



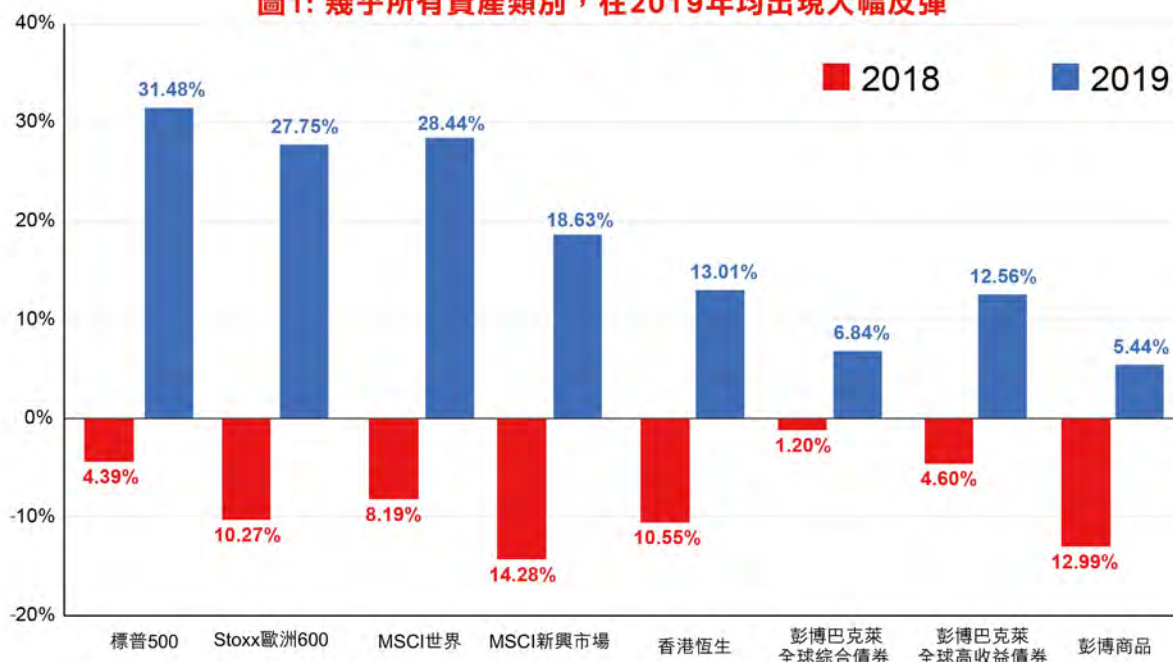
## 市場升勢會否在2020年持續？

### 2019年市場焦點

- 在中、美貿易戰和「硬脫歐」的風險籠罩下，全球經濟增長乏力。
- 為避免經濟進一步放緩，全球央行均轉向採取寬鬆貨幣政策。
- 幾乎所有資產類別在2019年都上漲，在年底美國和歐洲股市更同時攀升至歷史高位。

對於大多數投資者而言，2019年絕對是非凡的一年，差不多所有資產類別均從2018年低位大幅反彈，並取得可觀的回報。中、美貿易戰和英國脫歐仍然是市場不確定性的主要來源；然而隨著中、美達成「第一階段」貿易協議，而保守黨在12月的英國大選中贏得大多數議席，刺激全球股市在年底進一步飆升，歐、美股市甚至同時攀升至歷史高位。

圖1: 幾乎所有資產類別，在2019年均出現大幅反彈

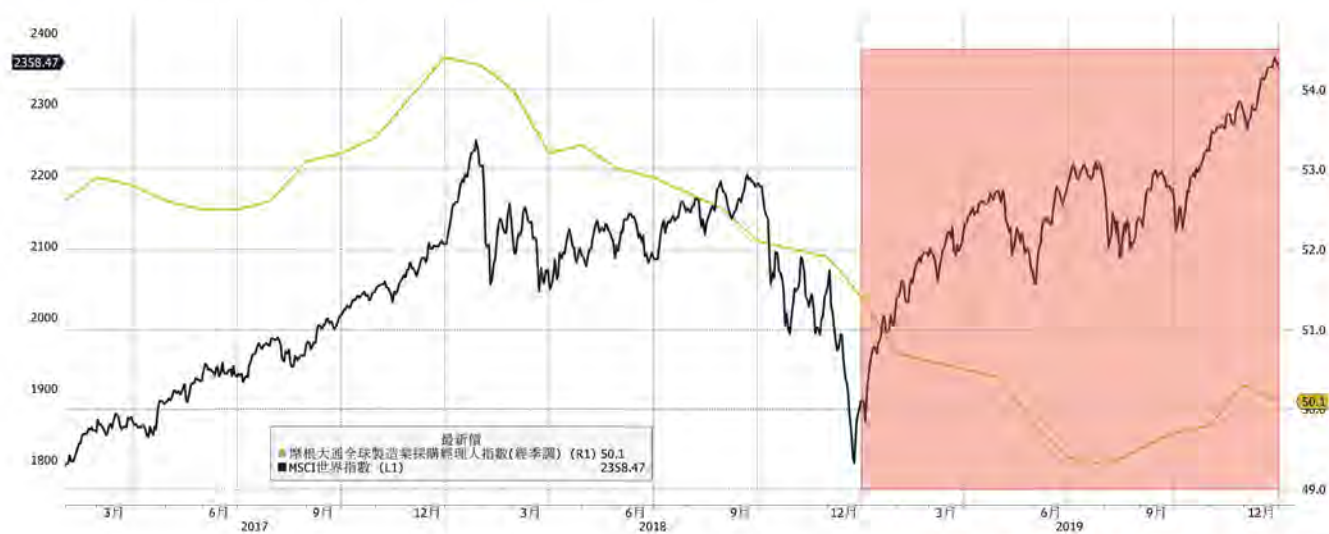


資料來源：彭博(至2019年12月31日)



股市表現和經濟基本面彷彿出現脫軌，當環球主要股票市場處於歷史高位之際，全球經濟卻步進「同步停滯」的狀態。不斷升溫的貿易戰和地緣政治緊張局勢，加劇了對全球貿易和國際合作的不確定性，打擊商業信心、阻礙投資決定；製造業活動因此大幅減弱，並下滑至自全球金融危機以來最低水平。

**圖2: 當全球製造業活動下滑之際，股票市場卻處於高位**



資料來源：彭博（至 2019年12月31日）

相反，現時股票市場表現卻與央行的貨幣政策取態和流動性注入有着緊密的關係。在2019年期間，美國聯儲局減息3次，幅度為0.75%。在歐洲，歐央行更從11月開始，每月購買200億歐元債券，重啟其量化寬鬆計劃。此外中國人民銀行也自2018年初，先後多次降低存款準備金率。市場流動性充裕，刺激去年各種風險資產大幅攀升。

2019年對投資者來說，是豐收的一年！展望未來，投資者值得考慮以下因素，他們或許會對未來投資市場帶來重大的影響。

### 中、美貿易戰

中、美間達成「第一階段」貿易協議，改善了整體氣氛，但這並不是意味著貿易戰的結束。相信兩國在即將展開的「第2階段」談判，就政府補貼及知識產權保護等議題，會出現一定的阻障。

### 正在加劇的全球地緣政治風險

在11月舉行的美國總統大選，相信會是2020年最大的政治不確定因素之一。翻看歷史，由於市場往往會對未來政府施政方向作重新評估，美股在選舉年通常會較為波動，此外，中東緊張局勢正在升溫，而北韓威脅重啟其核能及導彈測試計劃。這些地緣政治不確定性，均有可能會為全球金融市場帶來衝擊。

### 全球央行貨幣政策立場

為避免經濟放緩，市場普遍認為全球央行會在2020年維持鴿派立場。寬鬆的貨幣政策能夠在短期內為市場帶來流動性並促進經濟活動，但從長遠角度來看，這或會同時產生全球債務問題。根據世界銀行在2018年發表的特別報告，全球債務水平已達到生產總值230%的歷史新高，當中新興市場債務的增長尤其令人擔憂。

### 市場估值

近期的股市上升勢頭主要是由市場流動性所驅動，欠缺實體經濟狀況的支持。經過大幅上升之後，一些主要股票市場估值已高於歷史平均，並達至近年高位。如果任何風險因素出現惡化，市場出現調整的可能性將會增加。

**表1: 環球主要股市指標指數市盈率**

指數	2018年底	2019年底	過去10年月度平均
MSCI世界	15.66	20.61	17.91
MSCI 新興市場	11.72	15.43	13.40

資料來源：彭博（至 2019年12月31日）



## 5G年代

我們現正進入21世紀新一頁的10年，同時也邁向5G年代。新的5G移動通信速度將比上一代顯著更快，且能夠承載更多數據及更為可靠。相信未來10年，5G將會為我們的生活帶來許多變化，與此同時，通往5G的道路也會創造很多新的投資機會。

與去年不同，2020年對投資者來說，將絕不容易。全球經濟仍處於低迷增長狀態，而大部份好消息或可能已被市場所消化；相反市場不確定性仍然存在、且還不斷增加，可以預期投資市場的波動率會隨之上升。面對來年的挑戰，我們認為投資者要重視風險管理，作出多元化的資產配置為上策。

**表2: 環球股市表現**

指數	2019年第4回報		2019年全年回報	
	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	9.06%	9.06%	31.48%	31.47%
納斯達克綜合指數	12.49%	12.49%	36.74%	36.74%
歐洲STOXX 600指數	6.17%	9.35%	27.75%	25.26%
德國DAX指數	6.61%	9.62%	25.48%	22.95%
巴黎CAC指數	5.46%	8.61%	30.45%	27.91%
日本日經225指數	8.88%	8.14%	20.69%	22.37%
香港恒生指數	8.35%	9.05%	13.01%	13.64%
香港國企指數	9.51%	10.21%	14.50%	15.13%
上證指數	5.01%	7.80%	25.30%	23.76%
中國滬深300指數	7.43%	10.28%	39.19%	37.48%
新加坡海峽時報指數	3.88%	6.84%	9.38%	10.88%
南韓KOSPI指數	6.55%	10.41%	8.38%	4.46%
台灣加權指數	11.01%	15.24%	28.79%	31.50%
印度SENSEX指數	6.81%	5.98%	15.66%	13.17%
印尼雅加達指數	2.33%	4.26%	4.17%	8.71%
曼谷SET指數	-3.04%	-0.99%	4.26%	13.26%
俄羅斯RTS指數	18.11%	18.11%	56.46%	56.46%
巴西IBOVESPA指數	10.41%	14.48%	31.58%	26.91%
S&P泛阿拉伯指數	4.50%	4.50%	12.42%	12.42%
MSCI世界指數	8.68%	8.68%	28.44%	28.44%

資料來源：彭博(至2019年12月31日)

**表3: 主要貨幣表現(以美元計算)**

貨幣	2019年第4季變幅	2019年全年變幅
	以美元計算	
歐元	2.88%	-2.22%
英鎊	7.88%	3.94%
日圓	-0.49%	0.99%
港元	0.61%	0.52%
人民幣	2.66%	-1.22%
澳元	4.01%	-0.40%
紐西蘭元	7.62%	0.31%
新加坡元	2.67%	1.26%
南韓圓	3.46%	-3.49%
新台幣	3.31%	2.25%
印度盧比	-0.72%	-2.25%
印尼盾	2.37%	3.78%
泰銖	2.06%	8.61%
俄羅斯盧布	4.63%	12.46%
巴西雷亞爾	3.12%	-3.87%

資料來源：彭博(至2019年12月31日)



# 環球回顧及展望

## 美國

- 美國經濟在第3季度以年率2.1%增長，與之前預估相同，比上一季度的2%增長為佳。對經濟增長貢獻最大的個人消費開支，以年化率3.2%增長，低於在上一季的4.6%。雖然預計未來幾個季度個人消費會略為放緩，但由於工資增長仍然相對穩定，相信能繼續支持消費，推動經濟增長。
- 2019年美國就業市場依然強勁。根據勞工部的數據，11月非農就業人數增加了266,000，這是自2019年1月以來的最大增幅，且已是連續第110個月的就業增長。失業率為3.5%，創50年新低。至於平均時薪則比去年同期錄得3.1%溫和增長。
- 在健康的就業市場、穩定的工資增長和低利率的環境下，美國住屋市場在2019年整體呈上升趨勢。11月的新屋銷售按年增長19.4%，經季節性調整後的銷售年率為71.9萬戶，是連續第4個月突破700,000戶。另一方面，由於供應短缺，11月二手房屋銷售僅比去年同期增長2.7%，經季節性調整後的銷售年率為535萬戶。

圖3: 美國樓房銷售近年整體呈上升趨勢



- 中、美貿易戰在2020年踏入第3年，美國經濟仍處於良好狀態，但放緩的現象漸變得明顯。2019年工業生產的年均增長率降至1%，比2018年的4%及2017年的2.3%低。ISM製造業指數在最近幾個月已跌至收縮區域；而服務業也在放緩，ISM非製造業指數在2019年的平均值為55.5，低於2018年和2017年的58.9和56.9。此外，2019年頭10個月美國對中國的出口下跌了32.5%，而總出口則下滑17%；至於從中國的進口也下降29%，總進口則跌17%

圖4: 美國製造業及非製造業活均見放緩



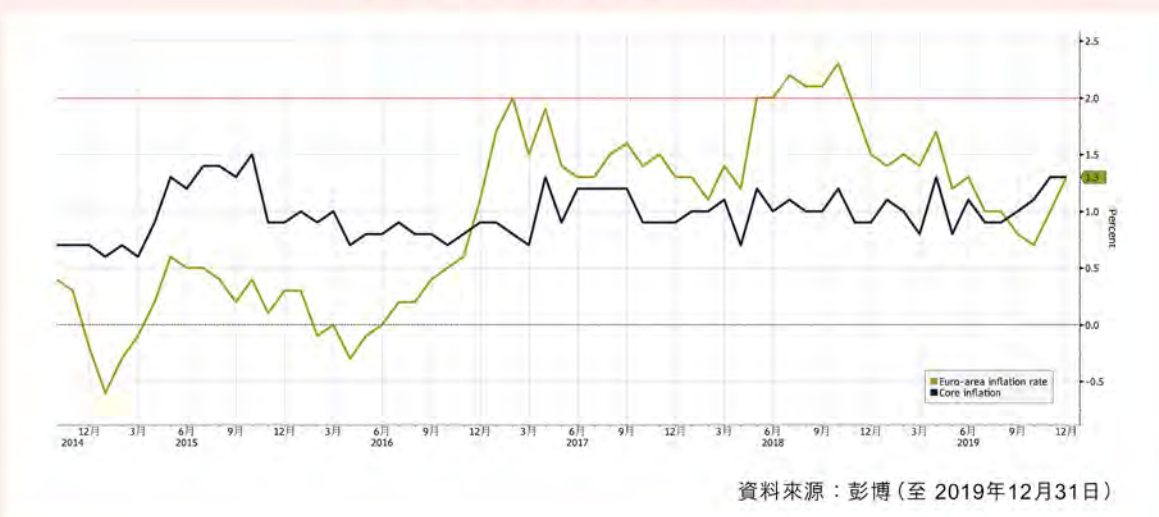


- 美股去年表現是自2013年以來最佳，標準普爾500指數和納斯達克綜合指數分別取得31.47%和36.74%的總回報。儘管美國短期內出現衰退的風險不大，但其經濟活動確實已放緩，且許多企業都將其盈利預測作出下調。我們相信美國存在很多市場領導的企業，長線來說對美股投資前景充滿信心；但我們確實也懷疑現時的企業盈利增長，能否足以支持當前的市場估值。此外，2020年是美國總統大選年，股市往往會較為波動。基於上述原因，我們現階段對美股較偏向採取觀望的態度。

## 歐洲

- 歐元區經濟在2019年第3季度溫和地增長0.2%。消費開支是本年度增長的源動力，而貿易活動則略拖累增長。在歐盟最大主要的經濟體中，德國在第3季度勉強避免衰退，但其經濟基本上已處於停滯。
- 預計未來幾個季度歐元區經濟增長仍然緩慢。12月IHS Markit歐元區製造業採購經理人指數從11月的3個月高點46.9降至46.3，該指數已是連續第11個月低於關鍵50的盛衰分界水平。德國再次是表現最差的國家，而意大利和荷蘭的惡化程度則是6年半以來最嚴重的。相反，希臘維持穩定增長，而法國則見微升。
- 歐元區的通脹壓力仍然疲弱，儘管12月消費者物價指數上升至6月以來最高的1.3%，但仍遠低於歐央行設定的2%的通脹目標。

圖5: 歐元區的通脹壓力仍然疲弱



- 在英國，保守黨不但於12月的國會大選取得多數的議席，而且更是該黨自1987年以來最大的勝利。選舉結果有助於減低2020年1月31日英國脫歐的不確定性，刺激英鎊兌美元在2019年最後一個季度飆升7.8%。
- 2019年歐洲股市普遍上揚，歐洲Stoxx 600指數甚至在年底升至歷史新高。儘管歐央行已重啟量化寬鬆計劃，但低經濟增長，低通脹率及低政府債券收益率的現象仍難以改變，我們對歐洲的長線投資前景持謹慎態度。

## 亞洲

- 自2018年2月美國實施第一輪關稅以來，中國經濟一直在放緩。2019年第3季度的經濟僅按年增長6%，這是1992年第一季度以來的最低的水平。對最大的銷售市場美國的出口，在2019年首10個月就下跌了28%；製造業生產同時一直在放緩；人民幣兌美元也在這段時間下跌了近11%。
- 為了促進增長及降低借貸成本，中國人民銀行決定自2020年1月6日起將存款準備金率降低了50個基點。主要大型銀行的存款準備金率將從13%下調至12.5%，這是自2007年以來最低的水平，此舉將容許銀行放貸更多資金，為經濟釋放約8000億人民幣。



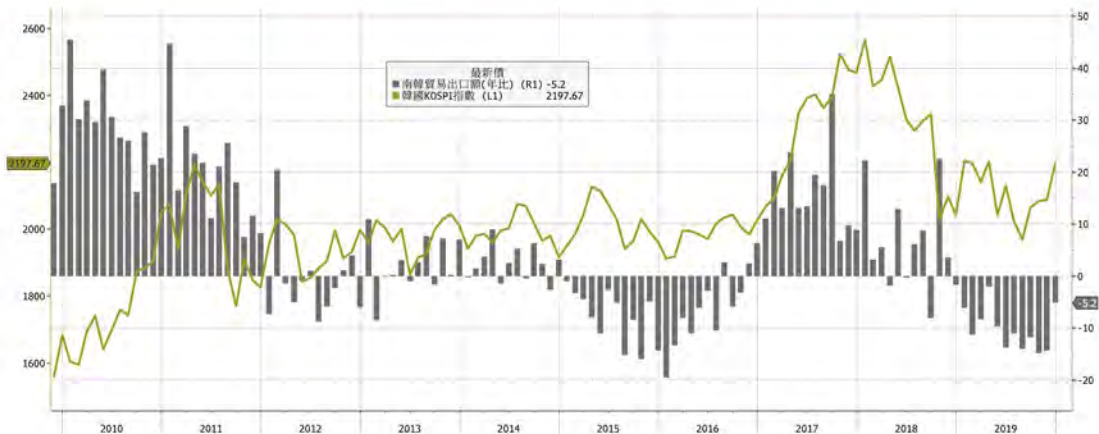
圖6: 中國主要大型銀行的存款準備金率已降至自2007年以來最低



資料來源：彭博（至 2019年12月31日）

- 南韓經濟同時正經歷10年來最慢的增長，中、美貿易戰和半導體市場不振本身已為南韓出口帶來嚴重衝擊；加上從7月開始，南韓與日本關係轉趨緊張，日本更限制半導體及顯示屏相關的原材出口到南韓，打擊其電子產品生產，對南韓經濟而言，可說是雪上加霜。根據最新的資料，南韓12月份月出口較去年同期下滑5.2%，且已是連續第13個月出現負增長。最近南韓企劃財政部更把2019年南韓經濟增長預期從此前的2.4%至2.5%下調至2%；2020年的經濟增長預期則從7月預估的2.6%下調至2.4%。

圖7: 南韓的出口已連續第13個月出現下滑



資料來源：彭博（至 2019年12月31日）

- 日本於10月1日將銷售稅從8%提高至10%，其負面影響迅速浮現，10月份和11月份的零售銷售分別按年下跌7.1%和2.1%。同時，日本製造業採購經理人指數在12月跌至48.4，反映日本製造業商業狀況連續第8個月出現惡化。為了支持脆弱的經濟、避免在明年夏季東京奧運會後出現進一步放緩的風險，日本首相安倍晉三在12月宣布了一項價值13.2萬億日元的財政刺激計劃，以修復近期颱風所造成的破壞，提升基礎設施及投資新科技項目。



- 歐美股票市場在2019年表現優異，至於亞洲股市則個別發展。當中由於MSCI增加中國內地A股於其基準指數的權重，滬深300指數在2019年大升超過3成；另外，印度孟買指數也受到政府在9月中公布的稅務改革所刺激，屢破歷史新高。然而，亞洲區一些依賴出口的國家，經濟與股市表現均強差人意。展望2020年，預計中、美貿易關係將有一定的改善；此外步入5G年代，全球對相關電信設備產品的需求將會上升，而主要從事該類產品製造的地區如南韓、台灣和新加坡等均可能會受惠，出口表現有望從谷底復甦。在這情況下，他們的股票市場或許會在2020年為投資者帶來驚喜。

## 債券

- 為了避免經濟進一步放緩，環球大部份的央行都在2019年採取寬鬆了貨幣政策。在美國，美聯儲局把將聯邦基金利率下調3次，合共0.75%；歐央行甚至重啟量化寬鬆政策，自11月1日開始，每月購買價值200億歐元的債券；至於中國人民銀行在去年先後兩次下調銀行的存款準備金率，從14.5%降低至13%。大部份國家及企業債券的收益率持續下降，環球負收益率債券的規模在2019年夏季一度升超過17萬億美元。此外，美國2年期和10年期國債收益率更曾在8月下旬出現倒掛現象。

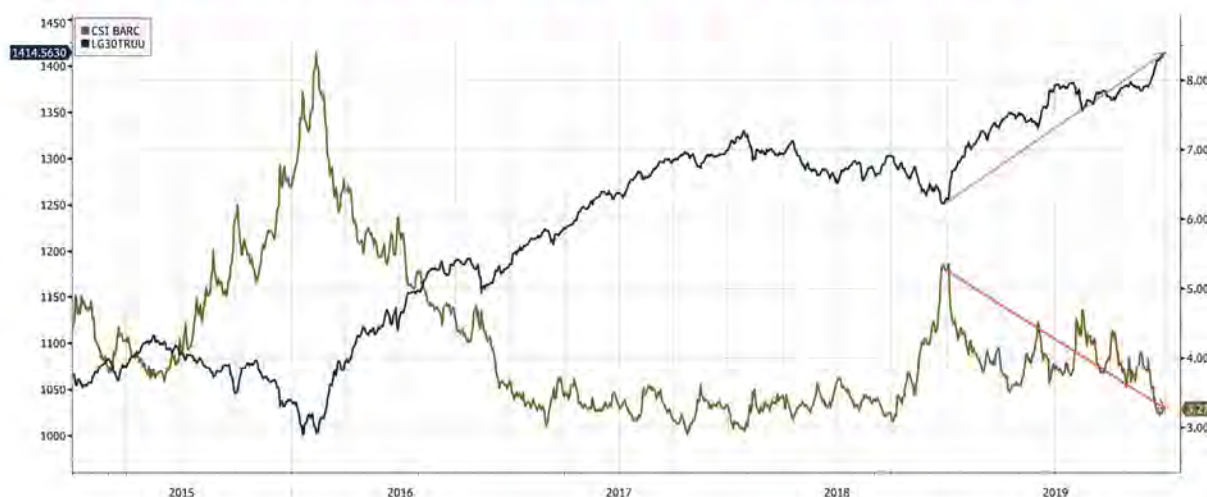
**表4: 美國、德國及日本10年期國債收益率在2019年的變化**

	2018年底	2019最低位	2019年底
美國	2.684%	1.457% (3/9/2019)	1.917%
德國	0.235%	-0.718% (28/8/2019)	-0.190%
日本	-0.012%	-0.297% (29/8/2019)	-0.030%

資料來源：彭博（至 2019年12月31日）

- 然而由於美聯儲局在12月的會議表示沒有計劃在2020年再降息，並認為當前的貨幣政策立場合適，足以支持經濟增長，導致美國短年期國債收益率下滑，而長期的則上升，美國國債收益率曲線因此而變得陡峭，重回較正常的狀態。
- 隨著世界各國央行於2019年重新進入寬鬆模式，投資級別和非投資級別的固定收益投資雙雙上漲。為求在低息環境下尋求較高收益率，美國高收益債券與美國國債之間的息差在2019年從5.27%大幅縮窄至3.27%，彭博巴克萊全球高收益指數更上升超過12%。
- 在2020年，預計全球低利率環境將會持續，但是由於美國國債與高收益債券之間的息差已降至接近近年最低水平，因此投資者應注意現在高收益債券的下行風險或已增加，相信持有較多元化和高信貸質素的固定收益組合似乎會是比較合適的策略。

**圖8: 美國國債與高收益債之間的息差縮窄，2019年高收益債券大幅上升**

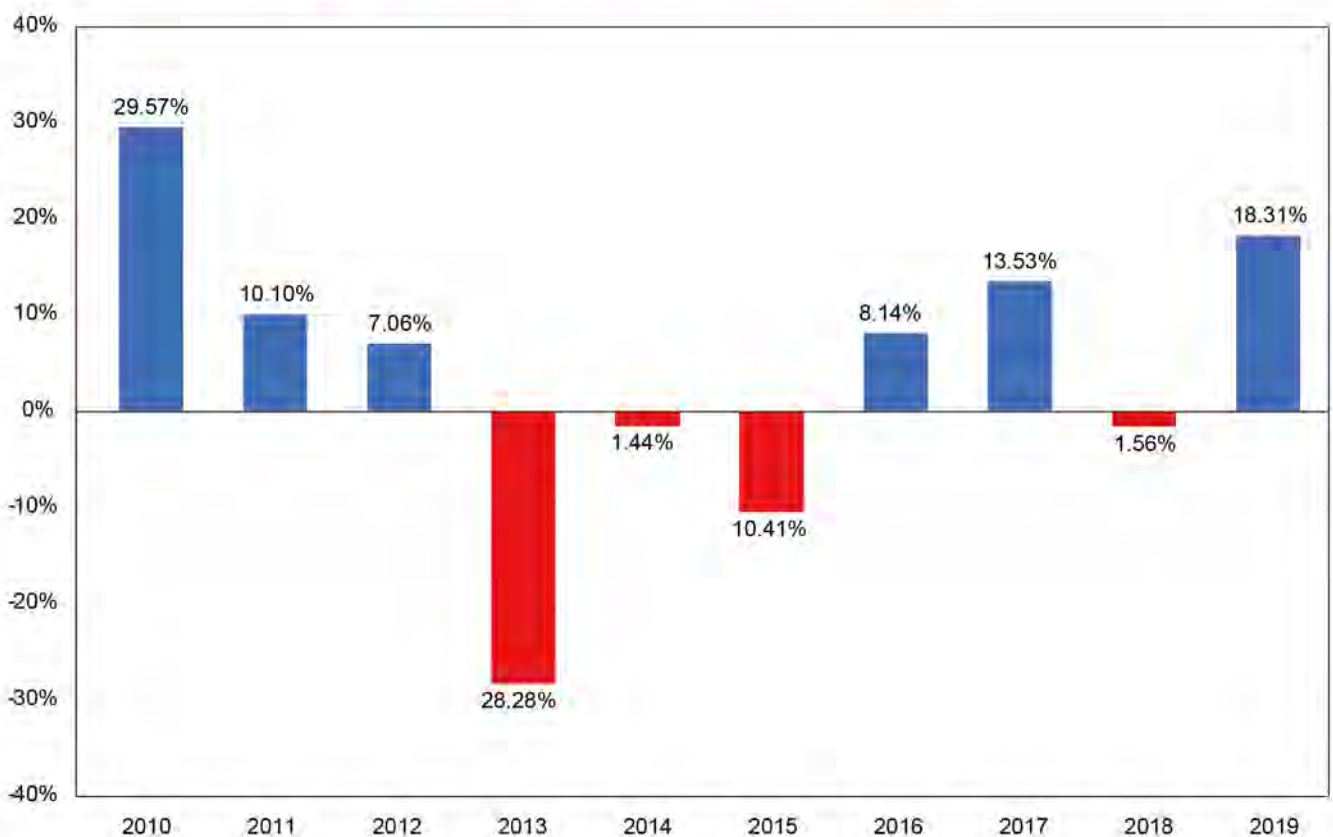


資料來源：彭博（至 2019年12月31日）

## 商品

- 為了提升油價，石油輸出國組織及其盟國在12月6日於奧地利維也納舉行的會議上，同意從2020年1月1日起每天額外減產50萬桶，將總減產量至每天170萬桶。
- 油價在2019年最後1季，上漲超過10%。目前能源價格前景不太明朗，在石油輸出國組織及其盟國削減產量時，其他國家卻增加供應。在頁岩生產的推動下，過去十年來，美國的石油產量增加了一倍以上。在2019年9月，美國更是數十年以來，首次成為石油淨出口國。
- 黃金一直被視為「資金避難所」；當投資者的風險胃納較低時，他們都會傾向持有更多黃金。由於市場擔憂全球經濟放緩及中、美貿易戰升級，刺激金價在2019年上漲，並創下自2010年以來的最大的年度漲幅。此外，黃金並沒有收益率或利息。在現時低利率及債券收益率的環境下，持有黃金的機會成本也大大降低。
- 展望2020年，相信地緣政治和經濟下行風險將會持續，環球央行仍會維持其寬鬆貨幣政策，因此預期黃金價格有望繼續攀升。

圖9: 金價在2019年錄得近9年來最大的年度漲幅



資料來源：彭博（至2019年12月31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。