



投资服务部

Altruist Financial Group Limited
進邦匯理有限公司

CIB 香港保險顧問聯會會員
Member of the Hong Kong Confederation of Insurance Brokers



进入超低利率时代，大家准备好了吗？

上一季市场焦点

- 在过去 3 个月，美股再次攀升至历史高位，而香港恒生指数则下跌了近 8%。
- 美国联储局先后两次下调联邦储备基金利率，而欧洲中央银行「欧央行」在经历 9 个月，重新启动量化宽松计划，并 3 年来首次降低存款利率。
- 美国 30 年期国债收益率创下历史新低，而 2 年期和 10 年期美国国债收益率息差，自 2007 年以来首次出现倒挂现象。

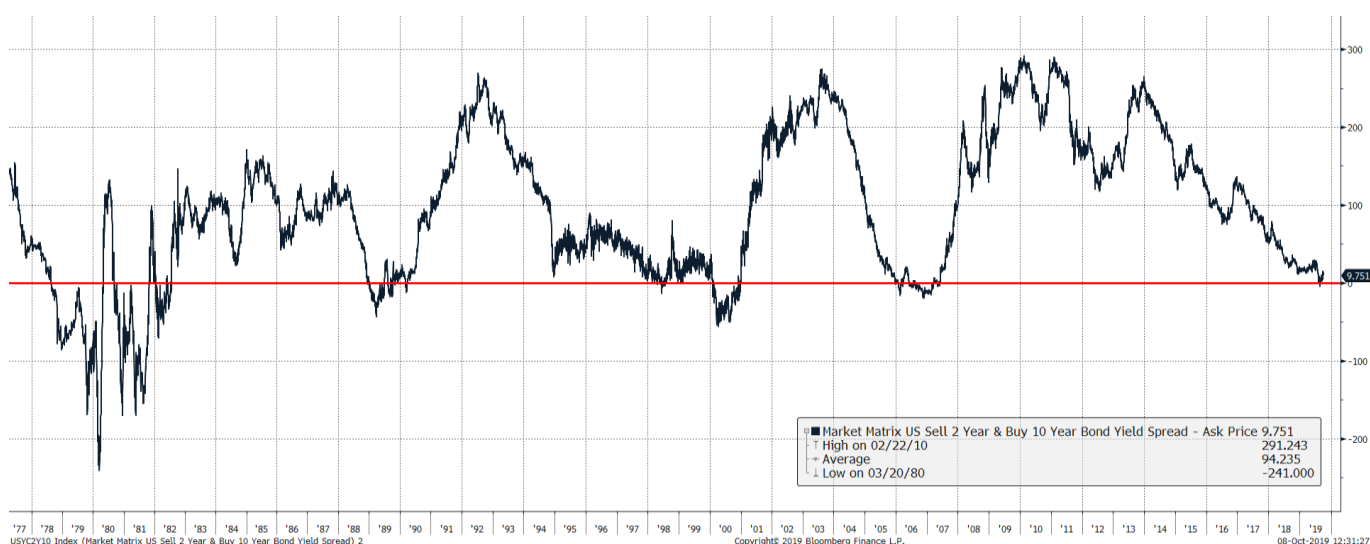
2019 年第 3 季，西方国家与亚洲国家的股票市场表现分歧，MSCI 世界指数上涨了 0.66%，而 MSCI 亚洲（日本除外）指数则在此期间下跌了近 4%。美国股市仍然表现强劲，道琼斯工业平均指数、标准普尔 500 和纳斯达克综合指数在 7 月份，均曾攀升至历史新高。至于香港恒生指数则受到中、美贸易冲突和持续的反政府抗议示威活动所影响，表现是全球主要股票市场中最差。

中、美之间的贸易关系持续紧张，全球经济放缓的威胁日益明显；全球的央行在 2019 年第 3 季度录得自 2008 年金融危机以来，最多的减息次数。当中欧央行讽刺地宣布将于 11 月 1 日，重启其结束仅 9 个月的量化宽松计划，并同时决定下调存款利率。此外，美联储局在过去 3 个月，先后两次下调联邦基金利率；而根据最新的美国利率期货显示，于今年年底前，再降息 2 次的机会也颇大。

随着全球央行推行宽松货币政策和市场不确定性增加，投资者的风险胃纳似乎有所减低，并增加了固定收益的投资比重，此举令到债券价格上升，而收益率随之下降。在上季度，美国 30 年期国债收益率跌至历史新低，而 2 年期和 10

年期美国国债收益率息差，更是自 2007 年以来首次出现倒挂现象。此外，全球负收益率债券的规模，更曾一度超过 17 万亿美元，创下历史新高。

图 1. 在 8 月底，2 年期和 10 年期美国国债收益率息差，自 2007 年以来首次出现倒挂现象



数据源：彭博（至 2019 年 9 月 30 日）

「在过去的 40 年，当美国 2 年期和 10 年期美国国债收益率息差出现倒挂时(即 2 年期收益率低于 10 年的)，美国经济往往很快都会步入衰退。这包括 1980 年代初的经济衰退、1990 年的第 3 次石油危机、2000 年科网股泡沫及 2007 年出现的次贷危机。」

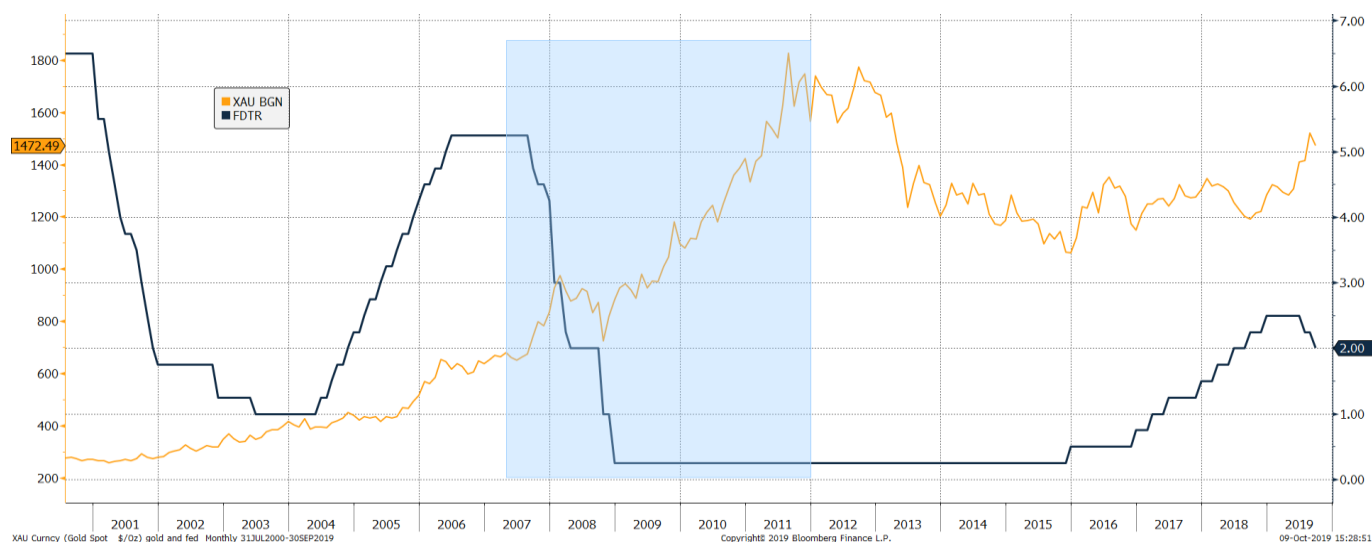
当前全球经济，正受到不同的政治问题所影响。英国会否于 10 月 31 日，在没有协议的情况下脱离欧盟？假如「硬脱欧」真的发生，会对英国及欧洲经济，带来什么短线及长线影响？在香港，自 6 月「逃犯条例」修订所引发的政治动荡，似乎仍没有解决方案；到底混乱状况何时才结束？香港的经济活动，何时才可以恢复正常？然而在众多政治事件中，影响力最大的相信仍然是中、美之间的贸易冲突；中、美两国之间的紧张贸易关系已持续超过 1 年，虽然中国和美

国的经济仅只出现放缓现象，但全球制造业活动已经下滑至收缩区域，许多以出口为主导的欧洲及亚洲国家，例如德国、南韩、新加坡等，经济已陷于衰退的边缘。中、美之间的贸易谈判骤晴骤雨，尽管两国在 10 月初达成了「第一阶段」协议，但由于美国尚未取消对中国商品的关税，而中国的相应对策仍然存在，两国之间的经贸摩擦并未得到根本的改善。中、美间未解决的项目实在太多，两国关系充满着变量，短期内实难以有真正的突破。

似乎全球经济已进入了「同步停滞不前」的状态，当中一些国家的经济增长疲弱，而另一些国家则出现没有增长或温和收缩的现象。尽管出现全球经济衰退的可能性仍然不太大，但在当前的投资环境下，采取较具防御性的投资策略会是比

较审慎的做法。此外，随着全球主要经济体的政府债券收益率和利率持续下降，甚至一些已出现负数值，投资者持有黄金的机会成本大大减低，相信将支持这一传统避险资产的价格表现。

图 2. 金价在上一次减息周期大幅上升



数据源：彭博（至 2019 年 9 月 30 日）

展望

- 中美贸易谈判的进展将继续主导大市方向。
- 在负收益率和衰退风险加剧的年代，具防御性的投资策略将会是较为可取。同时，黄金或可再被视为资金避险工具。

表 1: 环球股市表现

指数	2019 年第 3 季回报		2019 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	1.83%	1.83%	17.51%	17.51%
纳斯达克综合指数	0.18%	0.18%	21.56%	21.56%
欧洲 STOXX 600 指数	2.69%	-1.43%	20.32%	14.55%

德国 DAX 指数	0.24%	-3.79%	17.70%	12.17%
巴黎 CAC 指数	2.73%	-1.39%	23.70%	17.77%
日本日经 225 指数	2.98%	2.72%	10.76%	13.07%
香港恒生指数	-7.49%	-7.82%	4.30%	4.21%
香港国企指数	-5.01%	-5.35%	4.55%	4.46%
上证指数	-1.36%	-5.24%	19.32%	14.81%
中国沪深 300 指数	0.85%	-3.13%	29.56%	24.66%
新加坡海峡时报指数	-4.72%	-6.74%	5.30%	3.78%
南韩 KOSPI 指数	-3.17%	-6.45%	1.53%	-5.57%
台湾加权指数	4.12%	3.92%	16.02%	14.11%
印度 SENSEX 指数	-1.43%	-3.86%	8.29%	6.79%
印度尼西亚雅加达指数	-0.76%	-3.21%	1.80%	4.27%
曼谷 SET 指数	-4.64%	-4.34%	7.53%	14.40%
俄罗斯 RTS 指数	-0.41%	-0.41%	32.47%	32.47%
巴西 IBOVESPA 指数	3.74%	-4.46%	19.18%	10.86%
S&P 泛阿拉伯指数	-4.32%	-4.32%	7.58%	7.58%
MSCI 环球指数	0.66%	0.66%	18.16%	18.16%

数据源：彭博（至 2019 年 9 月 30 日）

表 2: 主要货币表现(以美元计算)

货币	2019 年第 3 季变幅	2019 年年初至今变幅
	以美元计算	
欧元	-4.17%	-4.95%
英镑	-3.21%	-3.65%
日圆	-0.21%	1.49%
港元	-0.36%	-0.09%
人民币	-3.94%	-3.77%
澳元	-3.85%	-4.24%
新西兰元	-6.77%	-6.79%
新加坡元	-2.09%	-1.37%

南韩圆	-3.47%	-6.72%
新台币	0.11%	-1.03%
印度卢比	-2.60%	-1.55%
印度尼西亚盾	-0.47%	1.37%
泰铢	0.28%	6.42%
俄罗斯卢布	-2.54%	7.49%
巴西雷亚尔	-7.37%	-6.78%

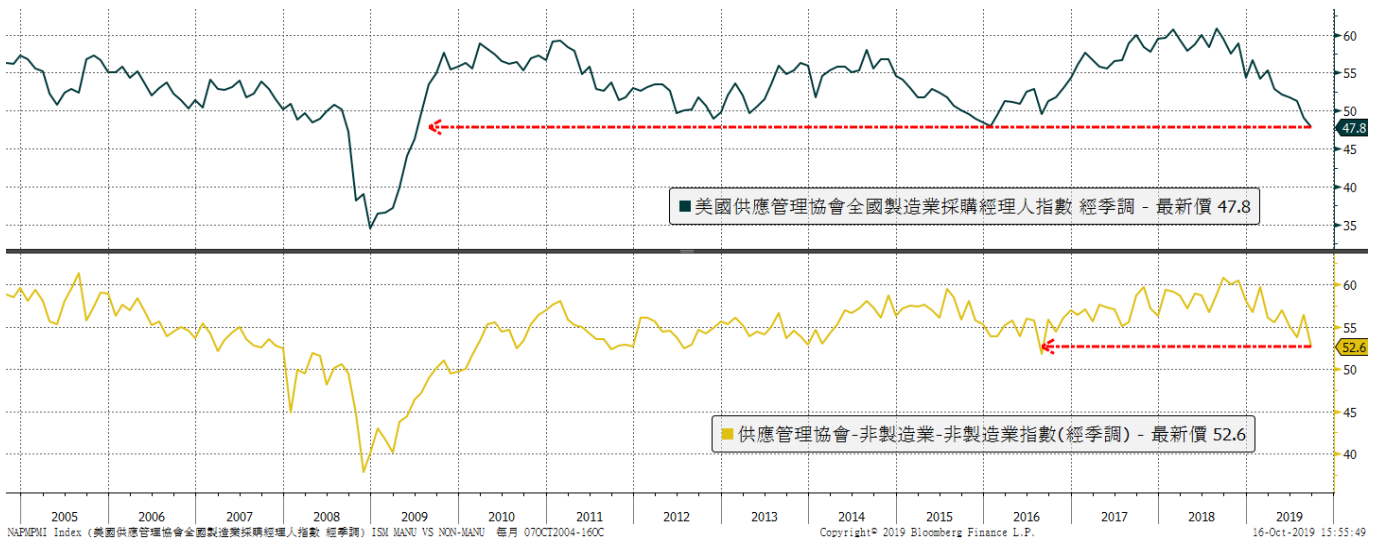
数据源：彭博（至 2019 年 9 月 30 日）

环球回顾及展望

美国

- 美国经济在第 2 季度仅录得 2% 的年增长率，与先前的预期相符，但低于上一季度 3.1% 的增长。政府开支及消费者支出增长依然强劲，然而商业投资、出口以及商业和住宅新建筑的下滑，拖累了整体经济增长步伐。
- 预计未来几个季度，美国经济增长可能会出现放缓。根据商务部的数据，占美国经济活动三分之二以上的美国消费者支出在 8 月份仅微升 0.1%。此外，备受关注的扣除飞机的非国防资本材订单，在 8 月份下跌了 0.4%，反映商业投资疲弱。
- 此外，在与中国的贸易紧张局势持续的情况下，9 月份美国供应管理协会(ISM)制造业采购经理人指数从 1 个月前的 49.1 降至 47.8，低于市场预期的 50.1，这已是制造业连续第 2 个月出现收缩状况，也是自 2009 年 6 月以来最低的水平。尽管制造业仅占美国经济的十分之一，但该领域的放缓配合商业投资和经济增长的减慢，确为现时美国最长的经济扩张周期带来不稳。
- 非制造业活动方面同样出现放缓现象，9 月份的美商供应管理协会(ISM)非制造业采购经理人指数从 8 月份的 56.4 大幅降至 52.6，远低于市场预期的 55。这也是自 2016 年 8 月以来的最低水平。
- 美国 9 月的失业率降至 3.5%，创下 50 年来最低水平，然而工资增长却出现放缓。9 月的平均时薪，是 2017 年 10 月以来首次按月下滑。在过去的 12 个月，平均时薪增长 2.9%，是自 2018 年 7 月以来最低的增速。

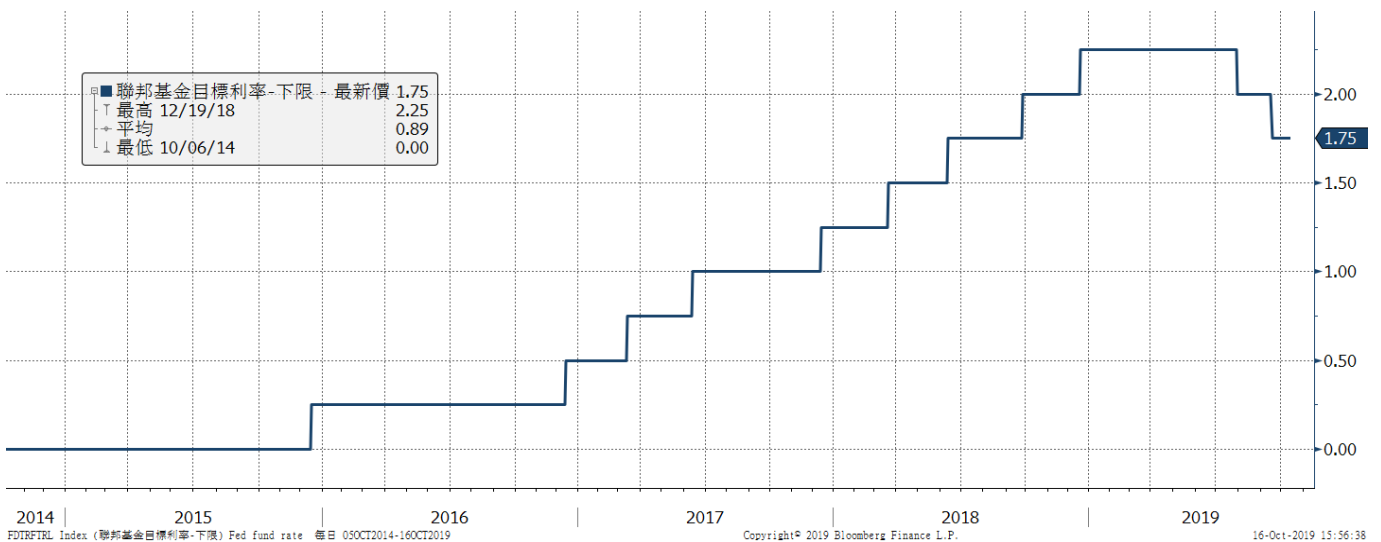
图 3. 下跌中的美国制造业及非制造业活动



数据源： 彭博 （至 2019 年 9 月 30 日）

- 美联储局在上一季度，先后两次下调联邦储备基金利率。尽管美国经济仍保持增长，但势头明显减弱。在令人失望的美国供应管理协会(ISM)制造业和非制造业数据公布后，美国利率期货差不多已全面反映联储局会在 10 月 30 日的会议减息 25 点子，而 12 月再次降息的可能性也增加。

图 4. 美联储局在上一季度先后降息两次



数据源： 彭博 （至 2019 年 9 月 30 日）

- 受到低按揭贷款利率的影响，美国房屋建筑在 8 月飙升至 12 年来的新高。根据美国商务部的数据，8 月新屋动工上升 12.3%，达到季节性调整后年率计的 136.4 万间，是自 2007 年 6 月以来的最高水平。此外，美国 8 月二手楼销售按月升 1.3%，以年率计为 549 万间，是自 2018 年 3 月以来最快的增长速度。

- 美国经济确实有放缓迹象，但在众多主要发达国家中，看来仍然是最健康的。美联储局的鸽派立场以及最近稍为缓和的中、美的贸易局势，均支持美国股市的投资气氛。然而中、美两国之间仍有许多未解决的问题，彼此关系充满挑战及变量，相信未来贸易谈判的进展，将仍会继续左右大市去向。

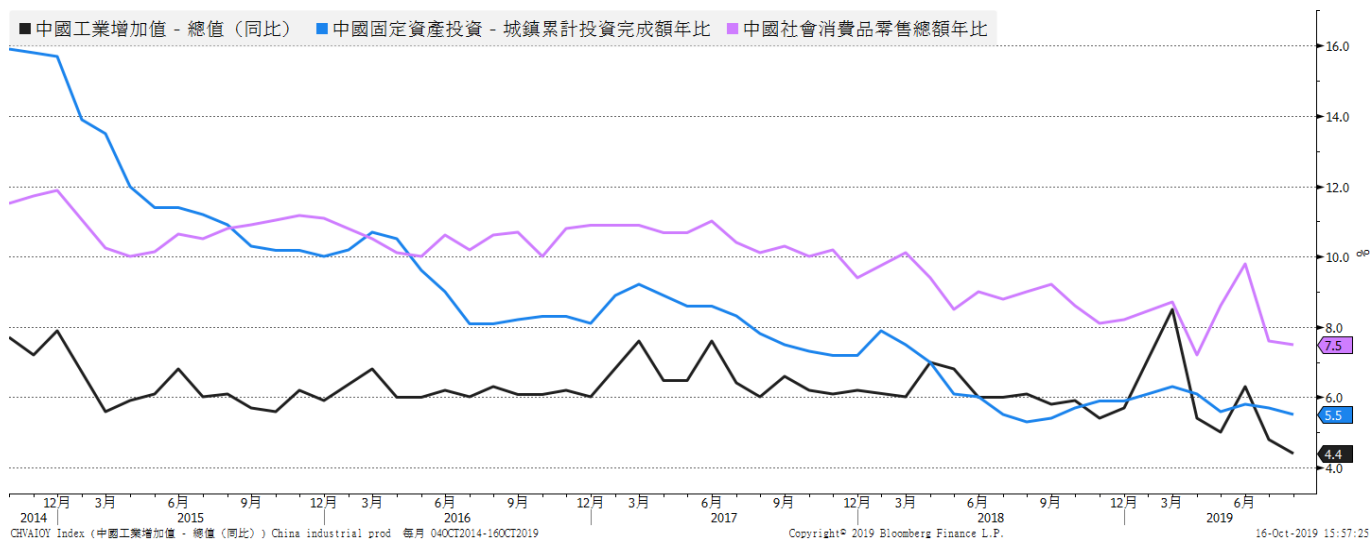
欧洲

- 欧元区 2019 年第 2 季度经济按季增长 0.2%，低于上一季度的 0.4%。依赖出口的欧洲最大的经济体德国，经济萎缩 0.1%，是欧元区表现最差的国家。
- 过去几个月，欧元区制造业经营状况持续恶化，IHS Markit 欧元区制造业采购经理人指数从 8 月份的 47 降至 9 月份的 45.7。这是自 2012 年 10 月以来的最低水平，也是连续第 8 个月处于收缩区域。欧洲的经济引擎德国，其制造业采购经理人指数更降至 41.7，是 2009 年 6 月以来的最低水平。
- 8 月份欧元区的年度通胀率为 1%，与上月持平，与预估值及市场预期相符。尽管食品、烟酒价格上涨，但由于能源价格下跌，因此通胀率维持在 2016 年 11 月以来最低水平。
- 在全球贸易关系紧张及英国脱欧等不明朗因素下，为了促进经济增长和刺激通胀，欧央行重启其量化宽松计划。在 9 月的会议上，欧央行决定从 11 月 1 日开始以每月 200 亿欧元的额度，作出新一轮的债券购买计划；其主要再融资利率维持不变，而存款利率则下调了 10 个基点至 -0.5%。
- 欧洲经济疲软，英国脱欧前景未明，但今年欧洲 STOXX 600 涨幅超过 20%。随着欧洲央行恢复量化宽松，预计市场流动性将维持充裕，或有可能在短期内刺激股市。然而中长线而言，欧洲股市的投资前景，还是要回看其经济基本面。

亚洲

- 随着非洲猪瘟在中国的爆发，猪肉价格持续上涨，8月份中国的年度通胀率维持在2.8%，而剔除波动性较大的食品和能源价格的核心通胀率，则从7月份的1.6%降至8月份的1.5%，这已是连续第12个月增长率不到2%。同时，生产者价格指数按年下滑0.8%，反映出商品价格疲软以及工业需求持续下降。

图 5. 中国经济活动似乎进一步降温

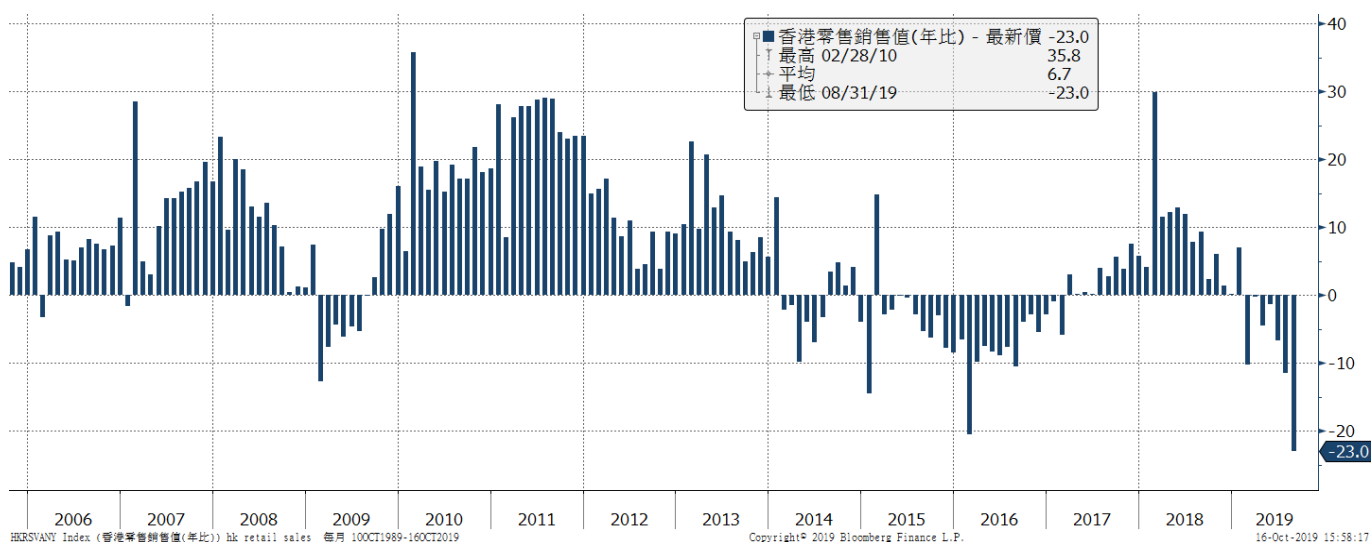


数据源： 彭博（至 2019 年 9 月 30 日）

- 在第 2 季度，中国经济以 27 年来最慢的速度增长，而近几个月的经济活动似乎进一步降温。根据国家统计局的数据，中国 8 月份规模以上工业增加值仅按年增长 4.4%，远低于经济学家预期的 5.2%，也低于 7 月份的 4.8%。1 至 8 月中国农村家庭以外的固定资产投资，较上年同期增长 5.5%，略低于预期。8 月份零售额比去年同期增长 7.5%，较 7 月份的 7.6% 增幅有所回落，同时也低于预期的 7.9% 的增长。
- 为了刺激经济，中国人民银行在 9 月 6 日，决定从 9 月 16 日起将所有银行的存款准备金率下调 50 个基点，合格的城市商业银行更会定向下调多 100 个基点，并将在 10 月 15 日和 11 月 15 日分两个阶段生效。此次「降准」释放长期资金约 9,000 亿元人民币，其中「全面降准」释放资金约 8,000 亿元，「定向降准」释放资金约 1,000 亿元。自 2018 年初以来，中国人民银行已将存款准备金率下调了 7 次。最新举措的规模处于市场预期的高端，而释放的资金规模，更是当前宽松周期迄今为止最大的。
- 印度经济增长正处于近 6 年的最低位，在 9 月 22 日，印度出人意料地决定大幅削减企业税，以图振兴经济。印度企业税率将从现在的 30% 降至 22%，于今年 10 月以后成立的新制造企业，只要在 2023 年 3 月之前开始投产，税率更降低至 15%。目前而言，企业税制改革能否刺激印度经济实属言之尚早，然而，其股市反应则非常正面，印度孟买指数在减税消息公布当天就上涨 5.3%，是自 2009 年 5 月 5 日以来最大的单日升幅。

- 日本曾分别在 2015 年 10 月和 2017 年 4 月两次押后增加销售税，到了今年 10 月 1 日税率终于从 8%调高至 10%。除大部分食品获豁免外，新税率几乎涵盖所有商品和服务；为了减轻销售税上调的影响，日本政府推出了多项相应措施，当中包括通过电子付款的消费回赠。但是根据以往两次在 1997 年及 2014 年增加销售税的经验，加征有关税率均损害民间消费，最终导致经济陷入衰退；且加上当前全球贸易形势紧张，短期内日本的经济前景实不容乐观。
- 在香港，受到反政府示威活动和中美贸易战的双重打击，8 月份零售业总销货价值比去年同期破纪录地下滑 23%，比 1998 年 9 月亚洲金融危机期间的 21.48%跌幅还要多，且已是连续第 7 个月出现下跌。此外，8 月份的访港游客人数也按年下跌 40%，且酒店入住率更跌至仅约 5 成。

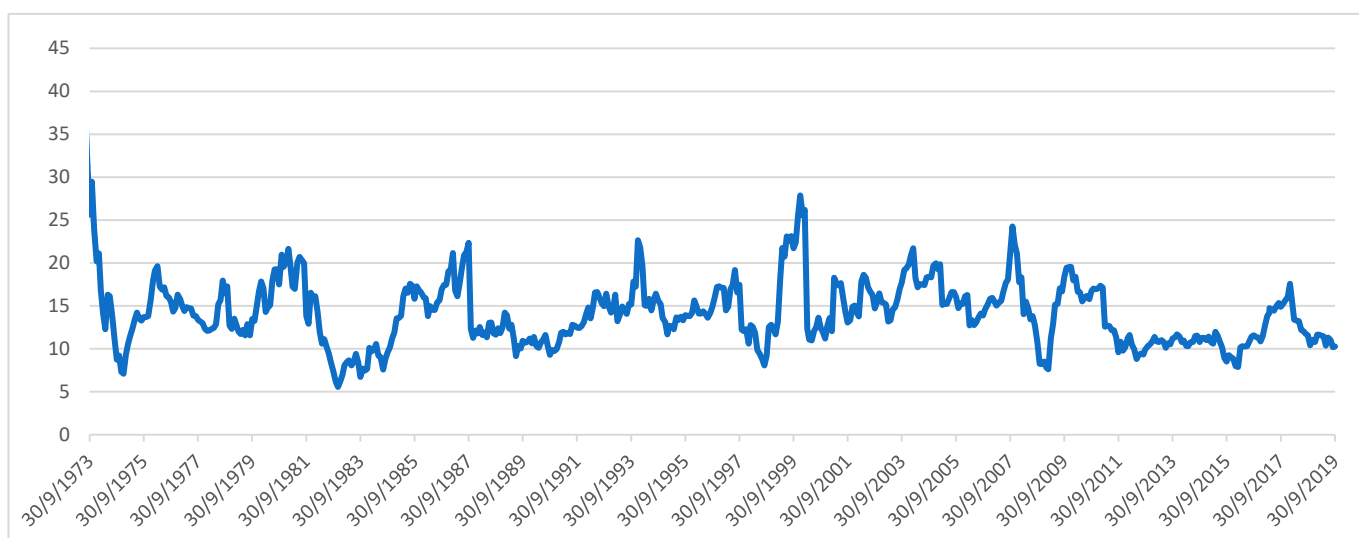
图 6. 8 月份零售业总销货价值比去年同期破纪录地下滑 23%



数据源： 彭博 （至 2019 年 9 月 30 日）

- 中、美间持续的贸易冲突和反政府抗议示威活动，让香港在上季成为表现最差的环球主要股票市场。几乎可以肯定，香港经济在未来几个季度将仍然困难重重，股市脆弱的局面或难以扭转。然而，截至9月底，恒生指数的市盈率已跌至约为10.29倍，低于近年平均水平，当前的股市估值可能已经反映了众多不利因素。与此同时，恒生指数的成份股有一半以上为国企股、红筹股或是其他中国内地企业，而他们的主要盈利收益均并非来自香港。基于上述原因，对于中长线投资者来说，现时港股可能是一个趁低作吸纳的机会。

图 7. 香港恒生指数的市盈率正处于相对低位

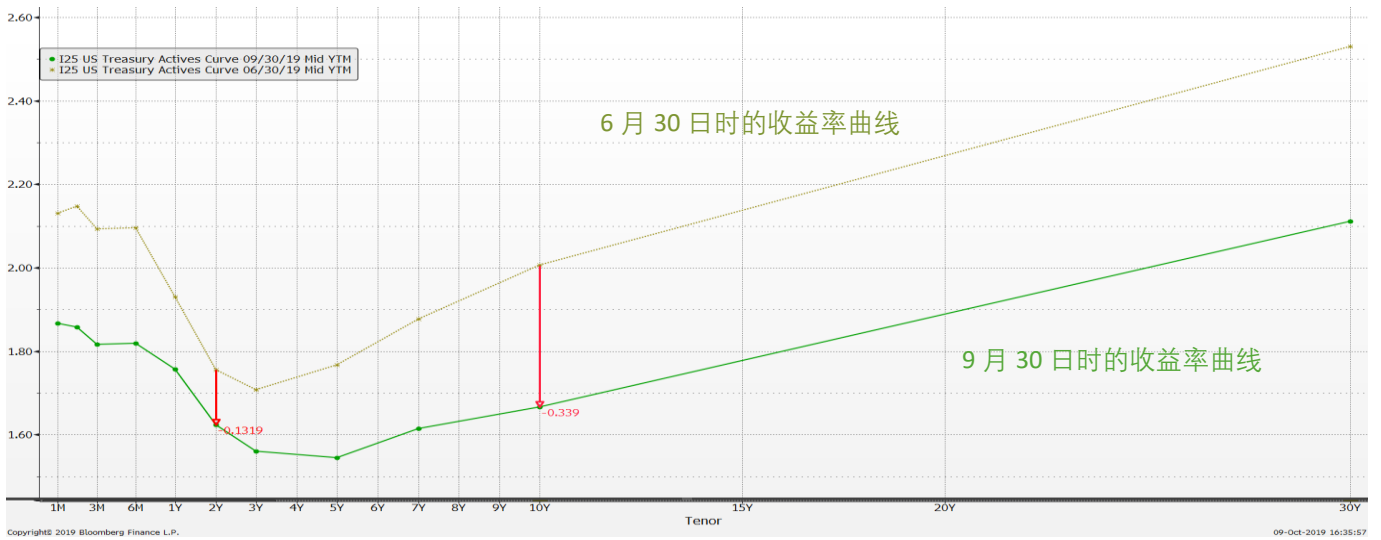


数据源：恒生指数有限公司（至2019年9月30日）

债券

- 受到利率下降所影响，整体来说第3季度固定收益资产类别，表现不错。美国国债收益率曲线出现下降，并且由于较长年期债券收益率的下降幅度，较短年期的大，因此收益率曲线也趋于平缓。在8月下旬，2年期和10年期美国国债收益率息差更出现倒挂现象，是自2007年以来首次发生。
- 然而，高收益债券投资在上一季度则录得轻微亏损，彭博全球高收益债券指数下跌了0.67%。与投资级别企业及国家主权债券相比，高收益债券发行人的违约风险相对较高，因此其波动性也较大。由于该类债券对经济前景的敏感度高，当经济出现下行压力时，他们的违约率有可能会因此而上升。
- 目前我们尚未看见高收益债券的违约率有明显的上升，然而全球经济正步入低增长环境，衰退风险增加，企业盈利有机会随之而下降，违约率或有可能在不久的将来上升。因此在这情况下，选择较高信用评级的债券作投资，相信会是较为明智。

图 8. 美国国债收益率曲线下降且趋于平



数据源： 彭博 （至 2019 年 9 月 30 日）

商品

- 油价在第 3 季度有如坐过山车般，大上大落。由于在 9 月中发生无人机袭击沙特石油生产设施事件，石油价格曾因此而飙升。然而随着沙特石油生产迅速复苏，以及全球经济放缓的风险正在上升，石油价格在 9 月下旬出现大幅下滑。布伦特原油期货和 WTI 原油期货在过去三个月，分别录得 8.7%和 7.53%的跌幅。

图 9. 油价在第 3 季度大上大落



数据源： 彭博 （至 2019 年 9 月 30 日）

- 油价受供求关系影响。由于市场担心全球经济恶化，因此需求出现下降。与此同时，美国页岩油产量创历史新高，抵消了石油输出国组织及其联盟减产协议的影响，石油供应仍然充裕。鉴于需求减弱和供应充足，除非地缘政治风险意外地增加，否则油价弱势有望持续。
- 在第 3 季度黄金价格上涨了 4.5%，9 月初金价更曾攀升至每盎司 1,552.55 美元。由于全球央行都在实行宽松的货币政策，相信全球低利率环境，将维持一段长时间，持有黄金的机会成本大大减低，因此我们对黄金的投资前景持审慎乐观态度。

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。