

市場展望與投資策略

市場展望

環球經濟

聯儲局很可能在相隔差不多十年之後再次加息

在 12 月，全球兩大中央銀行為了應對各自的國家經濟情況，它們所採取的行動應會南轅北轍。基於 10 月份非農業就業人數較預期的好得多，聯邦儲備局委員會成員認為加息條件到 12 月時將會成熟，因此，聯儲局很可能在相隔差不多十年之後再次加息。雖然局方在今年完結前啟動利率正常化，但加息進度將會循序漸進。另一方面，歐洲中央銀行會於 12 月初舉行的會議上決定深化量化寬鬆振興方案，從而重新刺激通脹及提振歐元區經濟。央行的行動表明美國經濟依然強韌，而歐元區經濟則在只是初步復甦。新興市場的經濟增長偏弱仍然令投資者擔憂，大宗商品價格滑落與信貸緊縮將繼續窒礙當地復甦，並對環球經濟增長造成中期的拖累。

股票

在 12 月，我們看好環球股票。夏季時，市場過度憂慮內地經濟可能「硬著陸」之後，投資者自 10 月起重新涉足被過份拋售的市場，而樂觀的投資情緒亦使成熟市場的股市受惠。在 10 月份，摩根士丹利資本國際 (MSCI) 世界指數上升 7.8%，恒生指數錄得 8.6% 升幅，上海證券綜合指數則升 10.8%。隨著聯儲局於 12 月加息似乎已成定局，股市反彈大有機會維持至今年年底。受惠於估值合理和新股集資活動，中國內地及本港股市在接下來的幾週有進一步上升的機會。策略上，我們對於成熟市場股票依然看高一線。儘管美股估值略高，但聯儲局很可能於 12 月加息，即再次確認美國的經濟基調穩健，而美股會因此得到支持。歐洲股市則因為歐央行將推出更多寬鬆銀根措施來振興區內經濟而受惠。

固定收益

鑒於通脹前景平淡，我們繼續認為美國十年期國庫券孳息率在今年餘下的時間可能在 2 至 2.5 厘之間上落

由於聯邦公開市場委員會的會議記錄內容令人想到聯儲局極有可能在 12 月份的議息會議中加息，故在會議記錄公佈之後，美國兩年期國庫券孳息率便攀升至 0.92 厘。執筆時，美國十年期國庫券孳息率亦升至 2.26 厘，與此同時，美國兩年期與十年期國債孳息曲線趨於扁平，變幅為 8 個基點。鑒於通脹前景平淡，我們繼續認為美國十年期國庫券孳息率在未來餘下的時間可能在 2 至 2.5 厘之間上落。高等級企業債券息差一直保持平穩，然而，高息債券息差已擴闊至 680 個基點，主要是能源價格波動所致。考慮到高息債券被拋售，我們認為高息債券開始比高等級債券提供較大的投資價值。因為供應減少和投資氣氛好轉，所以我們繼續看好中國內地企業（包括地產發展商）所發行的高等級和高息美元債券，可是，投資者在選擇債券時仍需注意其質素。此外，鑒於人民幣的貶值風險減退，市場也預期決策者將推出更多寬鬆貨幣措施，故點心債券近期亦值得投資。由於歐央行即將放寬銀根的舉動早已在近期的債券漲價中得到反映，所以債價的潛在升幅已經有限，因此，我們對歐洲高等級和高息債券維持「中性」評級。

市場展望與投資策略

外匯

鑒於美元的基調相對穩健，故長遠而言，美元大有機會進一步升值

隨著市場反映聯儲局將於 12 月加息的消息，美匯指數在其一年來高位附近進行整固。歐元匯價在歐央行 12 月初舉行會議之前呈現弱勢（自 11 月初至今下跌 3.3%）乃美元走強的主因。我們相信歐元匯價近期可能會再次下試 1.04 美元的水平。隨著投資者再度願意承受較大風險，日圓匯率亦下跌至 122.8 日圓兌 1 美元。與此同時，新興市場貨幣於 10 月反彈過後，其兌美元匯價普遍輕微下跌。我們繼續認為，由於債券孳息上升，以及聯儲局加息的預期已得到反映，所以美元近期會維持整固的格局。鑒於美元的基調相對穩健，故長遠而言，美元大有機會進一步升值。自 11 月初以來，人民幣匯率一直拾級而下，可是我們預料，在國際貨幣基金組織（IMF）公佈特別提款權（SDR）的檢討結果之前，人民幣匯率將會窄幅上落，並很可能於近期至中期繼續保持穩定。我們對於人民幣的看法仍舊為「中性」。

市場觀點

股票		固定收益		外匯	
地區	看法	債券分類	看法	貨幣	看法
美國	中性	美國主權債券	中性	美元	中性(偏向正面)
歐洲	中性(偏向正面)	高等級美元債券	中性	歐元	中性(偏向負面)
中國內地/香港	中性(偏向正面) [▲]	高息美元債券	中性	英鎊	中性
日本	中性(偏向正面) [▼]	高等級歐元債券	中性	日圓	中性(偏向負面)
新興市場	中性 [▲]	高息歐元債券	中性	澳元	中性(偏向負面)
		新興市場本土貨幣債券	負面	紐西蘭元	中性(偏向負面)
亞洲(日本除外)	中性	點心債券	中性(偏向正面)	加元	中性(偏向負面)
		中國內地在岸主權債券	正面	離岸人民幣	中性

▼ 低於上一次預測

▲ 高於上一次預測

評級表：

- 正面
- 中性（偏向正面）
- 中性
- 中性（偏向負面）
- 負面

市場展望與投資策略

本月焦點

「追落後」行動之時到了

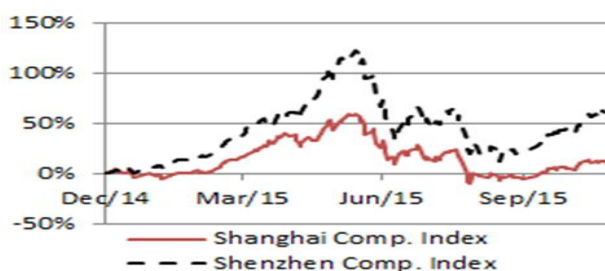
中國內地及本港股市於 10 月反彈後便維持在高位徘徊，情況一直延續到 11 月並且持續至今。恒生指數於 10 月漲升 8.8%，到執筆時，其於 11 月的走勢幾乎一直保持橫行。上證指數和深圳證券綜合指數的表現較好：前者於 10 月報升 10.8% 後，到 11 月至今再漲 6.7%；後者於 10 月急漲 17.4%，而 11 月至今則再升 12.6% (圖 1)。雖然滬深股市的投資氣氛已見好轉，惟成交量尚未因此而有所回復。

國務院總理李克強重申，在「第十三個五年計劃」的餘下時間內，政府將以經濟增長 6.5% 為目標

於 11 月發佈的《五中全會公報》令人引頸以待，可是最終又叫人失望而回。國務院總理李克強重申，在「第十三個五年計劃」的餘下時間內，政府將以經濟增長 6.5% 為目標。一如所料，「創新、次階段開放、兩孩政策，以及社會、教育、保健政策」是發展理念重點，不過詳情則欠奉。唯一令人略為意外的，是撤銷「一孩政策」的時間比預期的稍早，然而其效果很可能要在中期甚或更長的時間方能彰顯。與此同時，內地經濟增長放緩依然未有起色。10 月份官方製造業採購經理指數 (PMI) 仍低於 50，報 49.8，與 9 月份的數值相同。與上月比較，官方消費物價指數 (CPI) 由 1.6% 降至 1.3%，而生產物價指數 (PPI) 已連續三個月停留於 -5.9%。唯一亮點是零售銷售從上月的增長 10.9%，上升至按年增長 11% (圖 2)。

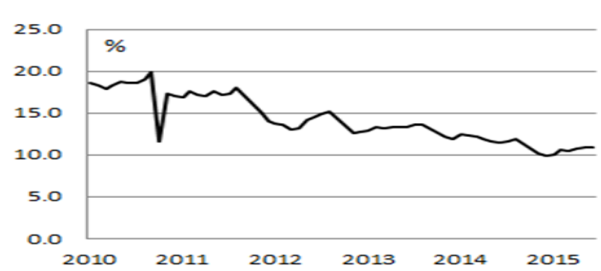
儘管經濟讀數差勁，投資者對於中國內地股票卻仍然相當樂觀，這在官方宣佈重啟新股上市批核程序與增加保證金規定之後，從股市依然表現穩定之中得到進一步證明。以往，市場對於經濟數據不佳的消息，反應相當負面，至於今次的情況卻有所不同，投資者現在認為對內地經濟「硬著陸」的憂慮反應過大，因此我們相信內地股市在夏季時或許已觸及今年的低位。鑒於股票估值相對吸引，故投資者現正再度入市。按 2016 年市盈率 (P/E) 計算，恒生指數目前的 P/E 為 10.8 倍，恒生中國企業指數則為 7.4 倍 (圖 3)，而前者的十年平均 P/E 為 14.9 倍，後者為 16.5 倍。再者，除非出現任何突如其來的金融市場變數，否則在聯儲局已頗為肯定於 12 月加息底下，港股現在準能夠得益。因此，我們轉為比較看好中國內地及本港股市在臨近年底時的表現，且策略上給予「中性偏向正面」評級。

圖 1. 上海和深圳綜合指數年初至今表現(%)



資料來源：彭博、中銀香港，24-11-2015

圖 2. 中國零售銷售同比增長(2010-2015)



資料來源：彭博、中銀香港，24-11-2015

市場展望與投資策略

超過半數的發展商表示已達成每年的合約銷售目標

行業配置方面，我們偏好把資金從能源、大宗商品、工業等「舊經濟」類股份調配至「新經濟」類股份。在已公佈 2015 年第三季業績的 A 股企業中，表現最差的乃來自於原材料與石油行業，考慮到包括石油在內的大宗商品價格不斷大跌，結果實在不足為奇。由於中國內地的銀行繼續受到不良貸款情況惡化，以及利率自由化導致淨利差持續收窄所拖累，其盈利表現仍然低沈。除非有跡象顯示內地經濟正從谷底反彈，否則大部分內地公司的企業盈利將不大可能顯著好轉。然而，地產業是「舊經濟」行業的其中一個異數，超過半數的發展商表示已達成每年的合約銷售目標，當中有些更設法要超額完成目標。我們亦認為政府會繼續扶持地產業，所以地產股可能在升市之中跑贏大市。

另一方面，科技和消費服務公司在今年第三季業績中公佈了不俗和穩定的銷售與每股盈利增長表現。隨著服務業在中國內地整體經濟中的角色愈益重要，我們相信科技和消費服務行業日後將成為經濟增長的動力來源。它們亦很可能從政府熱切支持的「互聯網+」主題中得益。有見及此，我們認為中國內地及本港股市的「新經濟」和消費相關類股份在中線可能有較佳的潛在機會。

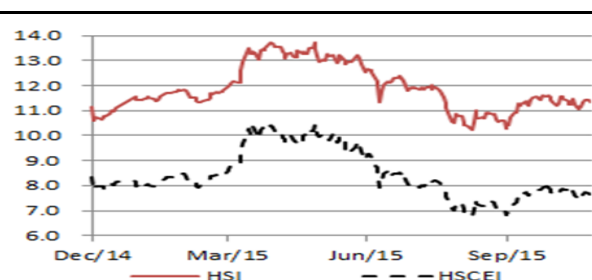
行動之時到了

我們相信科技和消費服務行業日後將成為經濟增長的動力來源

聯儲局在最近的會議中向投資者傳遞了立場比較強硬的訊息。局方委員在 9 月份的議息聲明中表示：「近期的環球經濟和金融動向可能稍微阻礙經濟活動，並很可能於近期對通脹造成更大的下行壓力」，但這謹慎之言在 10 月份的會議記錄中已給刪去，取而代之的是「委員會見到經濟活動前景和近乎均衡的勞工市場仍存在風險，但正在觀察環球的經濟和金融動向」。直到目前為止，聯儲局於 12 月加息的機會似乎愈來愈大（圖 4）。國內經濟活動方面，聲明提到「經濟活動」一直在適度擴張」。此外，聲明亦表明「在最近幾個月，家庭開支與商業固定投資一直穩步增加，房屋市場已經進一步好轉；可是淨出口則一直疲軟」。聲明措辭強硬促使美元走強，也令加息預期升溫，情況從近來的利率期貨價格上漲中可見一斑。

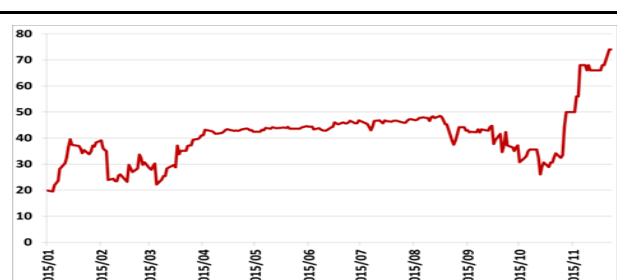
經濟方面，美國於 10 月份錄得 271,000 個新增職位，遠高於預期之數 185,000（圖 5）。失業率從上月的 5.1% 下降至 5%，符合市場預期。更重要的是，通脹率不斷靠近聯儲局所訂下的 2% 通脹目標。每小時平均收入於 10 月份錄得 2.5% 的年度增長。另外，扣除食品和能源的核心 CPI 報升 1.9%。通脹升溫致使聯儲局加快其利率正常化進程。美國的其他經濟數據依舊好壞參半。10 月份製造業

圖 3. 恆生指數和恆生國企指數的預期市盈率



資料來源：彭博、中銀香港，24-11-2015

圖 4. 市場對加息 0.25%-0.50% 的概率



資料來源：彭博、中銀香港，24-11-2015

市場展望與投資策略

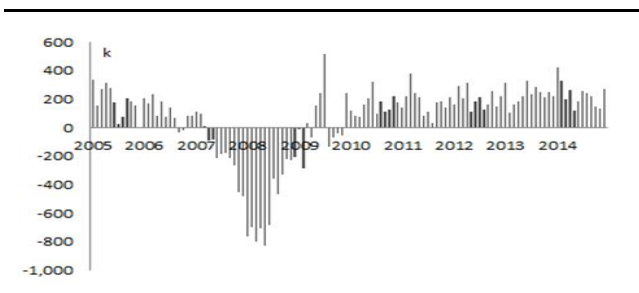
PMI 跌至兩年半以來的低位，顯示製造業活動沈寂。然而，受惠於職位數量增長強勁，核心零售銷售報升 0.3%，升勢持續，這平穩改善的現象有利消費市道。能源價格下跌有降低稅率的效果，令家庭的可支配收入有所增加。美國經濟以消費為主，其本地生產總值 (GDP) 有六成來自於消費支出，因此，能源降價令消費者現在有餘錢消費，所以當地經濟準能受惠。隨著假日節期的到來與年底將至，市場普遍預期能源降價促進消費的效果將會更加明顯。

在 12 月，利率的變動幅度與預期的動向皆是焦點所在

在 12 月，利率的變動幅度與預期的動向皆是焦點所在。根據多項市場指標，包括美國兩年期國庫券孳息率 (已經由 0.6 厘攀升至目前大約 0.8 厘的水平) 和利率期貨 (現時所示的在 12 月加息的機會超過 60%)，我們認為 12 月加息一事早已完全在意料之中。我們繼續認為利率正常化的進度將會既緩慢又輕微，只要聯儲局的舉動與加息預期並無偏離市場共識，加上年底時的「粉飾櫥窗」入市行為、就業市場蓬勃，以及消費市道因能源價格持續低落而維持平穩，美股在臨近年底時保持穩定表現的機會很大。

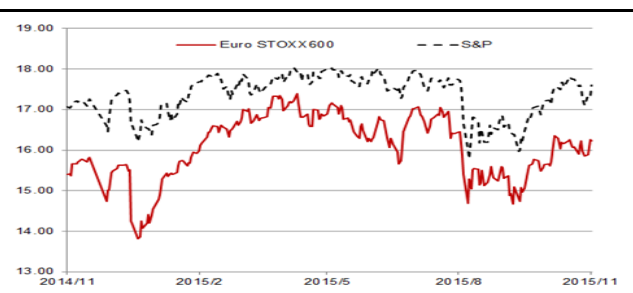
就估值而言，標準普爾 500 指數的預期 P/E 現時為 17.3 倍，僅比 7 月時的高位略低，相對上也比歐洲斯托克 600 指數的 16.3 倍 P/E 高 (圖 6)。美國和歐元區的貨幣政策背道而馳，很可能削弱美國企業的盈利前景，當與其他成熟市場的股市相比，美股也因而難免失色。不過，考慮到美國的經濟基調相對穩健，我們認為就中期而言，美股依然是投資者在資產配置中不可或缺的一環。

圖 5. 美國非農就業環每月變化



資料來源：彭博、中銀香港，24-11-2015

圖 6. 歐洲 Stoxx 600 指數和標普的預期市盈率



資料來源：彭博、中銀香港，24-11-2015

市場展望與投資策略

歐央行再施渾身解數

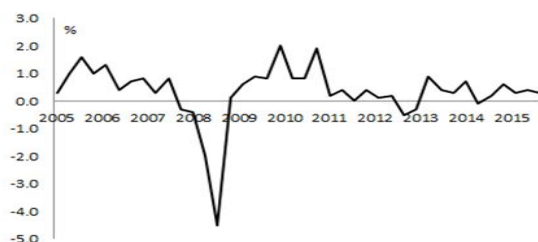
市場猜測歐央行將藉由延長資產購買方案，或把銀行存款利率進而降至負數區域來進一步振興經濟。

歐洲近來的經濟數據一直好壞參半。自 2014 年 12 月以來，作為領先指標的綜合 PMI 已經扭轉跌勢，並於今年 11 月攀升至 54，意味著整體經濟持續擴張。零售銷售維持向好，除 3 月份和 6 月份外，其增長今年一直平穩維持在 2% 之上。不過，雖然整體 GDP 自 2013 年第四季起已轉為錄得正增長，但是今年第三季 GDP 僅較上一季度的增長 0.3%，結果令人失望（圖 7）。現時，能源價格低落導致通脹前景黯淡。情況最為令人憂慮的是儘管核心 CPI 報升 1.1% 創下兩年多以來的最大增幅（圖 8），但仍然遠低於歐央行所訂下的 2% 通脹目標。加上失業率居於 10.8% 的偏高水平，因此大部分投資者因而認為歐央行很可能在即將於 12 月 3 日舉行的會議上，宣佈擴大其量化寬鬆計劃。實際上，新興市場的增長前景更加疲弱，觸發市場愈益關注與歐元區經濟增長和通脹前景相關的下行風險，有見及此，歐央行行長德拉吉早已強烈暗示行方會於 12 月重新檢討其政策。市場猜測歐央行將藉由延長資產購買方案，或把銀行存款利率進而降至負數區域來進一步振興經濟。

除了通脹前景黯淡外，最近的巴黎恐怖襲擊亦引發憂慮，假如歐洲的恐怖活動加劇，遊客可能會因此而卻步，結果對當地經濟造成更廣泛的打擊。法國在為世界上數一數二的旅遊勝地，恐怖襲擊對當地的消費市道即時造成直接打擊，而消閒、保險、航空等相關產業預料會遭受重創。話雖如此，觀乎 2001 年的「九一一」襲擊、2004 年馬德里火車炸彈襲擊、2005 年倫敦地鐵炸彈襲擊等類似事件，使人聯想到最近的巴黎襲擊只會令股市短暫受挫。然而，假如悲觀情緒繼續困擾歐元區經濟，我們相信歐央行將毫不猶疑地部署更多措施，以提振經濟增長和消除市場對於通縮的憂慮。

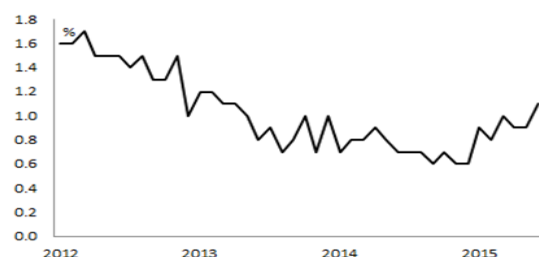
要估量歐央行擴大量化寬鬆規模將對股市構成何等潛在影響，讓我們重新檢視過去一次的量化寬鬆計劃的實施整個進程。2014 年 11 月，當時歐央行行長德拉吉首次暗示量化寬鬆是可取的選擇，隨後，股市一直錄得低單位數字的升幅，直至量化寬鬆計劃於 2015 年 1 月得到宣佈為止（圖 9）。自此到 2015 年 3 月 1 日，即為期十八個月的量化寬鬆計劃正式開始之時，歐洲股市再上漲了 10%（圖 10），而且升勢未止。於 3 月 1 日至 4 月中旬期間，涵蓋歐洲六百家大型上市公司的歐洲斯托克 600 指數再報升 6%。應該留意的是，自外界於 2014 年 11 月得悉量化寬鬆計劃至 2015 年 4 月中旬期間，歐元匯價錄得了超過 15% 的跌幅。

圖 7. 歐元區 GDP 較上季增長



資料來源：彭博、中銀香港，24-11-2015

圖 8. 歐元區核心物價指數同比增速



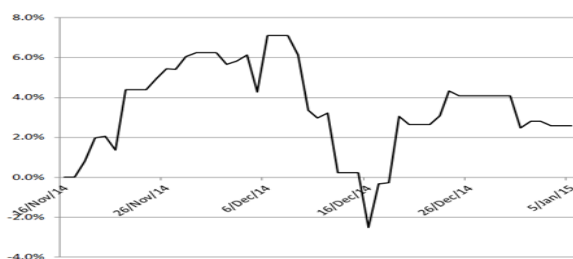
資料來源：彭博、中銀香港，24-11-2015

市場展望與投資策略

任何擴大量化寬鬆規模的潛在舉動均會導致歐元呈現跌勢，這可以視為推動歐洲股市上揚的主要動力

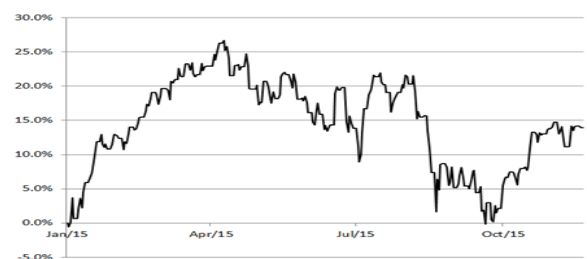
假若以史為鑒，那麼，任何擴大量化寬鬆規模的潛在舉動均會導致歐元呈現跌勢，這可以視為推動歐洲股市上揚的主要動力。以估值而論，歐洲股票對比於美股仍然不算昂貴。鑒於歐央行料將進一步放寬銀根，而聯儲局則啟動利率正常化，兩地的貨幣政策背道而馳很可能遏止歐元升值。實際上，當德拉吉於 10 月首次暗示其檢討量化寬鬆計劃的意圖，歐元兌美元匯率便隨即從 1.11 水平一直下跌至目前的 1.06 水平。我們認為歐元匯價今年可能觸及 1.04 美元，創下自環球金融危機以來的最低水平，但隨之而來的結果，是歐元區的出口增長將會受惠，繼而帶動公司的企業盈利上升。有見及此，歐洲股市在中長期得到良好支持的機會很大。

圖 9. 在量化寬鬆政策公佈後歐洲 Stoxx600 指數表現(%)



資料來源：彭博、中銀香港，24-11-2015

圖 10. 在量化寬鬆政策實施後歐洲 Stoxx600 指數表現(%)



資料來源：彭博、中銀香港，24-11-2015

市場展望與投資策略

重要注意事項：

- 本文件所載資料僅作為一般市場評論，並非旨在提供任何投資意見或回報保證，因此，任何人不應賴以作為有關此方面的用途。本文件的內容概不構成，也不應被詮釋為提供任何投資意見，或買賣任何投資產品或服務的要約、招攬或建議。中國銀行(香港)有限公司(「本行」)概不就本文件所提供的資料或意見的準確性、完整性或正確性作出任何陳述、保證或承諾，亦不會對任何因該等資料或意見(全部或任何部份)而產生或因倚賴該等資料或意見(全部或任何部份)而引致的損失承擔任何責任。本文件的內容可隨時予以修改而毋需另作通知。
- 本文件所提供的圖解及假設情況，均只作闡述之用，並非完整分析任何進行實際投資時可能遇到的任何獲利及虧蝕情況。
- 本刊物可能載有前瞻性陳述。閣下不應依賴此類陳述。
- 本文件部分內容源自第三者提供的資料，雖然有關資料乃源自本行認為可靠的來源，但本行並不保證其準確性，而資料亦可能是不完整或經簡撮。所有意見、預測及估計乃撰寫本文件的分析員於本文件刊發日期前之判斷，任何修改不作另行通知。
- 本行禁止任何未經本行書面許可下引用、複製、轉發、披露本文件(全部或部分)的行為。對於任何人士因此等行為而引起的任何後果，本行概不承擔任何責任。本行無意向派發本文件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本文件，亦無意供該等人士或實體使用本文件。
- 本文件的內容並未經香港證券及期貨事務監察委員會審閱。
- 本文件並非獨立投資研究報告。
- 如本文件之中、英文版本有任何抵觸或不相符之處，應以中文版本為準。

市場展望與投資策略

風險聲明：

- 投資涉及風險。以下風險披露聲明不能披露所有涉及的風險。
- 外幣 / 人民幣交易風險: 外幣 / 人民幣投資受匯率波動的影響而可能產生獲利機會及虧損風險。客戶如將外幣 / 人民幣兌換為港幣或其他外幣時，可能受外幣 / 人民幣匯率的變動而蒙受虧損。
- 人民幣兌換限制風險 (只適用於個人客戶) - 目前人民幣並非完全可自由兌換，個人客戶可以通過銀行賬戶進行人民幣兌換的匯率是人民幣 (離岸) 匯率，是否可以全部或即時辦理，須視乎當時銀行的人民幣頭寸情況及其商業考慮。客戶應事先考慮及了解因此在人民幣資金方面可能受到的影響。
- 人民幣兌換限制風險 (只適用於企業客戶) - 目前人民幣並非完全可自由兌換，企業客戶通過銀行進行人民幣兌換是否可以全部或即時辦理，須視乎當時銀行的人民幣頭寸情況及其商業考慮。客戶應事先考慮及了解因此在人民幣資金方面可能受到的影響。
- 投資於新興市場面對較高的波動性及較高的風險 (例如流動性風險、貨幣風險、政治風險、監管風險及經濟風險)。
- 可換股證券或會受相關證券價格變動影響以及可能有提前贖回條款或其他可導致提前贖回風險的特徵。
- 投資雖可帶來獲利機會，但每種投資產品或服務都有潛在風險。由於市場瞬息萬變，投資產品的價格升跌及波幅可能非如客戶預期，客戶資金可能因買賣投資產品而有所增加或減少，投資的損失可能等同或大於最初投資金額，收益亦會有所變化。基於市場情況，部份投資或不能即時變現。
- 往績資料並不表示將來亦會有類似的業績。閣下不應主要或純粹根據過往表現而作出投資決定。
- 本文件所載資料並無因應閣下的個人情況而予以覆檢。閣下在作出任何投資決定之前，須評估本身的財政狀況、投資目標及經驗、承受風險的意願及了解有關產品之性質及風險的能力。個別投資產品的性質及風險詳情，請細閱相關銷售文件，以了解更多資料。尚有任何疑問，本行建議閣下於進行交易或投資前應徵詢獨立財務和稅務顧問的專業意見。
- 投資決定是由閣下自行作出的，但閣下不應投資任何產品，除非中介人於銷售該投資產品時已向閣下解釋經考慮閣下的財務情況、投資經驗及目標後，該投資產品是適合閣下的。

由中國銀行 (香港) 有限公司刊發，版權所有，不得轉載。