50% 以上。然而，該國的出口增長已連續第 7 個月下降。6 月份韓國出口較去年下降 13.5%，而整個上半年出口則按年下滑 8.5%。持續的中、美貿易戰，令全球貿易環境惡化，韓國的出口受到嚴重影響；此外，由於日本收緊了對南韓用於製造半導體和顯示器的關鍵材料的出口，令情況進一步惡化。日本的出口限制令可能會擾亂去年佔南韓出口四分之一的芯片製造商如三星電子和 SK Hynix 等的生產活動。

圖 5: 南韓 KOSPI 指數與出口增長



資料來源： 彭博（至 2019 年 6 月 30 日）

- 不僅是南韓，新加坡經濟也表現差勁。新加坡第 2 季度經濟增長初值僅較去年同期增長 0.1%，這是 10 年來最低的增長率。按季度計算，該國的經濟增長更萎縮 3.4%，是近 7 年來的最差的表現。
- 普遍認為中、美之間的貿易磨擦，短期內將難以解決，依賴全球貿易的那些亞洲國家將繼續遭殃，下半年經濟可能會變得更差。儘管大多數亞洲股市的表現在 2018 年及 2019 上半年都落後於全球主要股票指數，但我們仍對亞洲股市的整體投資前景持謹慎態度。

債券

- 根據 6 月底美國利率期貨的數據顯示，聯儲局在 7 月 31 日會議減息的機會達百份之百；而到今年底，聯儲局下調聯邦儲備基金利率 0.75% 或以上的機會率更超過 5 成。在利率下降的預期下，美國 10 年期債券收益率已率先大幅回落，從年初約 2.7% 跌至 6 月底約 2%，是自 2016 年 11 月以來最低水平，難怪彭博巴克萊全球綜合債券指數在今年上半年就升了近 6%。
- 投資市場的現況，往往對未來經濟及投資環境具有前瞻性。儘管近期債券價格的強勢，某程度上已反映了投資者對未來降息的預期；然而由於環球經濟前景未明和長期缺乏通脹壓力，環球主要央行將維持市場友善的貨幣政策一段較長時間，債券的投資前景相信仍是審慎樂觀。當中信貸評級較高的債券類別會是較為可取，因為該類債券即使面對經濟出現進一步下行，仍具有較強的防禦能力。

圖 6: 美國聯邦儲備基金利率與美國 10 年期國債收益率的走勢



資料來源：彭博（至 2019 年 6 月 30 日）

商品

- 石油輸出國家組織及以俄羅斯為首的聯盟國家，在 7 月 2 日的會議期間同意將石油供應減產協議延長至 2020 年 3 月。今年上半年油價上漲超過 20%，可以相信，未來供應減產協議的遵守程度和中、美貿易談判的進展，都會主導 2019 年餘下時間的油價的表現。此外，美國和伊朗之間的緊張局勢也會同時為油價帶來波動。
- 黃金一直被視為「資金避難所」；投資者往往都會在風險胃納較低的情況下增持黃金。在 2019 年上半年，市場對全球經濟出現放緩及中、美貿易戰升溫的憂慮，均刺激金價上升。在過去數年，黃金一直都是在區間交易，但在 6 月底，黃金價格上漲至每盎司 1,400 美元左右，並突破了長期的阻力位。

圖 7: 金價突破了長期阻力位



資料來源：彭博（至 2019 年 6 月 30 日）

- 黃金也不提供收益或利息。然而，在低利率和低債券收益率的環境下，持有黃金的機會成本會大大降低。回顧 2008 年金融風暴後，上一次的美國減息週期，黃金價格就曾大幅上漲至每盎司 1,900 美元以上。儘管現在說美國正進入減息週期，或許是言之尚早；但很明顯美聯儲局在短期內不會推出貨幣緊縮政策，且立場會傾向寬鬆，對黃金價格來說，相信這會是一個有利的環境。

圖 8: 黃金價格在上一次美國減息週期，大幅上升



資料來源： 彭博（至 2019 年 6 月 30 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。