



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



## 進入超低利率時代，大家準備好了嗎？

### 上一季市場焦點

- 在過去 3 個月，美股再次攀升至歷史高位，而香港恆生指數則下跌了近 8%。
- 美國聯儲局先後兩次下調聯邦儲備基金利率，而歐洲中央銀行「歐央行」在經歷 9 個月後，重新啟動量化寬鬆計劃，並 3 年來首次降低存款利率。
- 美國 30 年期國債收益率創下歷史新低，而 2 年期和 10 年期美國國債收益率息差，自 2007 年以來首次出現倒掛現象。

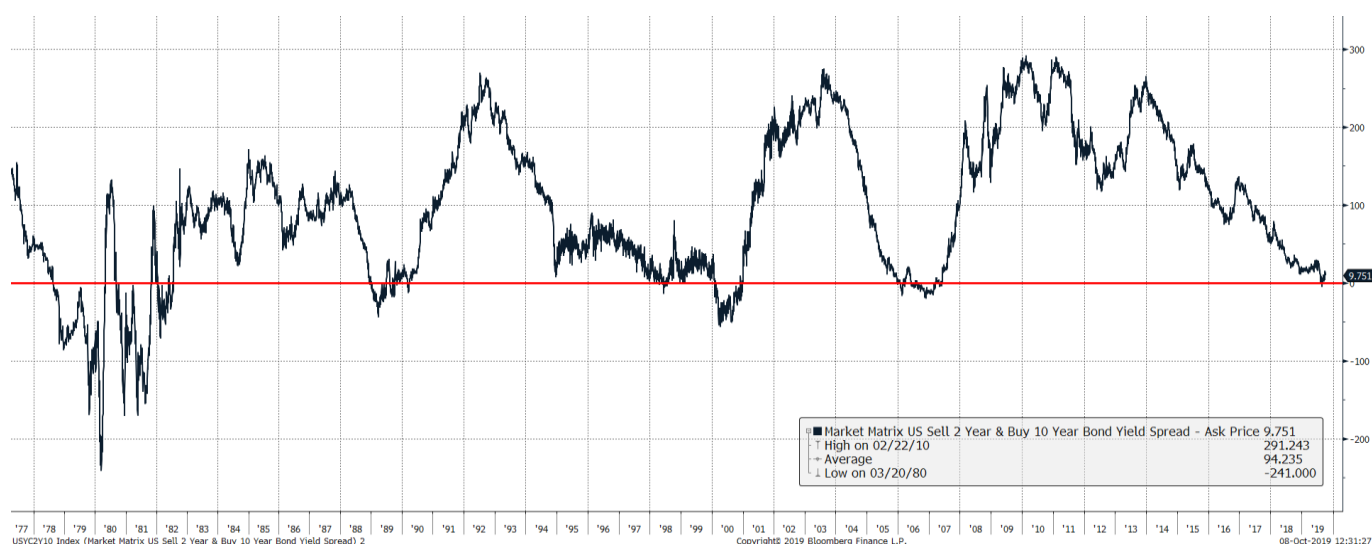
2019 年第 3 季，西方國家與亞洲國家的股票市場表現分歧，MSCI 世界指數上漲了 0.66%，而 MSCI 亞洲（日本除外）指數則在此期間下跌了近 4%。美國股市仍然表現強勁，道瓊斯工業平均指數、標準普爾 500 和納斯達克綜合指數在 7 月份，均曾攀升至歷史新高。至於香港恆生指數則受到中、美貿易衝突和持續的反政府抗議示威活動所影響，表現是全球主要股票市場中最差。

中、美之間的貿易關係持續緊張，環球經濟放緩的威脅日益明顯；全球的央行在 2019 年第 3 季度錄得自 2008 年金融危機以來，最多的減息次數。當中歐央行諷刺地宣佈將於 11 月 1 日，重啟其結束僅 9 個月的量化寬鬆計劃，並同時決定下調存款利率。此外，美聯儲局在過去 3 個月，先後兩次下調聯邦基金利率；而根據最新的美國利率期貨顯示，於今年年底前，再降息 2 次的機會也頗大。

隨著全球央行推行寬鬆貨幣政策和市場不確定性增加，投資者的風險胃納似乎有所減低，並增加了固定收益的投資比重，此舉令到債券價格上升，而收益率隨之下降。在上季度，美國 30 年期國債收益率跌至歷史新低，而 2 年期和 10

年期美國國債收益率息差，更是自 2007 年以來首次出現倒掛現象。此外，全球負收益率債券的規模，更曾一度超過 17 萬億美元，創下歷史新高。

圖 1. 在 8 月底，2 年期和 10 年期美國國債收益率息差，自 2007 年以來首次出現倒掛現象



資料來源：彭博（至 2019 年 9 月 30 日）

「在過去的 40 年，當美國 2 年期和 10 年期美國國債收益率息差出現倒掛時(即 2 年期收益率低於 10 年的)，美國經濟往往很快都會步入衰退。這包括 1980 年代初的經濟衰退、1990 年的第 3 次石油危機、2000 年科網股泡沫及 2007 年出現的次貸危機。」

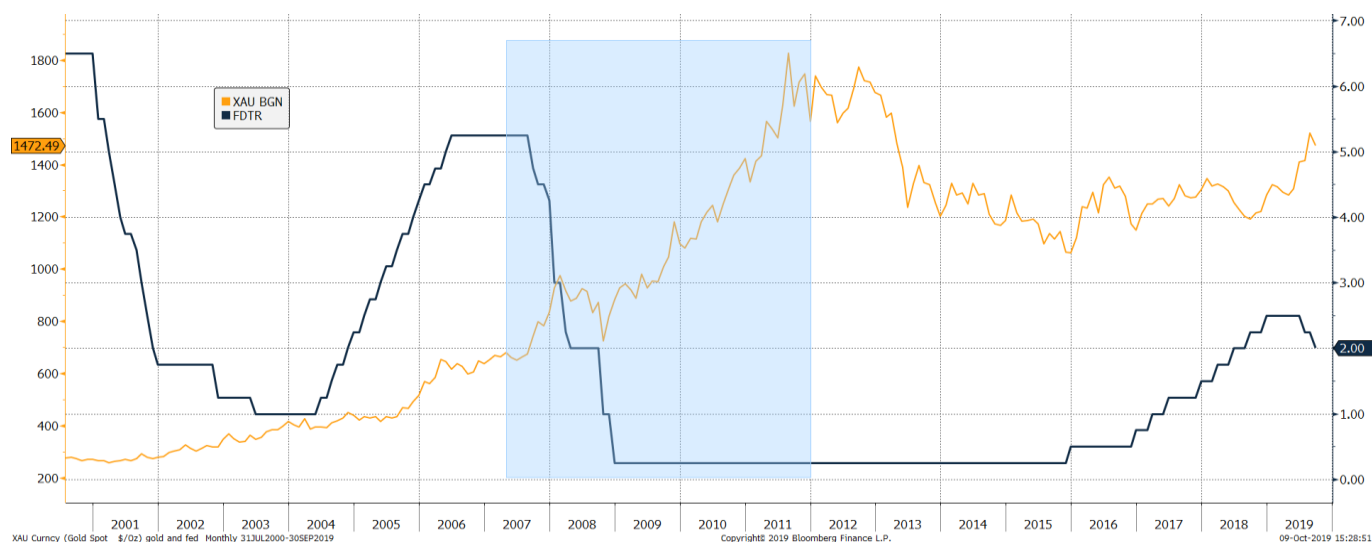
當前全球經濟，正受到不同的政治問題所影響。英國會否於 10 月 31 日，在沒有協議的情況下脫離歐盟？假如「硬脫歐」真的發生，會對英國及歐洲經濟，帶來什麼短線及長線影響？在香港，自 6 月「逃犯條例」修訂所引發的政治動蕩，似乎仍沒有解決方案；到底混亂狀況何時才結束？香港的經濟活動，何時才可以恢復正常？然而在眾多政治事件中，影響力最大的相信仍然是中、美之間的貿易衝突；中、美兩國之間的緊張貿易關係已持續超過 1 年，雖然中國和美

國的經濟僅只出現放緩現象，但全球製造業活動已經下滑至收縮區域，許多以出口為主導的歐洲及亞洲國家，例如德國、南韓、新加坡等，經濟已陷於衰退的邊緣。中、美之間的貿易談判驟晴驟雨，儘管兩國在 10 月初達成了「第一階段」協議，但由於美國尚未取消對中國商品的關稅，而中國的相應對策仍然存在，兩國之間的經貿摩擦並未得到根本的改善。中、美間未解決的項目實在太多，兩國關係充滿著變數，短期內實難以有真正的突破。

似乎全球經濟已進入了「同步停滯不前」的狀態，當中一些國家的增長疲弱，而另一些國家則出現沒有增長或溫和收縮的現象。儘管出現全球經濟衰退的可能性仍然不太大，但在當前的投資環境下，採取較具防禦性的投資策略會是比

較審慎的做法。此外，隨著全球主要經濟體的政府債券收益率和利率持續下降，甚至一些已出現負數值，投資者持有黃金的机会成本大大減低，相信將支持這一傳統避險資產的價格表現。

圖 2. 金價在上一次減息週期大幅上升



資料來源：彭博（至 2019 年 9 月 30 日）

## 展望

- 中美貿易談判的進展將繼續主導大市方向。
- 在負收益率和衰退風險加劇的年代，具防禦性的投資策略將會是較為可取。同時，黃金或可再被視為資金避險工具。

表 1: 環球股市表現

指數	2019 年第 3 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	1.83%	1.83%	17.51%	17.51%
納斯達克綜合指數	0.18%	0.18%	21.56%	21.56%
歐洲 STOXX 600 指數	2.69%	-1.43%	20.32%	14.55%

德國 DAX 指數	0.24%	-3.79%	17.70%	12.17%
巴黎 CAC 指數	2.73%	-1.39%	23.70%	17.77%
日本日經 225 指數	2.98%	2.72%	10.76%	13.07%
香港恒生指數	-7.49%	-7.82%	4.30%	4.21%
香港國企指數	-5.01%	-5.35%	4.55%	4.46%
上證指數	-1.36%	-5.24%	19.32%	14.81%
中國滬深 300 指數	0.85%	-3.13%	29.56%	24.66%
新加坡海峽時報指數	-4.72%	-6.74%	5.30%	3.78%
南韓 KOSPI 指數	-3.17%	-6.45%	1.53%	-5.57%
台灣加權指數	4.12%	3.92%	16.02%	14.11%
印度 SENSEX 指數	-1.43%	-3.86%	8.29%	6.79%
印尼雅加達指數	-0.76%	-3.21%	1.80%	4.27%
曼谷 SET 指數	-4.64%	-4.34%	7.53%	14.40%
俄羅斯 RTS 指數	-0.41%	-0.41%	32.47%	32.47%
巴西 IBOVESPA 指數	3.74%	-4.46%	19.18%	10.86%
S&P 泛阿拉伯指數	-4.32%	-4.32%	7.58%	7.58%
MSCI 環球指數	0.66%	0.66%	18.16%	18.16%

資料來源：彭博（至 2019 年 9 月 30 日）

表 2: 主要貨幣表現(以美元計算)

貨幣	2019 年第 3 季變幅	2019 年年初至今變幅
	以美元計算	
歐元	-4.17%	-4.95%
英鎊	-3.21%	-3.65%
日圓	-0.21%	1.49%
港元	-0.36%	-0.09%
人民幣	-3.94%	-3.77%
澳元	-3.85%	-4.24%
紐西蘭元	-6.77%	-6.79%
新加坡元	-2.09%	-1.37%

南韓圓	-3.47%	-6.72%
新台幣	0.11%	-1.03%
印度盧比	-2.60%	-1.55%
印尼盾	-0.47%	1.37%
泰銖	0.28%	6.42%
俄羅斯盧布	-2.54%	7.49%
巴西雷亞爾	-7.37%	-6.78%

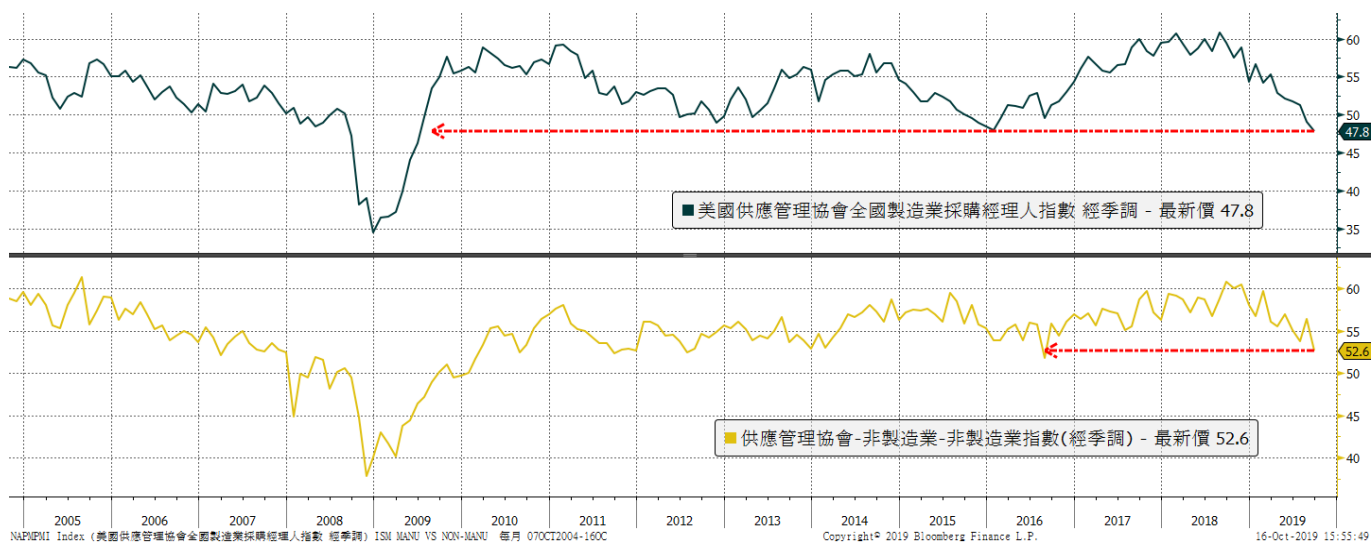
資料來源：彭博（至 2019 年 9 月 30 日）

## 環球回顧及展望

### 美國

- 美國經濟在第 2 季度僅錄得 2% 的年增長率，與先前的預期相符，但低於上一季度 3.1% 的增長。政府開支及消費者支出增長依然強勁，然而商業投資、出口以及商業和住宅新建築的下滑，拖累了整體經濟增長步伐。
- 預計未來幾個季度，美國經濟增長可能會出現放緩。根據商務部的數據，佔美國經濟活動三分之二以上的美國消費者支出在 8 月份僅微升 0.1%。此外，備受關注的扣除飛機的非國防資本材訂單，在 8 月份下跌了 0.4%，反映商業投資疲弱。
- 此外，在與中國的貿易緊張局勢持續的情況下，9 月份美國供應管理協會(ISM)製造業採購經理人指數從 1 個月前的 49.1 降至 47.8，低於市場預期的 50.1，這已是製造業連續第 2 個月出現收縮狀況，也是自 2009 年 6 月以來最低的水平。儘管製造業僅佔美國經濟的十分之一，但該領域的放緩配合商業投資和經濟增長的減慢，確為現時美國最長的經濟擴張週期帶來不穩。
- 非製造業活動方面同樣出現放緩現象，9 月份的美國供應管理協會(ISM)非製造業採購經理人指數從 8 月份的 56.4 大幅降至 52.6，遠低於市場預期的 55。這也是自 2016 年 8 月以來的最低水平。
- 美國 9 月的失業率降至 3.5%，創下 50 年來最低水平，然而工資增長卻出現放緩。9 月的平均時薪，是 2017 年 10 月以來首次按月下滑。在過去的 12 個月，平均時薪增長 2.9%，是自 2018 年 7 月以來最低的增速。

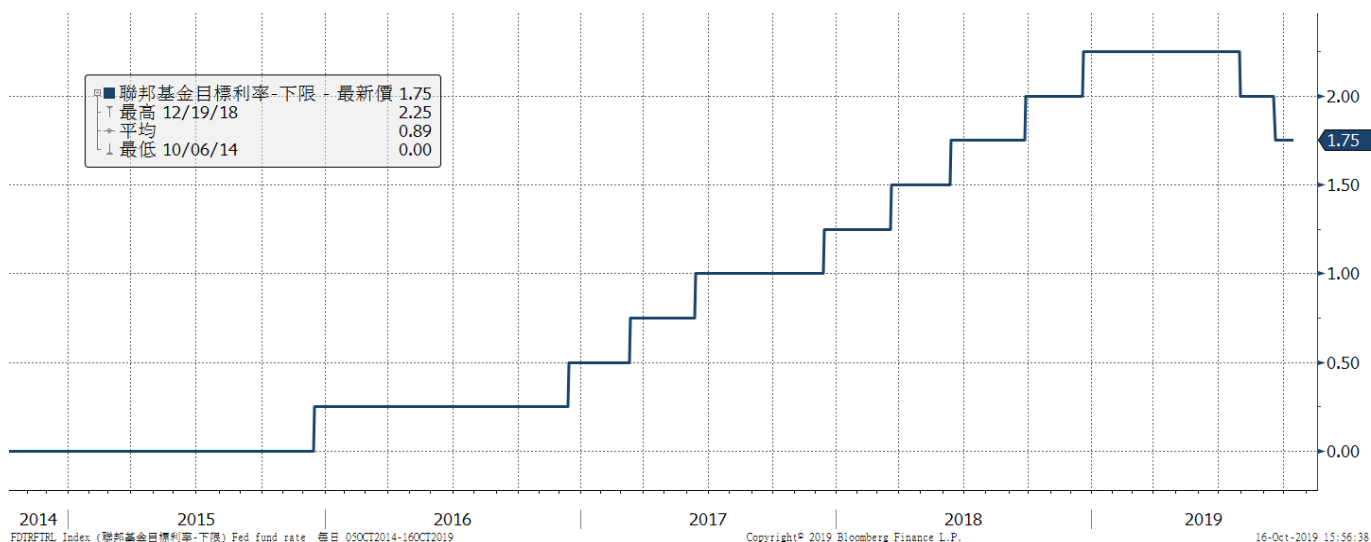
**圖 3. 下跌中的美國製造業及非製造業活動**



資料來源：彭博（至 2019 年 9 月 30 日）

- 美聯儲局在上一季度，先後兩次下調聯邦儲備基金利率。儘管美國經濟仍保持增長，但勢頭明顯減弱。在令人失望的美國供應管理協會 (ISM) 製造業和非製造業數據公布後，美國利率期貨差不多已全面反映聯儲局會在 10 月 30 日的會議減息 25 點子，而 12 月再次降息的可能性也增加。

**圖 4. 美聯儲局在上一季度先後降息兩次**



資料來源：彭博（至 2019 年 9 月 30 日）

- 受到低按揭貸款利率的影響，美國房屋建築在 8 月飆升至 12 年來的新高。根據美國商務部的數據，8 月新屋動工上升 12.3%，達到季節性調整後年率計的 136.4 萬間，是自 2007 年 6 月以來的最高水平。此外，美國 8 月二手樓銷售按月升 1.3%，以年率計為 549 萬間，是自 2018 年 3 月以來最快的增長速度。

- 美國經濟確實有放緩跡象，但在眾多主要發達國家中，看來仍然是最健康的。美聯儲局的鴿派立場以及最近稍為緩和的中、美的貿易局勢，均支持美國股市的投資氣氛。然而中、美兩國之間仍有許多未解決的問題，彼此關係充滿挑戰及變數，相信未來貿易談判的進展，將仍會繼續左右大市去向。

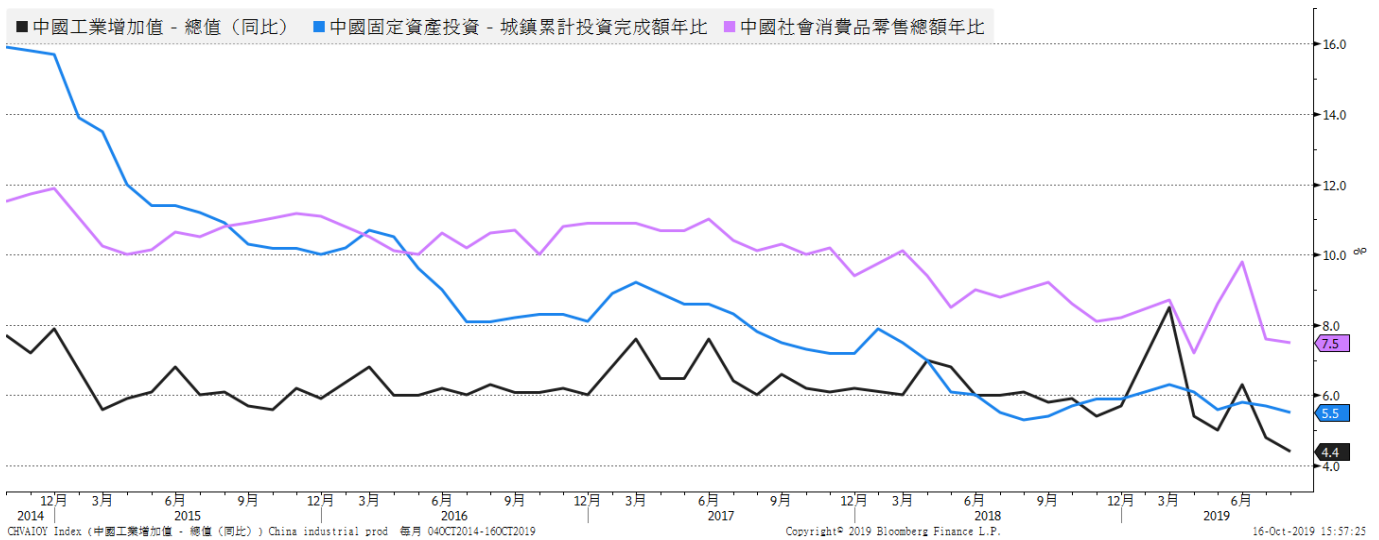
## 歐洲

- 歐元區 2019 年第 2 季度經濟按季增長 0.2%，低於上一季度的 0.4%。依賴出口的歐洲最大的經濟體德國，經濟萎縮 0.1%，是歐元區表現最差的國家。
- 過去幾個月，歐元區製造業經營狀況持續惡化，IHS Markit 歐元區製造業採購經理人指數從 8 月份的 47 降至 9 月份的 45.7。這是自 2012 年 10 月以來的最低水平，也是連續第 8 個月處於收縮區域。歐洲的經濟引擎德國，其製造業採購經理人指數更降至 41.7，是 2009 年 6 月以來的最低水平。
- 8 月份歐元區的年度通脹率為 1%，與上月持平，與預估值及市場預期相符。儘管食品、菸酒價格上漲，但由於能源價格下跌，因此通貨脹率維持在 2016 年 11 月以來最低水平。
- 在全球貿易關係緊張及英國脫歐等不明朗因素下，為了促進經濟增長和刺激通脹，歐央行重啟其量化寬鬆計劃。在 9 月的會議上，歐央行決定從 11 月 1 日開始以每月 200 億歐元的額度，作出新一輪的債券購買計劃；其主要再融資利率維持不變，而存款利率則下調了 10 個點子至 -0.5%。
- 歐洲經濟疲軟，英國脫歐前景未明，但今年歐洲 STOXX 600 漲幅超過 20%。隨著歐洲央行恢復量化寬鬆，預計市場流動性將維持充裕，或有可能在短期內刺激股市。然而中長線而言，歐洲股市的投資前景，還是要回看其經濟基本面。

## 亞洲

- 隨著非洲豬瘟在中國的爆發，豬肉價格持續上漲，8 月份中國的年度通脹率維持在 2.8%，而剔除波動性較大的食品和能源價格的核心通脹率，則從 7 月份的 1.6% 降至 8 月份的 1.5%，這已是連續第 12 個月增長率不到 2%。同時，生產者價格指數按年下滑 0.8%，反映出商品價格疲軟以及工業需求持續下降。

圖 5. 中國經濟活動似乎進一步降溫



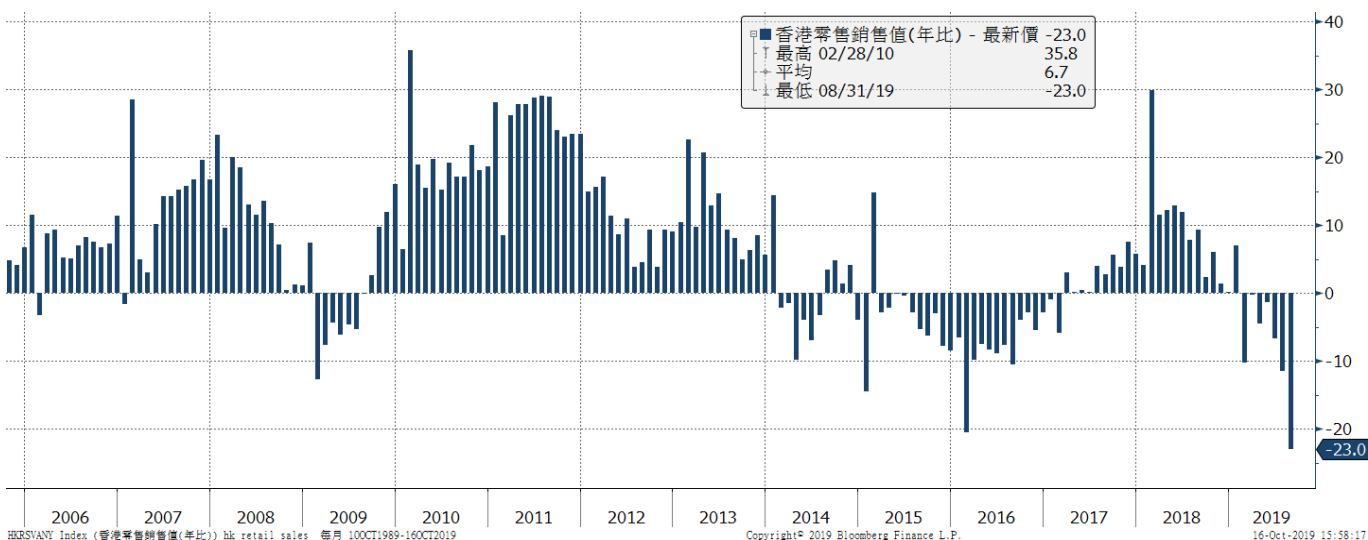
資料來源：彭博（至 2019 年 9 月 30 日）

- 在第 2 季度，中國經濟以 27 年來最慢的速度增長，而近幾個月的經濟活動似乎進一步降溫。根據國家統計局的數據，中國 8 月份規模以上工業增加值僅按年增長 4.4%，遠低於經濟學家預期的 5.2%，也低於 7 月份的 4.8%。1 至 8 月中中國農村家庭以外的固定資產投資，較上年同期增長 5.5%，略低於預期。8 月份零售額比去年同期增長 7.5%，較 7 月份的 7.6% 增幅有所回落，同時也低於預期的 7.9% 的增長。
- 為了刺激經濟，中國人民銀行在 9 月 6 日，決定從 9 月 16 日起將所有銀行的存款準備金率下調 50 個點子，合資的城市商業銀行更會定向下調多 100 個點子，並將在 10 月 15 日和 11 月 15 日分兩個階段生效。此次「降準」釋放長期資金約 9,000 億元人民幣，其中「全面降準」釋放資金約 8,000 億元，「定向降準」釋放資金約 1,000 億元。自 2018 年初以來，中國人民銀行已將存款準備金率下調了 7 次。最新舉措的規模處於市場預期的中高端，而釋放的資金規模，更是當前寬鬆週期迄今為止最大的。
- 印度經濟增長正處於近 6 年的最低位，在 9 月 22 日，印度出人意料地決定大幅削減企業稅，以圖振興經濟。印度企業稅率將從現在的 30% 降至 22%，於今年 10 月以後成立的新製造企業，只要在 2023 年 3 月之前開始投產，稅率更降低至 15%。目前而言，企業稅制改革能否刺激印度經濟實屬言之尚早，然而，其股市反應則非常正面，印度孟買指數在減稅消息公布當天就上漲 5.3%，是自 2009 年 5 月 5 日以來最大的單日升幅。



- 日本曾分別在 2015 年 10 月和 2017 年 4 月兩次押後增加銷售稅，到了今年 10 月 1 日稅率終於從 8%調高至 10%。除大部分食品獲豁免外，新稅率幾乎涵蓋所有商品和服務；為了減輕銷售稅上調的影響，日本政府推出了多項相應措施，當中包括通過電子付款的消費回贈。但是根據以往兩次在 1997 年及 2014 年增加銷售稅的經驗，加徵有關稅率均損害民間消費，最終導致經濟陷入衰退；且加上當前全球貿易形勢緊張，短期內日本的經濟前景實不容樂觀。
- 在香港，受到反政府示威活動和中美貿易戰的雙重打擊，8 月份零售業總銷貨價值比去年同期破紀錄地下滑 23%，比 1998 年 9 月亞洲金融危機期間的 21.48%跌幅還要多，且已是連續第 7 個月出現下跌。此外，8 月份的訪港遊客人數也按年下跌 40%，且酒店入住率更跌至僅約 5 成。

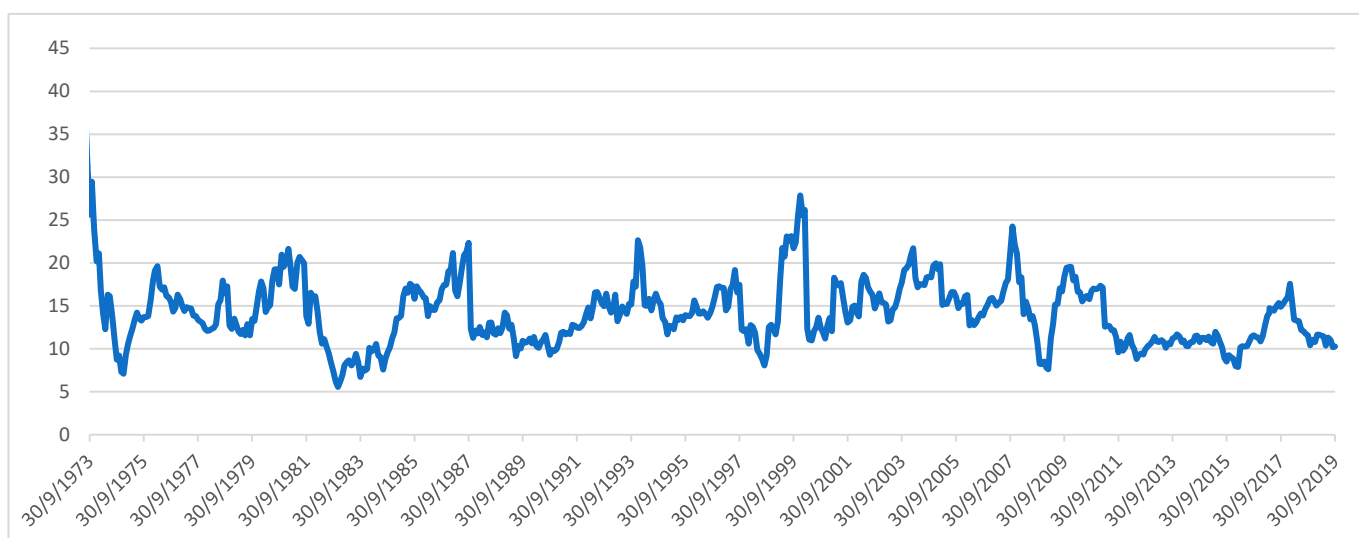
**圖 6.8 月份零售業總銷貨價值比去年同期破紀錄地下滑 23%**



資料來源：彭博（至 2019 年 9 月 30 日）

- 中、美間持續的貿易衝突和反政府抗議示威活動，讓香港在上季成為表現最差的環球主要股票市場。幾乎可以肯定，香港經濟在未來幾個季度將仍然困難重重，股市脆弱的局面或難以扭轉。然而，截至 9 月底，恆生指數的市盈率已跌至約為 10.29 倍，低於近年平均水平，當前的股市估值可能已經反映了眾多不利因素。與此同時，恆生指數的成份股有一半以上為國企股、紅籌股或是其他中國內地企業，而他們的主要盈利收益均並非來自香港。基於上述原因，對於中長線投資者來說，現時港股可能是一個趁低作吸納的機會。

**圖 7. 香港恆生指數的市盈率正處於相對低位**

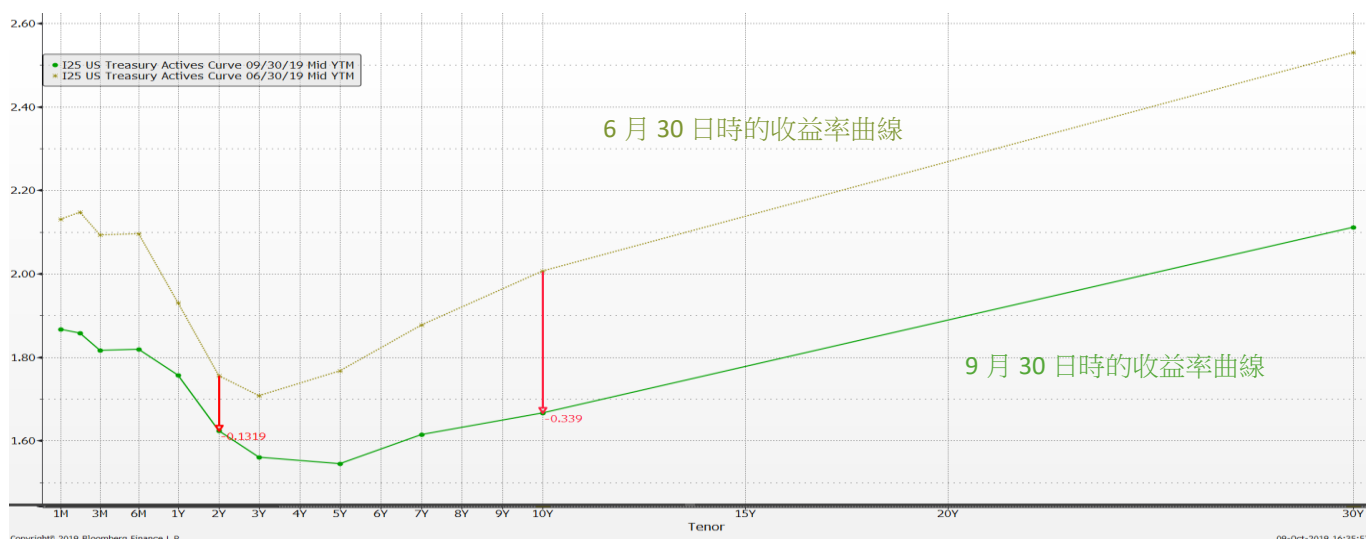


資料來源：恆生指數有限公司（至 2019 年 9 月 30 日）

## 債券

- 受到利率下降所影響，整體來說第 3 季度固定收益資產類別，表現不錯。美國國債收益率曲線出現下降，並且由於較長年期債券收益率的下降幅度，較短年期的大，因此收益率曲線也趨於平緩。在 8 月下旬，2 年期和 10 年期美國國債收益率息差更出現倒掛現象，是自 2007 年以來首次發生。
- 然而，高收益債券投資在上一季度則錄得輕微虧損，彭博全球高收益債券指數下跌了 0.67%。與投資級別企業及國家主權債券相比，高收益債券發行人的違約風險相對較高，因此其波動性也較大。由於該類債券對經濟前景的敏感度高，當經濟出現下行壓力時，他們的違約率有可能會因此而上升。
- 目前我們尚未看見高收益債券的違約率有明顯的上升，然而全球經濟正步入低增長環境，衰退風險增加，企業盈利有機會隨之而下降，違約率或有可能在不久的將來上升。因此在這情況下，選擇較高信用評級的債券作投資，相信會是較為明智。

**圖 8. 美國國債收益率曲線下降且趨於平**



資料來源：彭博（至 2019 年 9 月 30 日）

## 商品

- 油價在第 3 季度有如坐過山車般，大上大落。由於在 9 月中發生無人機襲擊沙特石油生產設施事件，石油價格曾因此而飆升。然而隨著沙特石油生產迅速復甦，以及全球經濟放緩的風險正在上升，石油價格在 9 月下旬出現大幅下滑。布倫特原油期貨和 WTI 原油期貨在過去三個月，分別錄得 8.7%和 7.53%的跌幅。

**圖 9. 油價在第 3 季度大上大落**



資料來源：彭博（至 2019 年 9 月 30 日）

- 油價受供求關係影響。由於市場擔心全球經濟惡化，因此需求出現下降。與此同時，美國頁岩油產量創歷史新高，抵消了石油輸出國組織及其聯盟減產協定的影響，石油供應仍然充裕。鑑於需求減弱和供應充足，除非地緣政治風險意外地增加，否則油價弱勢有望持續。
- 在第 3 季度黃金價格上漲了 4.5%，9 月初金價更曾攀升至每盎司 1,552.55 美元。由於環球央行都在實行寬鬆的貨幣政策，相信全球低利率環境，將維持一段長時間，持有黃金的機會成本大大減低，因此我們對黃金的投資前景持審慎樂觀態度。

#### 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。