

# 市場展望與投資策略

2019年5月

## 市場展望

### ◀ 環球經濟

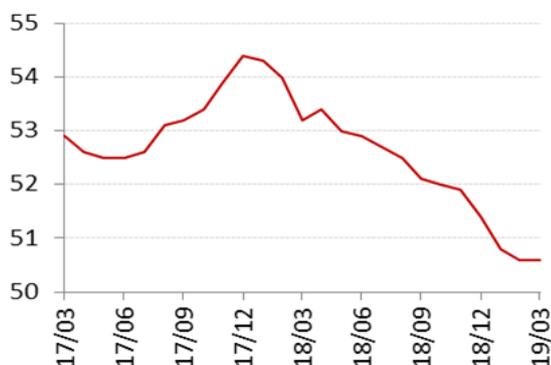
自年初以來，風險資產市場出現大幅回升，因此到5月，我們繼續以比較中性的態度看待大市前景。我們的基本假設情景是環球經濟和貿易增長逐步改善，企業盈利增長放緩但中央銀行實施寬鬆性貨幣政策，市場對於貿易關係緊張的憂慮亦有所舒緩。中國經濟數據表現好轉和歐元區經濟未有進一步惡化已緩和投資者的憂慮，並為風險資產市場帶來了支持。全球貿易有望達成協議和「英國退歐」獲得延期也消除了一些短期的不明朗因素。美國企業今年首季盈利預測被不斷向下修訂，這可能為「盈喜」業績奠下了基礎。環球股市自今年起出現大漲，現已不再如去年12月時那樣處於嚴重超賣狀態，所以我們預期，隨著股市估值上升，市況也將會較為波動。雖然一些短期風險仍然存在（例如大國之間進一步延遲達成貿易協議），但我們看不到有促進因素令股市馬上急挫。一直靜觀其變而錯過今年首季股市大漲的投資者正在俟低進入市場，因此大市很可能呈現出橫行格局。我們建議繼續投資，並應該趁低吸納風險資產。固定收益方面，因為我們預計美國經濟將保持平穩而非過熱，故我們把美國主權債券的觀點調高至「重倉」。我們也把歐洲股票的觀點調升至「中性」，原因是區內的經濟活動略有改善，以及歐、美股市的估值差距正在擴大。

*中國經濟數據表現好轉和歐元區經濟未有進一步惡化已緩和投資者的憂慮，並為風險資產市場帶來了支持。*

經濟方面，摩根大通環球製造業採購經理指數 (PMI) 最新報 50.6 (圖1)，顯示上個月的製造業活動持平。然而，中國最新的PMI數值顯著回升至50以上，這表明中國經濟再度擴張。法國、德國、日本的製造業PMI初值亦輕微上升，雖然仍處於代表經濟收縮的區域，這可能意味歐元區和日本疲軟的經濟可能已經好轉。中國第一季本地生產總值 (GDP) 增長率達到6.4%(圖2)，優於市場預期之餘，更表明其經濟一直保持穩定。3月份工業產值年比上升8.5%，創下自2014

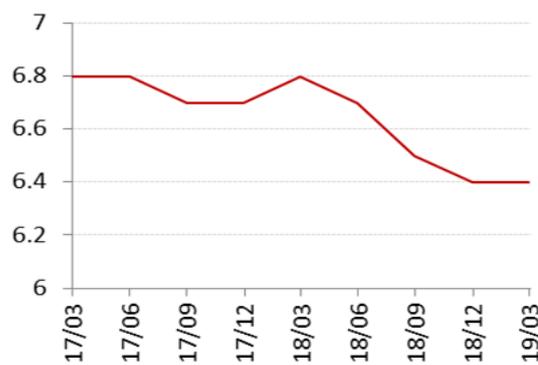
*中國最新的PMI數值顯著回升至50以上，這表明中國經濟再度擴張。*

圖1. 摩根大通全球製造業採購經理人指數(經季調)



資料來源：彭博、中銀香港，26-04-2019

圖2. 中國實質GDP年比



資料來源：彭博、中銀香港，26-4-2019



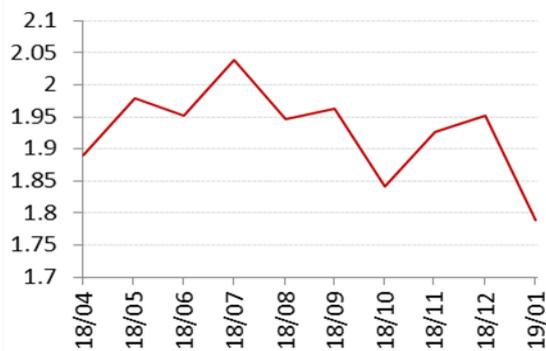
2019年5月

年7月以來的最大升幅。3月份新增人民幣貸款比2月份的幾乎增加了一倍。零售銷售依然表現強勁。物業價格一直高企。這些數據皆顯示中國的內部需求再次加速上升，而這預計會對其他新興市場、歐洲、日本的經濟產生溢出效應。

成熟市場的通脹率大多仍遠低於當地央行所訂下的目標。美國最新的核心個人消費支出物價指數 (PCE) 通脹率回落至1.8%(圖3)，此水平屬於聯邦儲備局的目標範圍之內，並且仍可以為決策者所容忍。不過，布蘭特原油價格在撰文時剛剛達到每桶74美元，即是在美國取消對伊朗石油的制裁豁免後，布蘭特油價本年至今差不多上升了38%。油價上漲已令美債孳息曲線變斜，亦可能在中期內從消費價格之中完全反映出來。隨著市場對通脹的憂慮升溫，風險資產有可能面臨挑戰，當中以新興市場特別容易受到影響。

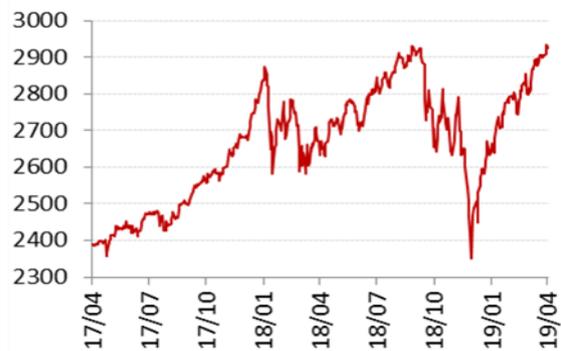
成熟市場的通脹率大多仍遠低於當地央行所訂下的目標。

圖3. 美國個人消費支出核心平減指數 經季調(年比)



資料來源：彭博、中銀香港，26-4-2019

圖4. 標準普爾500指數



資料來源：彭博、中銀香港，26-4-2019

## 股票

受惠於經濟數據改善和環球貿易緊張局勢有所舒緩，全球股市在今年首季出現強勁反彈之後繼續上揚。執筆時，美國正值第一季度業績公佈期。市場最新的預測為今年首季盈利增長率將年比下跌3.9%，有可能創下自2016年第二季以來的最大跌幅。然而，隨著盈利預測持續下調，市場亦早已預料季度盈利出現負增長，企業已經獲得公佈「盈喜」業績的基礎。實際上，在幾家藍籌企業公佈了優於預期的盈利表現後，標準普爾500指數和納斯達克綜合指數不久前便創下歷史新高。(圖4)誠然，今年第一季的漲市主要是由於市盈率擴大而非盈利增長所致，因此美股現已不再便宜。但是，相對強勁的基調加上聯儲局溫和的貨幣政策立場將利好美國股市，所以美股的下行風險仍然相當有限。我們預計美股在短期內將呈現橫行格局。

今年第一季的漲市主要是由於市盈率擴大而非盈利增長所致，因此美股現已不再便宜。但是，相對強勁的基調加上聯儲局溫和的貨幣政策立場將利好美國股市，所以美股的下行風險仍然相當有限。

一如我們所料，由於中國經濟數據好轉，美元強勢告一段落，加上新興和成熟經濟體之間的增長差距可能擴大，還有股市估值處於合理水平，新興市場及亞洲股票今季暫時略微跑贏美股，當中，中國內地和香港顯然直接得益，而我們更為看好中國股票（尤其是A股）而非港股。(圖5)鑒於MSCI明晟新興市場指數將分別於



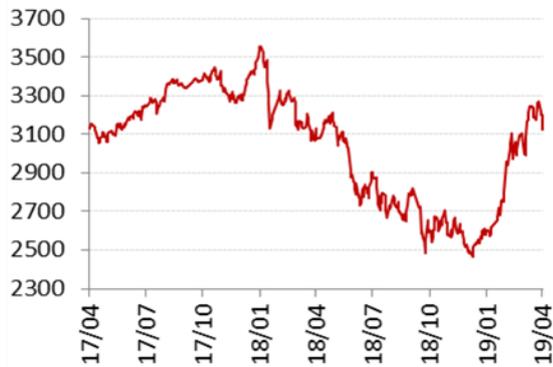
2019年5月

今年5月、8月、11月把中國A股納入指數成份之中，A股市場很可能因為資金流入而得到支撐。儘管經濟增長放緩與貿易談判持續，中國大型股的盈利增長仍然良好。因此，我們繼續給予新興市場及亞洲股票「重倉」觀點，但預期在短期內會出現「上落市」格局。股份板塊方面，我們對具有5G、雲端服務概念的股份和高息股看高一線。

*MSCI明晟新興市場指數將分別於今年5月、8月、11月把中國A股納入指數成份之中，A股市場很可能因為資金流入而得到支撐。*

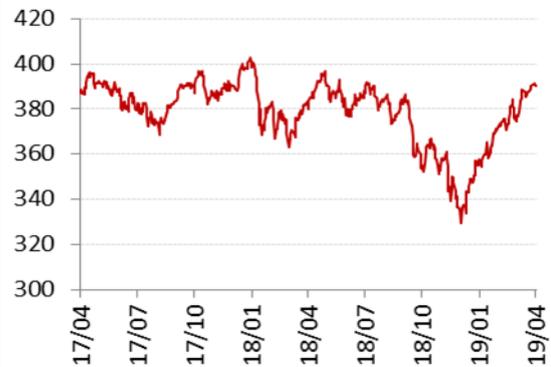
今個月，我們把歐洲股票的觀點調高至「中性」，理由是當地經濟可以受惠於持續增強的中國經濟，而政治上的憂慮亦有所舒緩。來自於中國的需求變強將刺激製造業和貿易增長，這情況在德國會特別明顯。「英國脫歐」的最後限期獲延長至10月31日，這使投資者在短期內能夠鬆一口氣，可是就中期而言，「脫歐」過程將繼續影響市場氣氛。雖然歐洲股市今年亦有份上漲(圖6)，但從歷史角度看，其表現一直遠遜於美國股市。就估值而論，歐洲股票顯得更加吸引。過去的五年間，歐洲股票與美股之間的市帳率差距持續擴大，以至於美股的市帳率水平幾乎高出歐洲股票的一倍。所以我們認為，假如中國真的出現經濟復甦，歐洲股市將至少與其他股市的表現看齊。

圖5. 上海證券交易所綜合指數



資料來源：彭博、中銀香港，26-4-2019

圖6. 道瓊歐洲STOXX600指數



資料來源：彭博、中銀香港，26-4-2019



2019年5月

## 固定收益

全球固定收益市場在今年第一季大幅上漲，之後，主要受到美國政府債券孳息上升的影響，其在本季至今失去了部分的漲幅。美國十年期國債孳息在第一季末觸及近期低位2.35厘後，於撰文時已反彈至2.55厘(圖7)，箇中原因包括環球經濟前景改善和油價上漲。即使是備受注視、在幾週前曾非常短暫地出現倒掛的三個月期與十年期國債孳息曲線(圖8)，現在亦再次變得傾斜。投資者可能認為環球經濟或者已經歷最壞的情況。雖然這可能是實情，但油價飆升可能給風險資產帶來若干挑戰。它可能導致美國民眾減少消費，並對極度依賴石油進口的經濟體造成打擊。我們認為，因為市場需要更多數據來確認經濟前景已變得更好，所以美國主權債孳息有可能見頂。美國聯邦基金利率期貨最新的數據顯示，預計在今年內減息的期貨合約數目依然比預計加息的多，美國主權債孳息的上行傾向因而受到限制。因此，我們今個月把美國主權債券的觀點調升至「重倉」。

美國聯邦基金利率期貨最新的數據顯示，預計在今年內減息的期貨合約數目依然比預計加息的多，美國主權債孳息的上行傾向因而受到限制。

## 外匯

我們對所涵蓋的貨幣的看法在今個月維持不變。自年初以來，貿易加權美元指數一直在95.5至97.5之間窄幅上落。考慮到美元在中期內存在下行傾向，我們以較為中性的看法看待美元。美元存在下行傾向的原因為美國利率停滯不前，美國與其他地區(尤其是歐洲)之間的經濟增長差距不斷縮小，以及地緣政治的不確定性減少。假如中國經濟在今年稍後的時間進一步穩定下來，環球經濟增長便有可能在今年首季經歷了低潮，貿易也可能會復甦，德國、日本等極度依賴製造業的市場將從中受益。隨著經濟增長差距持續收窄，美元可能要承受下行壓力。

美元存在下行傾向的原因為美國利率停滯不前，美國與其他地區(尤其是歐洲)之間的經濟增長差距不斷縮小，以及地緣政治的不確定性減少。

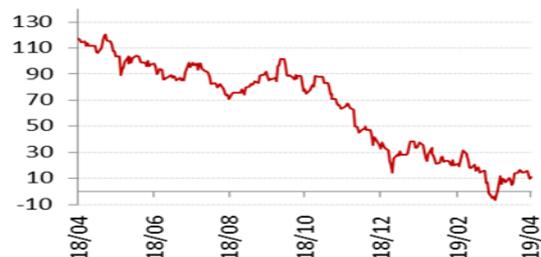
至於澳元則應該從近來有所改善的中國經濟數據中得到支持。中國是澳洲最大的貿易夥伴，因此澳元與中國的經濟、生產物價指數(PPI)甚至上海證券交易所綜合股價指數息息相關。澳元與鐵礦砂價格的關係同樣密不可分，由於中國的需求增加，鐵礦砂價格亦水漲船高。不過我們注意到，由於澳洲國內經濟數據表現疲弱，其央行也採取溫和的貨幣政策立場，澳元可能會繼續受壓。市場預期澳洲儲備銀行可能在今年第四季減息，有可能限制了澳元的上行空間。再從技術上而言，儘管澳元自年初起已多次嘗試攀越其二百天移動平均線，但至今依然未能成事。所以，我們現時把澳元的觀點維持為「中性」。考慮到澳洲央行可能在年底前減息，我們認為澳元存在下行傾向。

圖7. 10年美國10年期國債殖利率(%)



資料來源：彭博、中銀香港，26-4-2019

圖8. 美國3個月及10年期債券收益率差價(基點)



資料來源：彭博、中銀香港，26-4-2019

## ▶ 市場觀點

股票	觀點	固定收益	觀點	外匯	觀點
美國	中性	美國主權債券	重倉▲	美元	中性
歐洲	中性▲	高等級美國債券	中性	歐元	中性
日本	中性	高息美國債券	中性	英鎊	中性
新興市場	重倉	高等級歐元債券	中性	日圓	中性
亞洲 (日本除外)	重倉	高息歐元債券	中性	澳元	中性
		亞洲債券	重倉	紐西蘭元	中性
		新興市場 非本土貨幣債券	重倉	加拿大元	中性

▼低於上一次預測

▲高於上一次預測

觀點表：

重倉

中性

輕倉



## ▶ 免責聲明

- ▲ 本文由中國銀行(香港)有限公司(「中銀香港」)刊發，只供參考。本文並不構成，亦無意作為，也不應被詮釋為專業意見，或任何產品或服務之要約或建議。本文無意向派發本文即觸犯法例或規例的司法權區或國家的任何人士或實體派發，亦無意供該等人士或實體使用。
- ▲ 本文所載資料乃根據中銀香港認為可靠的資料來源而編製，惟該等資料來源未經獨立核證，故中銀香港不會就本文及其所提供意見的準確性或完整性作出任何保證、陳述或擔保。在本文表達的預測及意見只作為一般的市場評論，並非獨立研究報告及不構成投資意見或保證回報。所有意見、預測及估計乃中銀香港於本文刊發日期前之判斷，任何修改將不作另行通知。中銀香港及有關資料提供者亦不會就使用及 / 或依賴本文所載任何資料、預測及 / 或意見而負責或承擔任何法律責任。投資者須自行評估本文所載資料、預測及 / 或意見的相關性、準確性及充足性，並作出彼等為該等評估而認為必要或恰當的獨立調查。
- ▲ 本文所述的證券、商品、外匯、相關衍生工具或其他投資可能並不適合所有投資者，且並未考慮本文各讀者的特定投資目標或經驗、財政狀況或其他需要。因此，本文並無就其中所述任何投資是否適合或切合任何個別人士的情況作出任何聲明或推薦，亦不會就此承擔任何責任。投資者須瞭解有關投資產品的性質及風險，並基於本身的財務狀況、投資目標及經驗、承受風險的意願及能力和特定需要而作出投資決定。如有疑問或在有需要情況下，應於作出任何投資前徵詢獨立專業顧問的意見。本文無意提供任何專業意見，故投資者在任何情況下都不應依賴本文作為專業意見之用。
- ▲ 中銀香港為中國銀行股份有限公司的附屬公司。中國銀行股份有限公司及其子公司及 / 或其高級職員、董事及僱員可能會持有本文所述全部或任何證券、商品、外匯、相關衍生工具或其他投資的倉盤，亦可能會為本身買賣全部或任何該等證券、商品、外匯、相關衍生工具或其他投資項目。中國銀行股份有限公司及其子公司可能會就該等證券、商品、外匯、相關衍生工具和其他投資提供投資服務(無論為有關投資銀行服務或非投資銀行服務)、或承銷該等證券或作為該等證券的莊家。中國銀行股份有限公司及其子公司可能會就因應該等證券、商品、外匯、相關衍生工具或其他投資項目而提供的服務賺得佣金或其他費用。
- ▲ 投資涉及風險。買賣證券、商品、外匯、相關衍生工具或其他投資未必一定能夠賺取利潤，並有機會招致損失。投資者須注意證券及投資價格可升可跌，甚至會變成毫無價值，過往的表現不一定可預示日後的表現。海外投資附帶一般與本港市場投資並不相關的其他風險，包括(但不限於)匯率、外國法例及規例(如外匯管制)出現不利變動。本文並非，亦無意總覽本文所述證券或投資牽涉的任何或所有風險。客戶在作出任何投資決定前，應參閱及明白有關該等證券或投資的所有銷售文件，尤其是其中的風險披露聲明及風險警告。
- ▲ 本文由中銀香港刊發，並未經香港證券及期貨事務監察委員會審閱。
- ▲ ©中國銀行(香港)有限公司。版權所有，翻印必究。
- ▲ 除非獲中銀香港書面允許，否則不可把本文作任何編輯、複製、摘錄或以任何方式或途徑(包括電子、機械、複印、攝錄或其他形式)轉發或傳送本文任何部份予公眾或其他未經核准的人士 或將本文任何部份儲存於可予檢索的系統。