



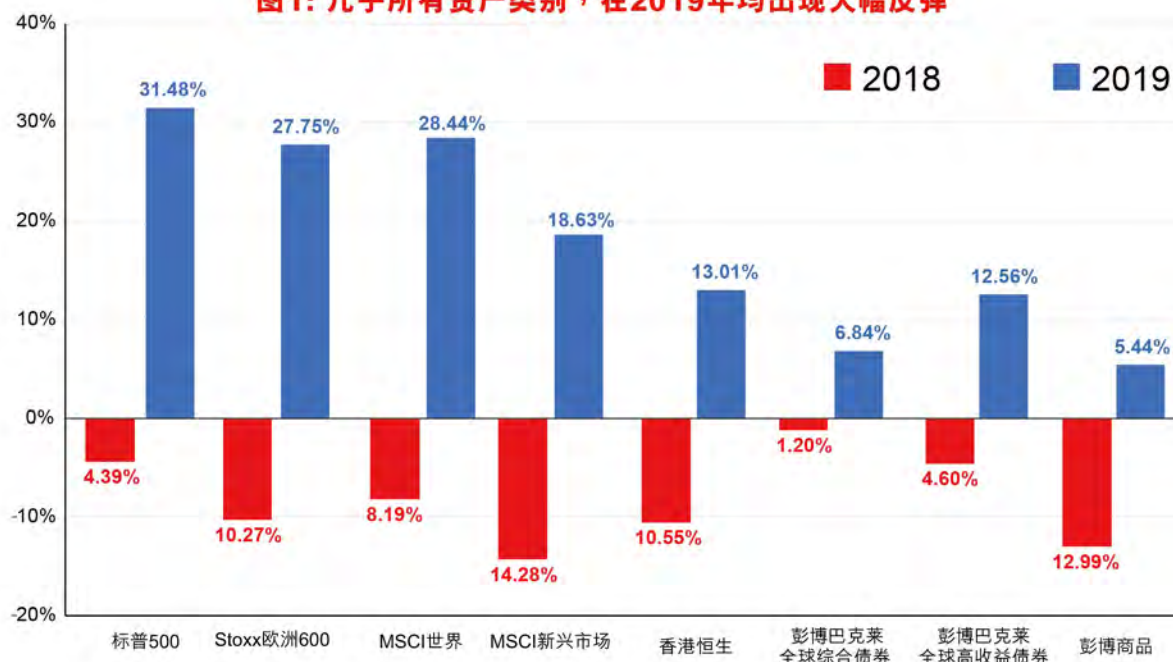
## 市场升势会否在2020年持续？

### 2019年市场焦点

- 在中、美贸易战和「硬脱欧」的风险笼罩下，全球经济增长乏力。
- 为避免经济进一步放缓，全球央行均转向采取宽松货币政策。
- 几乎所有资产类别在2019年都上涨，在年底美国和欧洲股市更同时攀升至历史高位。

对于大多数投资者而言，2019年绝对是非凡的一年，差不多所有资产类别均从2018年低位大幅反弹，并取得可观的回报。中、美贸易战和英国脱欧仍然是市场不确定性的主要来源；然而随著中、美达成「第一阶段」贸易协议，而保守党在12月的英国大选中赢得大多数议席，刺激全球股市在年底进一步飙升，欧、美股市甚至同时攀升至历史高位。

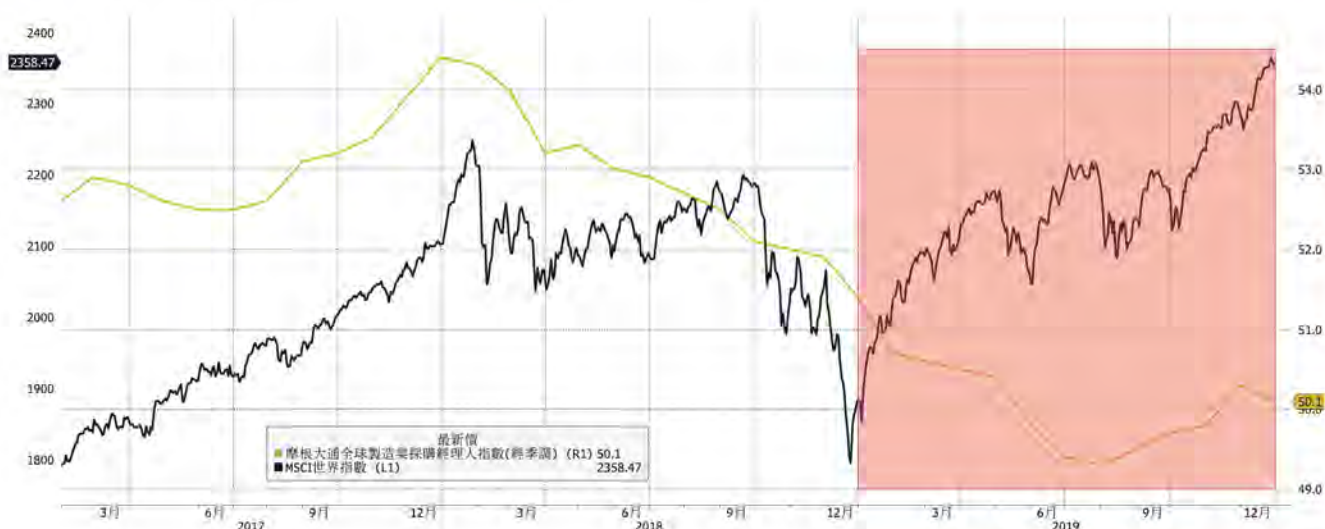
图1: 几乎所有资产类别，在2019年均出现大幅反弹



资料来源：彭博(至2019年12月31日)

股市表现和经济基本面仿佛出现脱轨，当全球主要股票市场处于历史高位之际，全球经济却步进「同步停滞」的状态。不断升温的贸易战和地缘政治紧张局势，加剧了对全球贸易和国际合作的不确定性，打击商业信心、阻碍投资决定；制造业活动因此大幅减弱，并下滑至自全球金融危机以来最低水平。

**图2: 当全球制造业活动下滑之际，股票市场却处于高位**



资料来源：彭博（至2019年12月31日）

相反，现时股票市场表现却与央行的货币政策取态和流动性注入有着紧密的关系。在2019年期间，美国联储局减息3次，幅度为0.75%。在欧洲，欧央行更从11月开始，每月购买200亿欧元债券，重启其量化宽松计划。此外中国人民银行也自2018年初，先后多次降低存款准备金率。市场流动性充裕，刺激去年各种风险资产大幅攀升。

2019年对投资者来说，是丰收的一年！展望未来，投资者值得考虑以下因素，他们或许会对未来投资市场带来重大的影响。

### 中、美贸易战

中、美间达成「第一阶段」贸易协议，改善了整体气氛，但这并不是意味著贸易战的结束。相信两国在即将展开的「第2阶段」谈判，就政府补贴及知识产权保护等议题，会出现一定的阻障。

### 正在加剧的全球地缘政治风险

在11月举行的美国总统大选，相信会是2020年最大的政治不确定因素之一。翻看历史，由于市场往往会对未来政府施政方向作重新评估，美股在选举年通常会较为波动，此外，中东紧张局势正在升温，而北韩威胁重启其核能及导弹测试计划。这些地缘政治不确定性，均有可能为全球金融市场带来冲击。

### 全球央行货币政策立场

为避免经济放缓，市场普遍认为全球央行会在2020年维持鸽派立场。宽松的货币政策能够在短期内为市场带来流动性并促进经济活动，但从长远角度来看，这或会同产生全球债务问题。根据世界银行在2018年发表的特别报告，全球债务水平已达到生产总值230%的历史新高，当中新兴市场债务的增长尤其令人担忧。

### 市场估值

近期的股市上升势头主要是由市场流动性所驱动，欠缺实体经济状况的支持。经过大幅上升之后，一些主要股票市场估值已高于历史平均，并达至近年高位。如果任何风险因素出现恶化，市场出现调整的可能性将会增加。

**表1: 环球主要股市指标指数市盈率**

指数	2018年底	2019年底	过去10年月度平均
MSCI世界	15.66	20.61	17.91
MSCI 新兴市场	11.72	15.43	13.40

资料来源：彭博（至2019年12月31日）

## 5G年代

我们现正进入21世纪新一页的10年，同时也迈向5G年代。新的5G移动通信速度将比上一代显著更快，且能够承载更多数据及更为可靠。相信未来10年，5G将会为我们的生活带来许多变化，与此同时，通往5G的道路也会创造很多新的投资机会。

与去年不同，2020年对投资者来说，将绝不容易。全球经济仍处于低迷增长状态，而大部份好消息或可能已被市场所消化；相反市场不确定性仍然存在、且还不断增加，可以预期投资市场的波动率会随之上升。面对来年的挑战，我们认为投资者要重视风险管理，作出多元化的资产配置为上策。

**表2: 全球股市表现**

指数	2019年第4回报		2019年全年回报	
	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	9.06%	9.06%	31.48%	31.47%
纳斯达克综合指数	12.49%	12.49%	36.74%	36.74%
欧洲STOXX 600指数	6.17%	9.35%	27.75%	25.26%
德国DAX指数	6.61%	9.62%	25.48%	22.95%
巴黎CAC指数	5.46%	8.61%	30.45%	27.91%
日本日经225指数	8.88%	8.14%	20.69%	22.37%
香港恒生指数	8.35%	9.05%	13.01%	13.64%
香港国企指数	9.51%	10.21%	14.50%	15.13%
上证指数	5.01%	7.80%	25.30%	23.76%
中国沪深300指数	7.43%	10.28%	39.19%	37.48%
新加坡海峡时报指数	3.88%	6.84%	9.38%	10.88%
南韩KOSPI指数	6.55%	10.41%	8.38%	4.46%
台湾加权指数	11.01%	15.24%	28.79%	31.50%
印度SENSEX指数	6.81%	5.98%	15.66%	13.17%
印尼雅加达指数	2.33%	4.26%	4.17%	8.71%
曼谷SET指数	-3.04%	-0.99%	4.26%	13.26%
俄罗斯RTS指数	18.11%	18.11%	56.46%	56.46%
巴西IBOVESPA指数	10.41%	14.48%	31.58%	26.91%
S&P泛阿拉伯指数	4.50%	4.50%	12.42%	12.42%
MSCI世界指数	8.68%	8.68%	28.44%	28.44%

资料来源：彭博（至2019年12月31日）

**表3: 主要货币表现(以美元计算)**

货币	2019年第4季变幅	2019年全年变幅
	以美元计算	
欧元	2.88%	-2.22%
英镑	7.88%	3.94%
日圆	-0.49%	0.99%
港元	0.61%	0.52%
人民币	2.66%	-1.22%
澳元	4.01%	-0.40%
纽西兰元	7.62%	0.31%
新加坡元	2.67%	1.26%
南韩圆	3.46%	-3.49%
新台币	3.31%	2.25%
印度卢比	-0.72%	-2.25%
印尼盾	2.37%	3.78%
泰铢	2.06%	8.61%
俄罗斯卢布	4.63%	12.46%
巴西雷亚尔	3.12%	-3.87%

资料来源：彭博（至2019年12月31日）

# 环球回顾及展望

## 美国

- 美国经济在第3季度以年率2.1%增长，与之前预估相同，比上一季度的2%增长为佳。对经济增长贡献最大的个人消费开支，以年化率3.2%增长，低于在上一季的4.6%。虽然预计未来几个季度个人消费会略有放缓，但由于工资增长仍然相对稳定，相信能继续支持消费，推动经济增长。
- 2019年美国就业市场依然强劲。根据劳工部的数据，11月非农就业人数增加了266,000，这是自2019年1月以来的最大增幅，且已是连续第110个月的就业增长。失业率为3.5%，创50年新低。至于平均时薪则比去年同期录得3.1%温和增长。
- 在健康的就业市场、稳定的工资增长和低利率的环境下，美国住屋市场在2019年整体呈上升趋势。11月的新屋销售按年增长19.4%，经季节性调整后的销售年率为71.9万户，是连续第4个月突破700,000户。另一方面，由于供应短缺，11月二手房屋销售仅比去年同期增长2.7%，经季节性调整后的销售年率为535万户。

图3: 美国楼房销售近年整体呈上升趋势



- 中、美贸易战在2020年踏入第3年，美国经济仍处于良好状态，但放缓的现象渐变得明显。2019年工业生产的年均增长率降至1%，比2018年的4%及2017年的2.3%低。ISM制造业指数在最近几个月已跌至收缩区域；而服务业也在放缓，ISM非制造业指数在2019年的平均值为55.5，低于2018年和2017年的58.9和56.9。此外，2019年头10个月美国对中国的出口下跌了32.5%，而总出口则下滑17%；至于从中国的进口也下降29%，总进口则跌17%

图4: 美国制造业及非制造业活动均见放缓

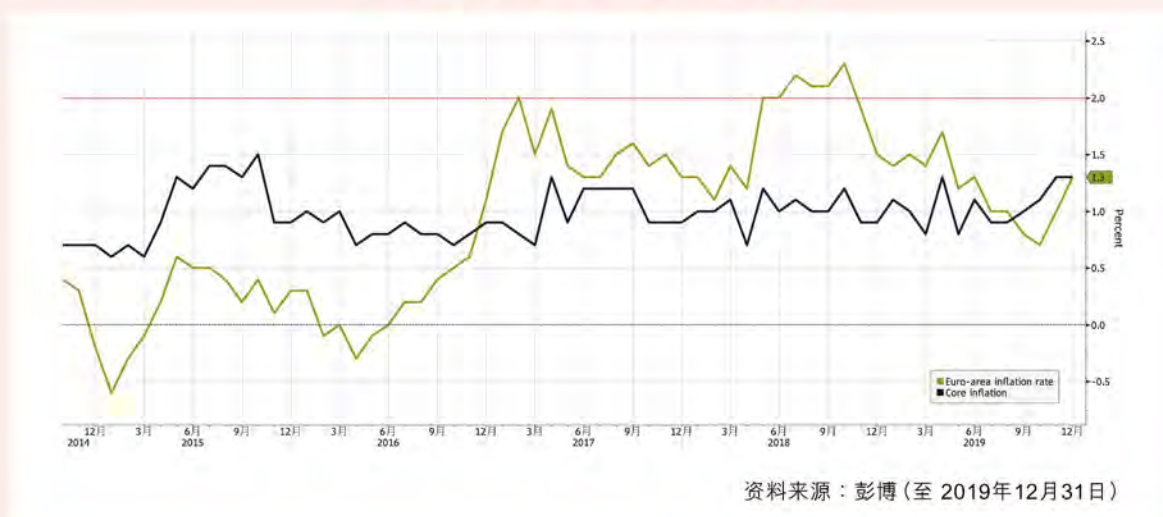


- 美股去年表现是自2013年以来最佳，标准普尔500指数和纳斯达克综合指数分别取得31.47%和36.74%的总回报。尽管美国短期内出现衰退的风险不大，但其经济活动确实已放缓，且许多企业都将其盈利预测作出下调。我们相信美国存在很多市场领导的企业，长线来说对美股投资前景充满信心；但我们确实也怀疑现时的企业盈利增长，能否足以支持当前的市场估值。此外，2020年是美国总统大选年，股市往往会较为波动。基于上述原因，我们现阶段对美股较偏向采取观望的态度。

## 欧洲

- 欧元区经济在2019年第3季度温和地增长0.2%。消费开支是本季度增长的源动力，而贸易活动则略拖累增长。在欧盟最大主要的经济体中，德国在第3季度勉强避免衰退，但其经济基本上已处于停滞。
- 预计未来几个季度欧元区经济增长仍然缓慢。12月IHS Markit欧元区制造业采购经理人指数从11月的3个月高点46.9降至46.3，该指数已是连续第11个月低于关键50的盛衰分界水平。德国再次是表现最差的国家，而意大利和荷兰的恶化程度则是6年半以来最严重的。相反，希腊维持稳定增长，而法国则见微升。
- 欧元区的通胀压力仍然疲弱，尽管12月消费者物价指数上升至6月以来最高的1.3%，但仍远低于欧央行设定的2%的通胀目标。

图5: 欧元区的通胀压力仍然疲弱



- 在英国，保守党不但是于12月的国会大选取得多数的议席，而且更是该党自1987年以来最大的胜利。选举结果有助于减低2020年1月31日英国脱欧的不确定性，刺激英镑兑美元在2019年最后一个季度飙升7.8%。
- 2019年欧洲股市普遍上扬，欧洲Stoxx 600指数甚至在年底升至历史新高。尽管欧央行已重启量化宽松计划，但低经济增长，低通胀率及低政府债券收益率的现象仍难以改变，我们对欧洲的长线投资前景持谨慎态度。

## 亚洲

- 自2018年2月美国实施第一轮关税以来，中国经济一直在放缓。2019年第3季度的经济仅按年增长6%，这是1992年第一季度以来的最低的水平。对最大的销售市场美国的出口，在2019年首10个月就下跌了28%；制造业生产同时一直在放缓；人民币兑美元也在这段时间下跌了近11%。
- 为了促进增长及降低借贷成本，中国人民银行决定自2020年1月6日起将存款准备金率降低了50个基点。主要大型银行的存款准备金率将从13%下调至12.5%，这是自2007年以来最低的水平，此举将容许银行放贷更多资金，为经济释放约8000亿人民币。

图6: 中国主要大型银行的存款准备金率已降至自2007年以来最低



资料来源：彭博（至 2019年12月31日）

- 南韩经济同时正经历10年来最慢的增长，中、美贸易战和半导体市场不振本身已为南韩出口带来严重冲击；加上从7月开始，南韩与日本关系转趋紧张，日本更限制半导体及显示屏相关的原材出口到南韩，打击其电子产品生产，对南韩经济而言，可说是雪上加霜。根据最新的资料，南韩12月份月出口较去年同期下滑5.2%，且已是连续第13个月出现负增长。最近南韩企划财政部更把2019年南韩经济增长预期从此前的2.4%至2.5%下调至2%；2020年的经济增长预期则从7月预估的2.6%下调至2.4%。

图7: 南韩的出口已连续第13个月出现下滑



资料来源：彭博（至 2019年12月31日）

- 日本于10月1日将销售税从8%提高至10%，其负面影响迅速浮现，10月份和11月份的零售销售分别按年下跌7.1%和2.1%。同时，日本制造业采购经理人指数在12月跌至48.4，反映日本制造业商业状况连续第8个月出现恶化。为了支持脆弱的经济、避免在明年夏季东京奥运会后出现进一步放缓的风险，日本首相安倍晋三在12月宣布了一项价值13.2万亿日元的财政刺激计划，以修复近期台风所造成的破坏，提升基础设施及投资新科技项目。

- 欧美股票市场在2019年表现优异，至于亚洲股市则个别发展。当中由于MSCI增加中国内地A股于其基准指数的权重，沪深300指数在2019年大升超过3成；另外，印度孟买指数也受到政府在9月中公布的税务改革所刺激，屡破历史新高。然而，亚洲区一些依赖出口的国家，经济与股市表现均强差人意。展望2020年，预计中、美贸易关系将有一定的改善；此外步入5G年代，全球对相关电信设备产品的需求将会上升，而主要从事该类产品制造的地区如南韩、台湾和新加坡等均可能会受惠，出口表现有望从谷底复苏。在这情况下，他们的股票市场或许会在2020年为投资者带来惊喜。

## 债券

- 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。

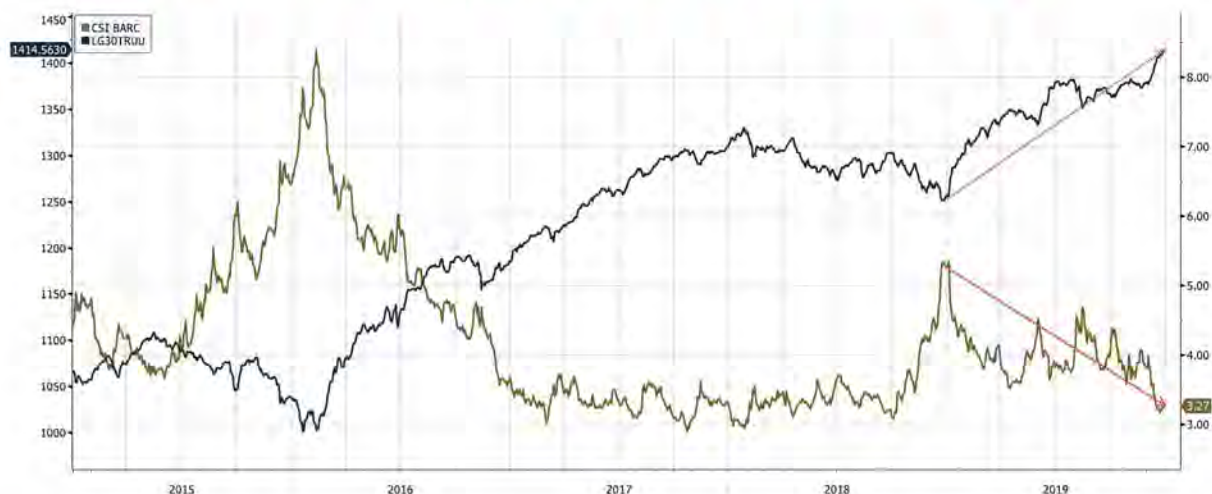
**表4: 美国、德国及日本10年期国债收益率在2019年的变化**

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

资料来源：彭博（至 2019年12月31日）

- 然而由于美联储局在12月的会议表示没有计划在2020年再降息，并认为当前的货币政策立场合适，足以支持经济增长，导致美国短年期国债收益率下滑，而长期的则上升，美国国债收益率曲线因此而变得陡峭，重回较正常的状态。
- 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较合适的策略。

**图8: 美国国债与高收益债之间的息差缩窄，2019年高收益债券大幅上升**

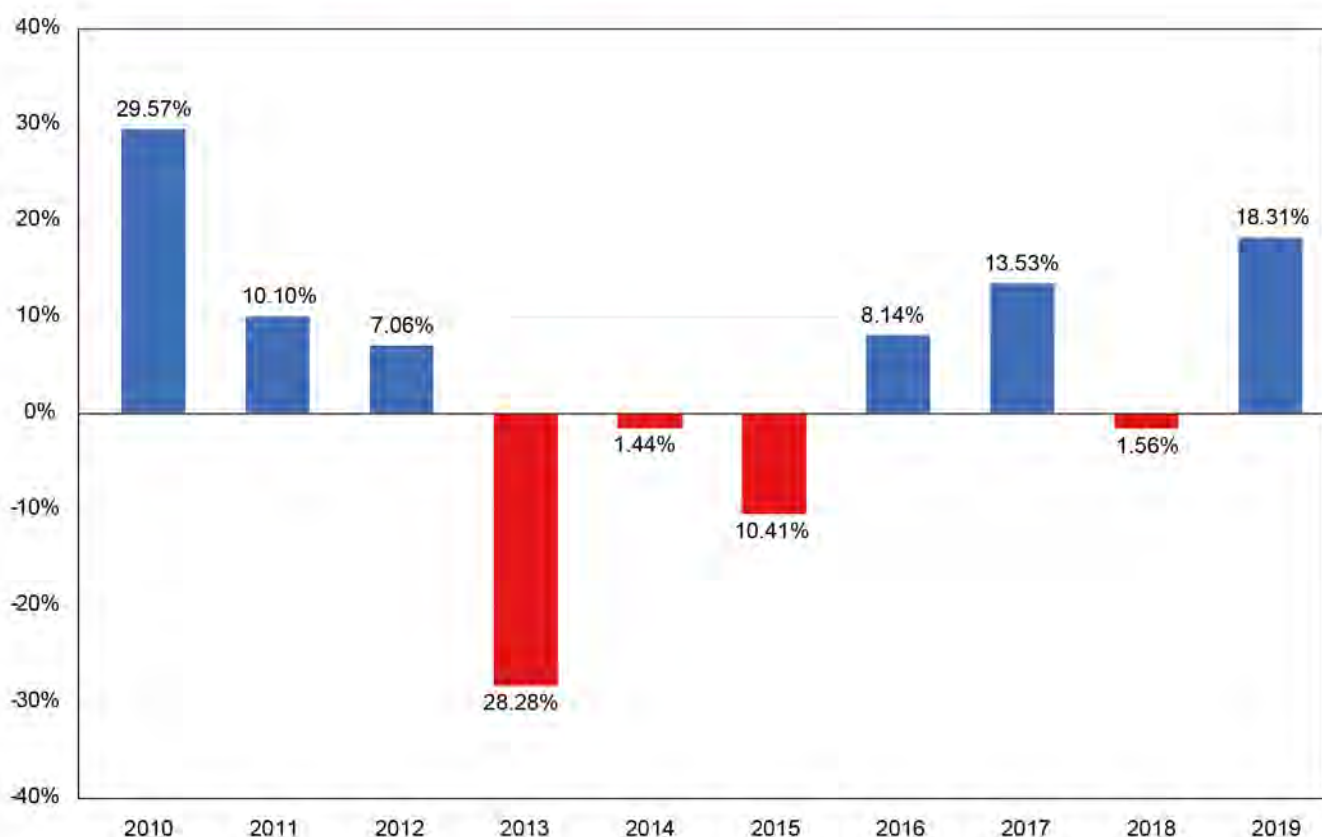


资料来源：彭博（至 2019年12月31日）

## 商品

- 为了提升油价，石油输出国组织及其盟国在12月6日于奥地利维也纳举行的会议上，同意从2020年1月1日起每天额外减产50万桶，将总减产量至每天170万桶。
- 油价在2019年最后1季，上涨超过10%。目前能源价格前景不太明朗，在石油输出国组织及其盟国削减产量时，其他国家却增加供应。在页岩生产的推动下，过去十年来，美国的石油产量增加了一倍以上。在2019年9月，美国更是数十年以来，首次成为石油净出口国。
- 黄金一直被视为「资金避难所」；当投资者的风险胃纳较低时，他们都会倾向持有更多黄金。由于市场担忧全球经济放缓及中、美贸易战升级，刺激金价在2019年上涨，并创下自2010年以来的最大的年度涨幅。此外，黄金并没有收益率或利息。在现时低利率及债券收益率的环境下，持有黄金的机会成本也大大降低。
- 展望2020年，相信地缘政治和经济下行风险将会持续，环球央行仍会维持其宽松货币政策，因此预期黄金价格有望继续攀升。

图9: 金价在2019年录得近9年来最大的年度涨幅



资料来源：彭博（至2019年12月31日）

### 免责声明

在此提供的资料只供参考之用，本公司并不对该等资料作任何保证，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。