



市场展望与投资策略

2017年第四季

市场展望

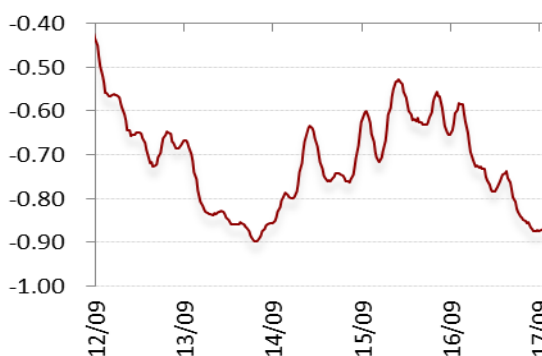
有见及环球经济同步增长加快，货币政策正常化进度非常缓慢，还有企业盈利增长强劲，我们继续深信风险资产于今年第四季度将会备受追捧。美国今年次季的本地生产总值（GDP）增长创下自2011年以来的新高，这增幅的强度在趋势之上，令人喜出望外，因此我们的基本预想依然维持不变，即环球经济动力丝毫无损，且经济于今年完结之前至少会以与趋势一致的速度增长。尽管美国经济已进入周期的后半段而呈现出平稳增长，但是欧元区、日本、新兴市场的经济增长加快，对于弥补美国的不足可能绰绰有余。近来，大部分成熟经济体的通胀一直微弱，不过可能已经见底。芝加哥联邦储备银行的美国全国金融状况指数（图1）显示，即使联邦储备局两度调高利率，金融环境却仍然宽松。商业开支上升和世界贸易持续改善也有助于支撑环球经济复苏，并且令公司获利。虽然我们继续普遍看好风险资产，投资者今季却不应应对潜在的「逆风」掉以轻心：美国不明朗的政治前景、地缘政治局势紧张、贸易保护主义风险等因素可能导致风险资产市场加剧波动。如前所述，采取较为分散的资产配置，以便从中减低资产类别的相关性。

芝加哥联邦储备银行的美国全国金融状况指数显示，即使联邦储备局两度调高利率，金融环境却仍然宽松

美国

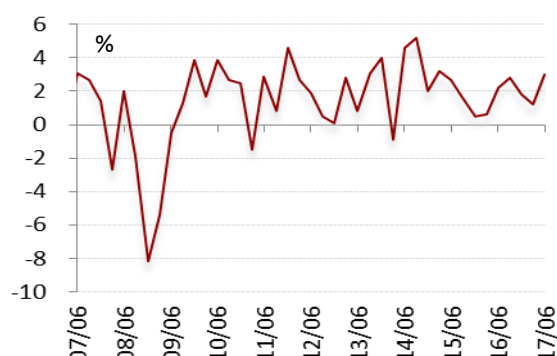
美国第二季GDP增长获调高至3%后（图2），当地经济于今年余下的时间，预计会依循与趋势一致的速度增长。经过了八年的扩张，美国经济很可能已步入商业周期的后半段，然而，出现显著放缓的迹象目前鲜有踪影。建屋活动可能已经见顶，今后或许只能够平稳增加。

图1·芝加哥联邦储备银行全国金融状况指数



数据源：彭博、中银香港，27-9-2017

图2·美国季比GDP（经季节性调整之年增长率）



数据源：彭博、中银香港，27-9-2017



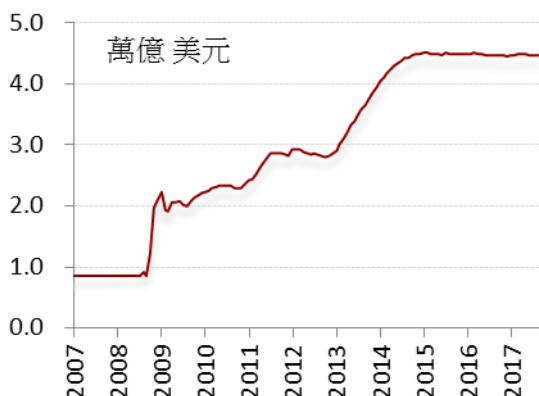
商业投资则于2015/16年度经历呆滞的增长后出现比较强劲的反弹。失业率进一步下降至4.4%，创下于全球金融危机前自2007年6月以来的新低，这令消费者开支（在美国GDP中占比近七成）的强劲增长得以维持。

一如所料，联储局于10月开始缩减其规模达到4.5万亿美元的资产负债表(图3)，正式启动量化紧缩。但为了尽量减低对市场的影响，联储局将如履薄冰，利用四年的时间来把资产规模缩减至3.5万亿美元。另一方面，主席耶伦就联储局可能于12月加息发表了略为强硬的言论，却是在市场的意料之外。耶伦相信通胀微弱只会维持一段短时间，而全民就业反而能迫使工资上涨，最终使通胀率于今年较后的时间攀升。我们认为美国的核心通胀能够匍匐上升，惟幅度仍然不大。若果联储局继续按照其加息时间表行事，货币和债券市场可能要可能已经作出了相应的反映。

若果联储局继续按照其加息时间表行事，货币和债券市场可能已经作出了相应的反映

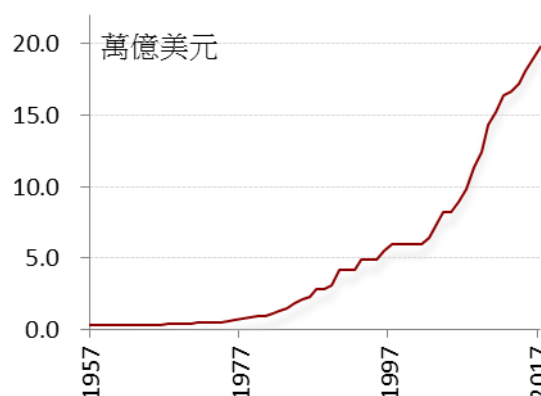
政治方面，由于总统特朗普与民主党人意外地达成共识，美国联邦政府的债务上限（图4）获延期三个月至今年12月，致使于9月一直酝酿的债务危机暂时得到化解。执笔时，共和党提出的医疗保健议案已经失败，市场遂把焦点放在税务改革之上。因为税务改革触礁对明年11月的中期选举形势将产生不良影响，故共和党人须于临近年底前通过某些形式的税务改革的压力愈益沉重。入主白宫九个月以来，特朗普及共和党人在具意义的立法工作上毫无建树，而「特朗普交易」的利好效应已经完全消失。考虑到市场的期望不大，假如税务改革真的成事，我们认为这可能对大市构成上行风险。

图3·联储局资产负债表



数据源：彭博、中银香港，27-9-2017

图4·美国法定债务上限



数据源：彭博、中银香港，27-9-2017



中国内地

受到基础建设投资和出口复苏所带动，内地制造业于8月继续稳健增长。鉴于环球需求增大，加上国内消费表现强韧，内地的经济势头很可能于年底前一直保持下去。天气酷热和豪雨导致食品涨价，8月份消费物价指数 (CPI) 因此攀升至1.8%。不过，通胀率预料维持在政府所订的3%目标水平。8月份生产物价指数 (PPI) 上升至5.7%，创下近四个月以来的新高，这显示了经济活动不断加强，结果令人鼓舞。但另一方面，中、美贸易关系最近趋于紧张，这仍旧是风险所在。

于第四季，市场的注意力将聚焦在10月18日举行的中国共产党第十九次全国代表大会之上。外界预期国家主席习近平将会加强其权力基础，巩固其做为内地核心领导人的角色，从而能够进一步实行有迫切需要的改革。我们认为社会稳定继续比经济增长重要，所以，虽然中国决策者会继续推行迫切的改革，但为了避免市场动荡兼维持金融稳定，改革的步伐只会缓慢而平稳。适当的货币工具配合良好协调的监管将会用来应付信贷过度增长 (图5) 与影子银行的问题，然而，内地的整体货币政策将继续保持中性。

适当的货币工具配合良好协调的监管将会用来应付信贷过度增长与影子银行的问题，然而，内地的整体货币政策将继续保持中性

欧元区

经过了上半年的强劲增长之后，欧元区经济于下半年仍没有出现减弱的迹象，其今年全年的增长很可能达到2.5%。9月份采购经理指数 (PMI) 综合值为56.7，反映经济动力继续保持强劲。扩张性财政和货币政策可以使经济更强而有力。世界贸易复苏为欧元区的出口与投资带来更大的支持。整体通胀 (图6) 于8月上升至1.5%，可是核心通胀继续稳定地处于1.2%，依然低于欧洲中央银行所订的2%通胀目标。

图5·中国内地在岸人民币每月新增贷款



数据源：彭博、中银香港，27-9-2017

图6·欧元区CPI (年比)



数据源：彭博、中银香港，27-9-2017

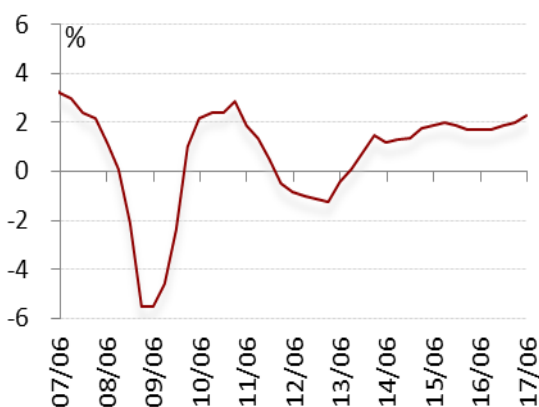


随着马克龙于5月当选为法国总统，欧元区的政治不明朗因素已经大大减少却并未完全消除。默克尔在德国大选中获胜实在是意料之内。意大利可能惹人注目，不过其政党「五星运动」似乎打算就欧元举行公民投票一事上打退堂鼓。虽然民粹主义崛起现在没有造成威胁，惟中期内仍然是一项风险。欧元区的经济是「久旱逢甘霖」，其复苏现已重新赢得市场的信心。

尽管欧元区通胀率仍远低于欧央行的目标，区内经济的强劲复苏(图7)却早已引起市场猜测央行官员将会有所行动。今年以来，欧元兑美元升值了14% (图8) 便无疑是一项明证。市场普遍预期量化宽松计划可能于明年内划上句号。在即将召开的10月份议息会议上，欧央行行长德拉吉很可能就削减买债的过程提供更多线索。然而，市场估计欧央行要到临近明年底方会加息，所以于短期至中期内，欧元区将会保持适应性的货币环境。

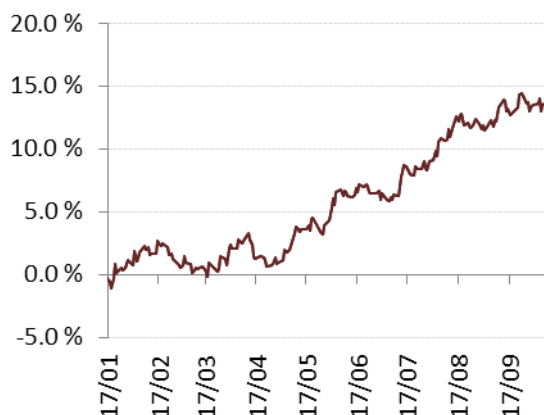
市场估计欧央行要到临近明年底方会加息，所以于短期至中期内，欧元区将会保持适应性的货币环境

图7·欧元区GDP (年比)



数据源：彭博、中银香港，27-9-2017

图8·欧元兑美元年内表现



数据源：彭博、中银香港，27-9-2017

英国

撰文时，英国首相文翠珊刚刚发表讲话，提议在英国脱离欧洲联盟后设立为期两年的过渡期，即是英国要把其现状延长至2021年，而即使在「脱欧」之后，英国还是会向欧盟预算案支付200亿欧元。我们尚未知道这和解性的讲话是否足以令欧盟谈判专员巴尼耶到10月中前宣告取得「充分进展」，从而把「脱欧」谈判由各自表述意见递进至双边贸易合作关系的会谈。与此同时，英国经济似乎仍然动力十足。消费市场道蓬勃使零售销售保持强劲增长。净出口与旅游业则因为英镑大跌而得益。不过，「英国脱欧」前景未明导致营商信心明显受挫。



此外，英镑贬值促使英国的核心通胀率（图9）于8月进一步攀升至2.7%，超出了英伦银行的2%通胀目标。通胀不断升温已令大部分的货币政策委员会委员相当忧虑。为了对抗通胀，他们倾向认为「于接下来的几个月内，撤回一些货币刺激措施很可能是合适的做法」。我们认为英伦银行将会进退维谷——要在通胀加剧兼「脱欧」谈判构成巨大政治不明朗因素的环境下试图维持扶持性货币政策——情况使人担心。

日本

日本第二季GDP创下两年多以来最大的增幅(图10)，结果令人印象深刻。个人消费与企业资本开支上升将继续为经济带来支持。再者，全球经济恢复同步增长，科技产业进入上升周期皆使日本出口业大大得益。即使没有日元贬值的帮助，日本经济今年看来还是表现良好，这一点最为令人鼓舞。失业率报2.8%，创下二十三年以来的新低。这反映出劳工供应紧绌，可是工资增长依然非常微弱。7月份核心CPI（不计及食品价格）为0.5%，仍远远低于日本中央银行所订的2%目标水平。有见及此，日央行暂时按兵不动的机会很大。就短期至中期而言，短期利率可能维持在-0.1厘，十年期日本政府债券则接近是零孳息。首相安倍晋三已经要求于10月22日举行提前大选。日本会否推行更多经济刺激措施，可能要视乎是次选举的结果而定。

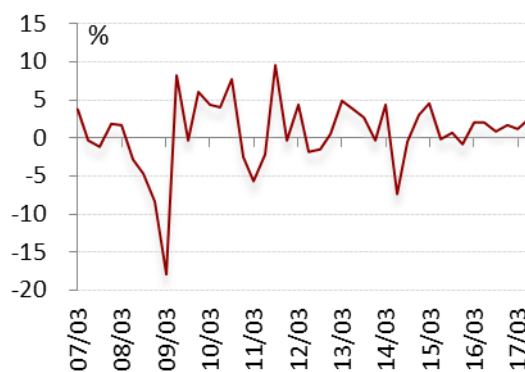
日本第二季GDP创下两年多以来最大的增幅，结果令人印象深刻。个人消费与企业资本开支上升将继续为经济带来支持

图9·扣除能源、食品、酒类、烟草价格之英国CPI（年比）



数据源：彭博、中银香港，27-9-2017

图10·日本GDP（年比）



数据源：彭博、中银香港，27-9-2017

新兴市场

受惠于美元贬值和环球生产活动回暖，新兴经济体的工业生产自年初起便出现显著改善，情况在以出口为主的亚洲经济体中特别明显。新兴经济体工业产值于7月录得四年多以来最快的上升速度。与此同时，



2017年第四季

通胀继续受控。大宗商品输出国的通胀率从2015年8月的10%，持续下降至今年7月的4.4%，这是新兴市场总通胀于7月跌至3%的主要原因。即使是于过去两年出现经济衰退的巴西（图11）和俄罗斯，也预料能为新兴市场的经济增长做出适度贡献。墨西哥的通胀似乎已经见顶，故当地央行能够采取比较宽松的政策来刺激经济。新兴市场当中，我们对于以出口为主的亚洲国家仍然看高一线，理由是它们的制造业基础较大，准能够从科技产业的上升周期中得益最多。展望第四季，只要美元保持平稳，联储局的加息步伐继续缓慢而稳定，我们认为新兴市场始自2016年下半年的经济复苏便不会出现逆转。再者，新兴市场的外汇储备和经常帐余额（图12）已经普遍提升，所以现在比较能够抵御利率和外来的冲击。因此，除非美元升值的幅度超出预期，联储局「缩表」的进度又较快，否则新兴市场的整体经济趋势很可能重现，于今年做出比较稳定的增长。现在比较能够抵御利率和外来的冲击。因此，除非美元升值的幅度超出预期，联储局「缩表」的进度又较快，否则新兴市场的整体经济趋势很可能重现，于今年做出比较稳定的增长。

展望第四季，只要美元保持平稳，联储局的加息步伐继续缓慢而稳定，我们认为新兴市场始自2016年下半年的经济复苏便不会出现逆转

图11·巴西GDP (年比)



数据源：彭博、中银香港，27-9-2017

图12·新兴经济体经常帐余额 (GDP占比)



数据源：彭博、中银香港，27-9-2017



▶ 市场观点

股票		固定收益		外汇	
地区	看法	债券分类	看法	货币	看法
美国	中性 (偏向正面)	美国主权债券	中性	美元	中性▲
欧洲	中性 (偏向正面)	高等级美元债券	中性	欧元	中性▼
中国内地/香港	中性 (偏向正面)	高息美元债券	中性	英镑	中性
日本	中性 (偏向正面)	高等级欧元债券	中性 (偏向负面)	日圆	中性
新兴市场	中性 (偏向正面)	高息欧元债券	中性	澳元	中性 (偏向正面)
亚洲(日本除外)	中性 (偏向正面)	新兴市场 非本土货币债券	中性	纽元	中性 (偏向正面)
		点心债券	中性	加元	中性 (偏向正面)
		中国内地 在岸主权债券	中性	离岸人民币	中性

▼ 低于上一次预测
▲ 高于上一次预测

评级表：
正面
中性（偏向正面）
中性
中性（偏向负面）
负面



股票

2017年第四季

美国股票

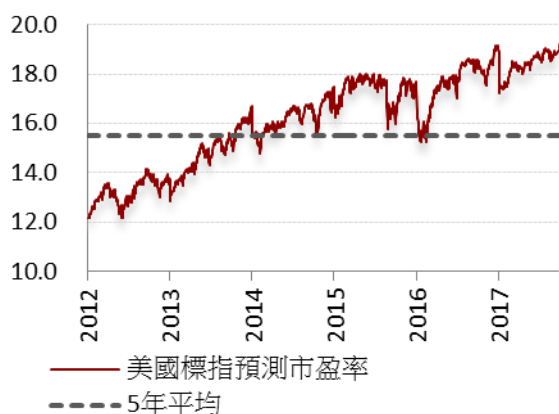
标准普尔500指数季内（至执笔之时）缓慢上升了3.51%，年内则报升13.2%。纳斯达克综合指数的走势亦相似，季内回报为4%，而年内上涨了19.4%。经过了两季的双位数字盈利增长之后，美股受到北韩导弹危机、特朗普政府的政治不明朗因素所困扰，结果于夏季呈现出横行格局。投资者也基于对历史数据的考虑，对于美股估值偏高不敢掉以轻心。执笔时，标普500公司的十二个月预测市盈率（P/E）为17.7倍（图13），高于五年平均值15.5倍与十年平均值14.1倍。尽管如此，大市似乎仍然韧力十足。8月时，标普500指数曾两次录得1.5%的单日跌幅，但由于投资者趁低吸纳，市场在这两次下跌中皆能够迅速稳定下来。

经过了两季的双位数字盈利增长之后，美股受到北韩导弹危机、特朗普政府的政治不明朗因素所困扰，结果于夏季呈现出横行格局

根据FactSet的资料，第三季企业盈利增长预测最近被调低至4.2%，这可能是反映两股飓风近日吹袭美国之后的结果。然而，随着受影响的州份正在进行重建，风灾的影响可能只会维持一段短时间，企业盈利预计于中期内便会回升。另外，市场正在缓慢消化联储局可能于12月加息的消息（图14），至于特朗普的税务改革可能为今季带来一些利好因素。虽然我们认为科技股可能不是今季的市场焦点，但考虑到它们的中期收入增长将会提升，盈利脉络又清晰，我们遂继续看好科技股。鉴于大市存在利好因素，投资者可以善用板块的估值差异，把资金从高估值股份调到低估值股票来捕捉获利机遇。若果加息和税务改革得到落实，通货再膨胀的主题便大行其道，届时，转入金融股等低估值板块的做法可能十分奏效。美股可以证明本身的韧性相当强，不过于地缘政治紧张局势恶化、政治不明朗因素没完没了之际，美股今季可能容易加剧波动，因此我们保留美股「中性偏向正面」的评级。

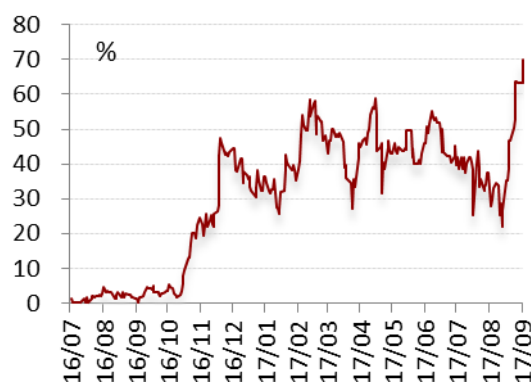
虽然我们认为科技股可能不是今季的市场焦点，但考虑到它们的中期收入增长将会提升，盈利脉络又清晰，我们遂继续看好科技股

图13·标普500指数预测市盈率



数据源：彭博、中银香港，27-9-2017

图14·联储局于2017年底前加息之机会率



数据源：彭博、中银香港，27-9-2017



中国内地及香港股票

受惠于人民币兑美元汇率上涨，加上数据显示经济正在持续复苏，内地股市于第三季徐徐上扬。执笔时，沪深300指数季内升5.28%，上海证券交易所综合股价指数涨6.03%，深圳证券交易所成份股价指数升3.78%。于上一季，地缘政治局势紧张导致环球大市动荡，可是内地股市颇能够独善其身，至于市场焦点反而落在即将于10月18日召开的中国共产党第十九次全国代表大会之上。外界对于新经济行业的成长、结构性改革政策，尤其是在多个产业加快推行国有企业改革方面的期望愈益殷切。投资者相信，与第一个五年任期相比，国家主席习近平于第二个任期将进一步实践「一带一路」发展蓝图，并带领内地实现可持续的经济增长。

投资者相信，与第一个五年任期相比，国家主席习近平于第二个任期将进一步实践「一带一路」发展蓝图，并带领内地实现可持续的经济增长

包括制造业PMI、价格水平（CPI（图15）和PPI的层面）的数据最近皆显示内地处于经济反弹且通胀压力温和的环境。上证指数成份股的整体企业盈利增长率于今年第二季重返15至20%的水平，盈利预测也获得调升。经过近期的升市之后，上证指数预测市盈率目前为14.7倍，大约处于其十年平均值水平，我们认为现水平并不昂贵。人民币兑美元的汇率上涨可能亦有助于内地股市造好。历史数据显示，A股对对应的H股存在溢价，与人民币兑美元汇率存有正相关关系（图16）。对于负有沉重美元债务而收入却以人民币计算的行业，人民币处于强势可以带来益处。举例而言，内地地产股应能在这情况中大大得益。我们对中国内地股票维持「中性偏向正面」评级。

图15·中国CPI（年比）



数据源：彭博、中银香港，27-9-2017

图16·恒生沪深港通AH股溢价指数与在岸人民币兑美元日线图



数据源：彭博、中银香港，27-9-2017

至于香港，其股市在北韩发射导弹之后迅速止跌回升。截至9月25日，恒生指数季内上涨了8.4%，并且连续八个月录得正回报。根据FactSet的资金流向资料，明晟（MSCI）中国指数成份股于过去几个月录得环



2017年第四季

球资金净流入，而被动基金是当中的主力。来自于国际投资者的资金帮助抵销了中国内地资金减少南下买入港股的影响。中国投资者对以港元计价的港股的需求下降，可能是他们暂时减少把人民币兑换为港元所致。另外，由于中资企业以人民币计算利润，而港股则以港元报价，人民币升值可能吸引到那些追寻估值赚头的国际投资者。

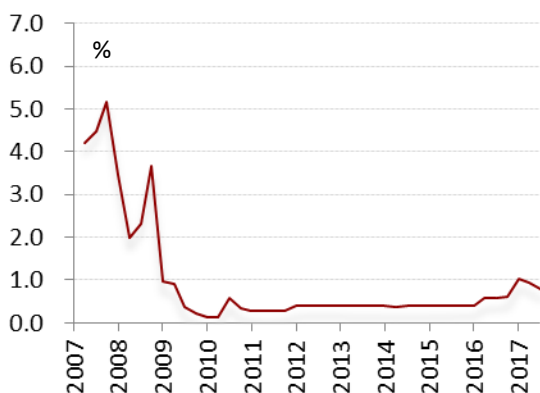
根据FactSet的资金流向资料，明晟(MSCI)中国指数成份股于过去几个月录得环球资金净流入，而被动基金是当中的主力。来自于国际投资者的资金帮助抵销了中国内地资金减少南下买入港股的影响

中资银行股、保险股、地产股赢得投资者的青睐，而正进行结构性改革的国企(由国营电力企业分拆出来的独立发电商，等等)，以及从事煤炭、采矿、建筑材料行业的公司也很可能备受追捧。随着市场对于香港政府可能加快发展郊野和农地的猜测有增无减，香港地产股亦获得估值上调。考虑到利率处于相当低的水平(图17)，本地人士对住宅又需求殷切，香港地产商可以有更大的空间来缩减资产净值折让。与内地股票的情况一样，我们继续给予港股「中性偏向正面」评级，不过与前几季相比，港股今季可能会更为波动。

欧洲股票

受惠于经济势头强劲，以及企业盈利表现令人鼓舞，欧洲斯托克50指数报升3.15%(至执笔之时)。有见及此，市场现在估计欧央行削减买债乃事在必行，然而，通胀微弱使德拉吉仍有选择时机的余地。在外汇市场，欧元正迈向自引入量化宽松以来的新高，这逼使大量投机性短仓须要平仓，故欧元汇价又给进一步推高。随着削减买债与通货再膨胀的主题高唱入云，欧洲市场准会耳目一新。首先，德国公债(图18)和法国政府债券孳息率于过去三个月内大约上升了20个基点，同时间，企业盈利前景改善有助于收窄企业信贷息差。再者，欧元区经济增长向好略为抵销了欧元升值对出口商所造成的影响，而欧元升值令欧洲股票的整体估值有所提升。

图17. 三个月期港元银行同业拆息定价



数据源：彭博、中银香港，27-9-2017

图18. 美国十年期国债孳息率日线图



数据源：彭博、中银香港，27-9-2017



默克尔在德国大选中报捷之后，须要就筹组联合政府进行复杂的谈判，于接下来的几个星期，这对于大市可能产生不明朗因素。但另一方面，市场对法国总统马克龙的经济改革蓝图寄望甚殷。考虑到欧央行不会贸然实施紧缩措施，我们看到欧洲股市有上涨的潜力。至执笔之时，英国股市季内上升0.95%。随着英伦银行示意快将加息，英镑兑美元和欧元皆展现强势。然而在经济增长呆滞，还有「脱欧」谈判可能困难重重的背景下，英国股市的表现可能难以与欧洲同侪相提并论。简言之，考虑到欧洲经济持续复苏，企业盈利有所增加，我们把欧洲股票的评级维持在「中性偏向正面」。

市场对法国总统马克龙的经济改革蓝图寄望甚殷。考虑到欧央行不会贸然实施紧缩措施，我们看到欧洲股市有上涨的潜力

日本股票

尽管北韩局势持续紧张，东京证券交易所股价指数于第三季（截至9月25日）按本地货币计算的升幅为3.82%，这良好表现有赖于上几季已经出现的几项基本因素。首先，基于企业盈利稳步增长，市场对于今年东证指数每股盈利的共识预测已大概调高至按年上升30%（图19）。这增幅之大于近年来可谓数一数二，而且与日本GDP增长率将会上升的预测（高达按年增长2%，也是近年的一大升幅）互相呼应。近来，日本的就业市道趋于蓬勃，意味着工资推动通胀再膨胀的预期将会攀升。这趋势有两种可能的结果，其一是雇员薪酬上升可能令企业利润下降，另一是工资上涨会带动整体通胀攀升，这对于刺激本土消费或许有帮助。我们更倾向于较长的期间，加薪会刺激消费这利好预期。

基于企业盈利稳步增长，市场对于今年东证指数每股盈利的共识预测已大概调高至按年上升30%。这增幅之大于近年来可谓数一数二，而且与日本GDP增长率将会上升的预测互相呼应

日圆贬值（图20）是推动日股上扬的另一主要力量。因为日圆与美元、欧元等其他主要货币的收益差距可能扩大，日圆今季可能进一步贬值，结果为日股带来支持。从微观的角度来看，日本政府致力提升整体企业管治水平和股东回报，其成果看来令人满意，这从东证指数过去十二个月的每股盈利和每股股息创下多年来的新高中可见一斑。再者，

图19·东证指数之预估每股盈利



数据源：彭博、中银香港，27-9-2017

图20·美元兑日圆日线图



数据源：彭博、中银香港，27-9-2017



于过去的四年间，每股股息增长远远高于每股盈利增长，这看起来令人感到鼓舞。不过，首相安倍晋三趁近期民望回升，要求于10月举行提前大选，这是即将临近的政治不明朗因素。假如安倍无法以大比数获胜，市场便会质疑「安倍经济学」是否能维持下去。总而言之，我们见到利好的基本因素，但短期内亦有政治的不确定性，所以继续给予日股「中性偏向正面」评级。

新兴市场股票

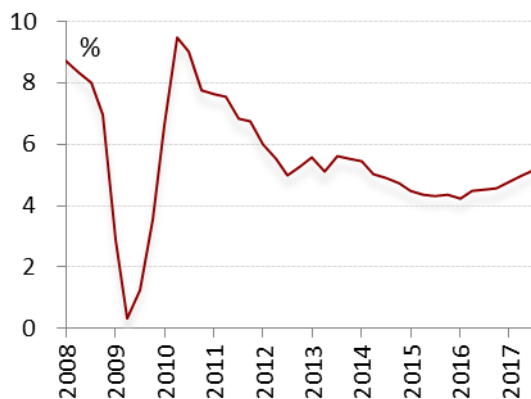
截至9月25日，新兴市场股票季内涨8.64%，年内总回报达到28.83%，这优异的表现乃全球经济踏入繁荣周期，美元贬值，还有成熟市场实施有利的货币政策所致。受惠于大宗商品价格回升，新兴市场经济自2016年下半年起开始好转（图21）。受到国内需求和出口所带动，新兴市场的经济增长不断改善，增长率与成熟市场的再次拉开，增速加快是自2010年以来首次。新兴和成熟市场的经济增长差距扩大，中期内可以支撑新兴股市的表现。

受到国内需求和出口所带动，新兴市场的经济增长不断改善，增长率与成熟市场的再次拉开，增速加快是自2010年以来首次

再者，就预测市盈率而论，新兴市场股票对比成熟市场股票仍然存在大幅度的估值折让（图22），因此新兴股市依然相当吸引。新兴市场企业仍在努力摆脱低基数的盈利表现，随着营运和财政状况持续改善，其利润率与增长应该仍有重大升幅。资产配置上，环球投资者在新兴市场的持股仍然偏低，新兴市场在环球股市中占11%，可是环球投资者仅持有其中的6%。鉴于投资气氛良好和资金不断流入，估计这缺口将会得到填补。所以，我们续以中性偏向正面的观点看待新兴市场股票，不过，投资者应留意与新兴市场有关联的风险，即联储局会否加快「缩表」，地缘政治局势恶化，以及中国内地经济增长急剧放缓会对新兴市场经济产生溢出效应。

资产配置上，环球投资者在新兴市场的持股仍然偏低，新兴市场在环球股市中占11%，可是环球投资者仅持有其中的6%

图21·新兴经济体实际GDP（年比）



数据源：彭博、中银香港，27-9-2017

图22·MSCI新兴市场指数与MSCI世界指数之预测市盈率



数据源：彭博、中银香港，27-9-2017



债券

2017年第四季

我们今季仍旧以中性观点看待做为资产类别的固定收益工具。踏入第三季，随着孳息下跌和息差收窄，债券投资者轻而易举获得稳定且丰厚的回报。然而，债市于今年夏季并非一帆风顺——市场揣测央行官员在全球央行行长年会的讲话中隐藏资产负债表正常化的线索，北韩发射导弹引发地缘政治局势紧张，特朗普政府继续闹出政治风波——息差于8月底时被拉宽。此外，由于市场自9月起便等待主要央行的决策结果，孳息开始从今年的低位反弹。虽然早前积累的部分债券回报被蚕食，但投资者于第三季仍能勉强获得与之前两季差不多的回报。执笔时，债券中表现位列三甲的类别依旧为：新兴市场债券（摩根大通环球新兴市场债券指数：年内涨8.8%，季内升2.48%），其次为美国高息债（彭博美元高息债券指数：年内升7.1%，季内升1.94%），之后是亚洲信贷（摩根大通亚洲信贷指数（图23）：年内回报5.75%，季内回报1.72%）。欧洲高息债（彭博—巴克莱泛欧洲高息债券指数）亦紧随其后，做出年内报升5.5%和季内回报1.56%成绩。

踏入第三季，随着孳息下跌和息差收窄，债券投资者轻而易举获得稳定且丰厚的回报

虽然与第二季相比，第三季的全球经济数据和企业盈利未必能够相提并论，但考虑到大部分成熟经济体普遍实施扶持性财政政策，金融条件宽松，还有全球贸易回暖，经济增长势头于今年完结之前应该仍会保持完好。在这种环境底下，信贷市场应该维持稳健，不过，杠杆化亦一直缓慢增加，情况在信贷质素较差的企业债券中特别明显。而且，世界三大经济体（G3）的通胀低沉令人失望（图24），所以，即使欧美开始收紧货币政策，预料其进度也十分缓慢。

考虑到大部分成熟经济体普遍实施扶持性财政政策，金融条件宽松，还有全球贸易回暖，经济增长势头于今年完结之前应该仍会保持完好

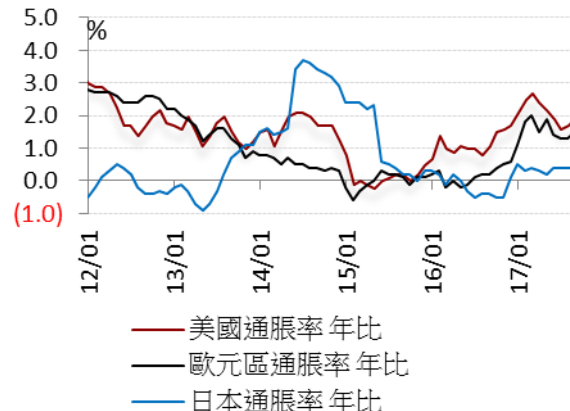
另一方面，由于因息差收窄而来的大部分回报早已于这多年的信贷牛市中给提取，我们估计于今年完结之前，推动信贷回报的将会是利差而非资本增长。投资者也要留意北韩和美国的紧张关系会引发市场动

图23·摩根大通亚洲信贷指数（核心）



数据源：彭博、中银香港，27-9-2017

图24·美国、欧元区、日本之CPI（年比）



数据源：彭博、中银香港，27-9-2017



荡。此外，市场对于美国税务改革内容的期望可能利好债息走势，结果令债市回报受损。鉴于欧元投资级债券的绝对收益处于低水平，我们仅给予「中性偏向负面」评级，除此之外，其他债券类别的评级仍旧为「中性」。至于新兴市场债券和亚洲信贷，只要美元继续维持窄幅上落，资金流入又保持强劲，预料两者的表现仍会相当强韧。

美国政府债券

随着国债孳息拾级而下，美国国库券于第三季录得正回报。美国十年期国债孳息于第二季最高曾到达2.4厘，在6月加息之后却持续下滑。8月底时，地缘政治的不明朗因素驱使资金流入美国国债避险，结果使孳息率的跌势加剧，且一度下跌至2.01厘，创下今年的新低（图25）。之后，因为联邦公开市场委员会即将召开9月份会议，加上飓风吹袭令通胀上升，扭转了通胀数据（CPI）过去连续五个月低于预期的下跌势头，所以国库券孳息率方开始回升（图26）。

图25. 美国十年期国债孳息率日线图

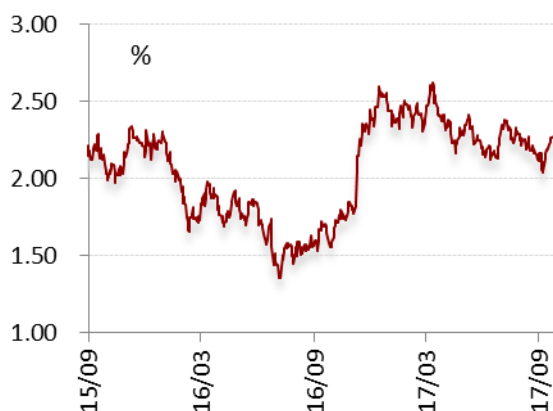
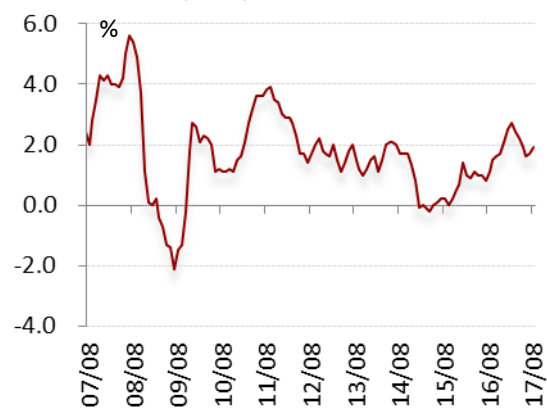


图26. 美国CPI(年比)



9月份议息会议之后，联储局就短期货币政策发表了强硬言论，继续预期今年内会再加息一次，这消息超出了市场价格已经反映的范围。然而，联储局对于中期的加息轨迹趋于审慎，2019年利率预测已经由2.9厘调低至2.7厘，长期均衡利率则由3厘下降至2.75厘，这可能是核心通胀率过去一年无法达到2%目标水平所致。另一方面，早在意料之内的「缩表」公布了无惊喜，亦表明了正常化将会循序渐进。由于这已是众所周知，国库券市场短期内不会受到太大影响。此外，市场已经考虑到加息步伐明年将大幅地减慢，因此国债孳息一直处于较低的范围。我们预期，除非通胀升温，或者孳息率因为税务改革方案取得良好结果而攀升，否则美国十年期国债孳息年底前会维持在2至2.5厘之间徘徊。地缘政治局势紧张会不时对美债孳息造成下行压力。

我们预期，除非通胀升温，或者孳息率因为税务改革方案取得良好结果而攀升，否则美国十年期国债孳息年底前会维持在2至2.5厘之间徘徊



美国信贷

按总回报计算，美国高息债比美国投资级债券优胜（第三季：1.94%对1.38%；本年至今：7.1%对5%）。由于地缘政治局势紧张，加上联储局发表的言论措辞强硬，美国投资级债券自9月起一直受到息差扩阔所拖累，但与此同时，美国高息债表现仍保持强韧（图27）。我们估计于今年完结之前，美国的投资级和高息债券皆维持窄幅上落，但考虑到投资者在依然低息的环境下渴求绝对收益，高息债遂可能继续跑赢投资级债券。

联储局打算再加息一次并进行「缩表」，结果会令债息攀升，而美国投资级债券息差也因而扩大。另外，杠杆化仍在大批评级较低的美国信贷中不断增加，只是丰厚的企业盈利致使问题被淡化。从好的方面来看，税务改革方案的讨论会重燃盈利上调的希望，从而使息差收窄（虽然美国投资级债券息差早已缩减至106个基点，比其五年来低位100个基点仅高出6个基点）（图28）。总而言之，我们今季仍旧给予美国投资级债券「中性」评级。

图27·彭博—巴克莱美国企业高息债总回报指数
(最低收益率)



数据源：彭博、中银香港，27-9-2017

图28·彭博—巴克莱美国企业债券总回报指数之
期权调整利差



数据源：彭博、中银香港，27-9-2017

自今年以来，美国高息债一直得到多项利好因素支持，即如趋势一样的经济增长，通胀压力温和，更稳固的能源价格，盈利前景有所改善，还有股市持续造好，而这些因素预料到今季依然会持续下去。此外，信贷基调改善使美国高息债的违约率下降，现已跌至历史平均水平以下。市场预计违约率今年会维持在2%（目前为2.76%）。然而，美国高息债息差于第三季进一步收窄，现已达到352个基点的紧绷水平，亦即比其五年来低位323个基点仅高出19个基点，收益率亦只得5.54%，所以，美国高息债今季仍会做为利差收益工具，可是其升值空间有限。

自今年以来，美国高息债一直得到多项利好因素支持，即如趋势一样的经济增长，通胀压力温和，更稳固的能源价格，盈利前景有所改善，还有股市持续造好，而这些因素预料到今季依然会持续下去



欧洲信贷

欧元投资级债券和欧元高息债于第三季皆录得正回报。事实上，虽然我们自今年第二季起把欧元投资级债券的评级定为「中性偏向负面」，其于第三季录得的0.91%回报却是今年以来最佳的季度回报，这主要是避险资金驱使公债孳息下降，以及6、7月份通胀值下跌所致。8月下旬，市场猜测欧央行打算结束买债计划，息差因而扩大，导致欧元投资级债券的回报被蚕食（图29）。即使德拉吉在9月份议息会议上未有透露量化宽松计划何去何从，但由于目前的买债计划将于12月完结，欧央行必会于今季拟定方案最后的细节，而这很可能在10月份的会议上得以完成。市场对于收紧货币政策的预期会驱使债息攀升与息差扩阔。考虑到欧元投资级债券孳息率处于低水平（目前为0.68厘），我们今季继续给予「中性偏向负面」评级。相对上，欧元高息债的孳息率较高（目前为3.27厘），预料在欧央行即将进行的「缩表」之中能够有较好的忍受能力。此外，企业盈利前景继续一片光明，加上低违约率也会利好欧元高息债的表现。

相对上，欧元高息债的孳息率较高，预料在欧央行即将进行的「缩表」之中能够有较好的忍受能力。此外，企业盈利前景继续一片光明，加上低违约率也会利好欧元高息债的表现

新兴市场债券

经过了第二季的市场波动后，新兴市场债券于第三季回升，季内录得回报2.48%，年内回报则累积至8.8%。于第三季，新兴市场债券因为全球持续做出不俗的GDP增长和美元疲软而造好。另外，新兴市场的通胀水平仍低（图30），使当地央行可以有余地不急于加息。因此就实际收益率而言，新兴市场本地货币债券依然具有吸引力。我们认为于年底前，全球经济仍有不俗的增长，投资者依然会追逐收益，所以，即使后市可能出现波动，我们仍继续看好新兴市场债券。联储局就今年可能第三次加息发表了强硬言论，这可能会令美元走强。市场对于美国税务改革的期望亦可能使美元出现短期反弹。

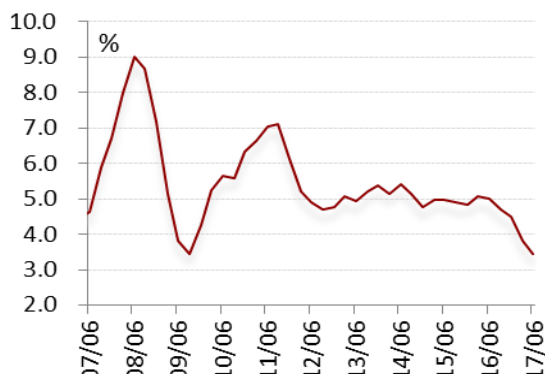
我们认为于年底前，全球经济仍有不俗的增长，投资者依然会追逐收益，所以，即使后市可能出现波动，我们仍继续看好新兴市场债券

图29·彭博-巴克莱泛欧洲总体企业债券总回报指数之期权调整利差



数据源：彭博、中银香港，27-9-2017

图30·新兴经济体CPI（年比）



数据源：彭博、中银香港，27-9-2017



美元升值和美国利率上息对新兴市场债券有弊无益。不过，假如美债孳息上升乃经济增长前景改善所致，股票之类的风险资产便可能造好，新兴市场债券息差应会因而收窄。总的来看，基于新兴市场债券的基调持续改善，资金流入依然丰沛，我们今季维持「中性」评级，并把每次大市调整视为买入新兴市场债券的良机。

▲亚洲（及中国内地）信贷

有别于同类的美国和欧洲债券，亚洲信贷在8月底至9月初的地缘政治紧张局势中表现相当扎实，摩根大通亚洲信贷指数仅跌0.2%，与此同时，美国投资级债券跌0.54%，欧元投资级债券跌0.46%。不过，当美债孳息于联邦公开市场委员会召开9月份会议之前回升，亚洲信贷却表现疲软。展望第四季，美国加息和短期的美元反弹很可能阻碍新兴市场债券造好，亚洲信贷也会受到拖累。但诚如上文所言，若果美国利率乃因为经济增长加快而上升，做为风险资产之一的亚洲信贷仍能上扬。亚洲企业上半年未计利息、税项、折旧、摊销前的利润（EBITDA）按年飙升30%，其中以中国内地和印度为主要的推动力，这证明了区内企业的基调的确有所提升。再者，亚洲信贷比同类的欧、美债券具有相对较高的孳息率，可以对利率上升产生缓冲作用。此外，尽管供应量庞大过了（今年全年的亚洲信贷供应预计达到2,650亿美元，远高于2014年创下的纪录2,400亿美元），但考虑到本地需求持续旺盛，亚洲信贷一直得到强大的技术性支持。8月下旬，一家内地国有银行能够成功发行规模为76亿美元的历来最大笔亚洲美元新债，便是一项强而有力的证明。简言之，我们继续给予亚洲信贷「中性」评级。

展望第四季，美国加息和短期的美元反弹很可能阻碍新兴市场债券造好，亚洲信贷也会受到拖累。但诚如上文所言，若果美国利率乃因为经济增长加快而上升，做为风险资产之一的亚洲信贷仍能上扬

继穆迪于5月降低内地的信贷评级后，标准普尔于9月21日亦把内地的主权评级下降一级，由AA-（负面）调低至A+（稳定），理由是中国内地的信贷增长处于高水平，情况令人关注。因为降级早已在意料之内，而结果亦只是使三大评级机构的中国内地信贷评级互相看齐，故内地信贷市场并无受到太大冲击。踏入第四季，考虑到中共十九大将于10月中揭幕，在国企债券中寻求利差回报仍是较为可取的投资操作。就离岸人民币点心债和在岸人民币主权债而言，我们预计在岸人民币于今年大涨后须作喘息。鉴于在岸人民币于今年余下的时间走势平稳，我们续以中性观点看待点心债与中国内地主权债。

踏入第四季，考虑到中共十九大将于10月中揭幕，在国企债券中寻求利差回报仍是较为可取的投资操作



外汇

2017年第四季

美元

一如所料，联储局把联邦基金利率维持在1至1.25厘的区间之内，并且宣布于10月开始缩减其规模达到4.5万亿美元的资产负债表。起初，联储局会每月减少持有40亿美元的不动产抵押贷款证券和60亿美元的美国国库券，之后，与这相同的减持量每季迭加一次，直到前者金额达到200亿美元，后者金额达到300亿美元的上限为止。除「缩表」(图31)之外，联储局还提供了加息时间表。最新的位图显示，联储局于今年年底前会再加息一次，明年将加息三次，到2019年则加息两次。较长期利率预测中值由3厘调低至2.75厘。随着联储局把今、明两年的加息次数维持不变，美元在消息公布后进一步反弹。展望后市，联储局需要时间来了解通胀持续低沉的来龙去脉，所以12月加息可能仍是未知之数。短期之内，通胀率预料会维持在2%之下，但中期内攀升至2%目标水平附近徘徊的机会依然很大。美元很可能于第三季已经见底。鉴于联储局可能于12月加息，加上技术上的支持，美元于接下来的几个月可能窄幅上落。不过，美国与同侪间的经济增长差距缩小，它们的货币政策又大都朝相同的方向前进，因此美元的潜在升值空间可能有限。有见及此，我们今季仍旧给予美元「中性」评级。

展望后市，联储局需要时间来了解通胀持续低沉的来龙去脉，所以12月加息可能仍是未知之数。短期之内，通胀率预料会维持在2%之下，但中期内攀升至2%目标水平附近徘徊的机会依然很大。美元很可能于第三季已经见底

欧元

欧央行9月份议息会议是市场另一焦点所在。行长德拉吉所带来的重大讯息是欧央行快将退出其量化宽松计划，惟并不赶急。他确认了管理委员会已开始初步讨论量化宽松计划可以如何变更，并进而承认欧元区的通货再膨胀力量可以令通胀前景变得暗淡。然而，市场现在估计欧央行不久便会逐步撤销其刺激措施。这预期迫使欧元上冲至1.2092，创下自2015年1月以来的新高(图32)。对于是否要在10月份会议上订定最终的退市日期，欧央行官员却意见分歧。欧元最近急升肯定使欧央行陷入进退两难的窘境——欧元大涨也令欧央行有余地再延长刺激

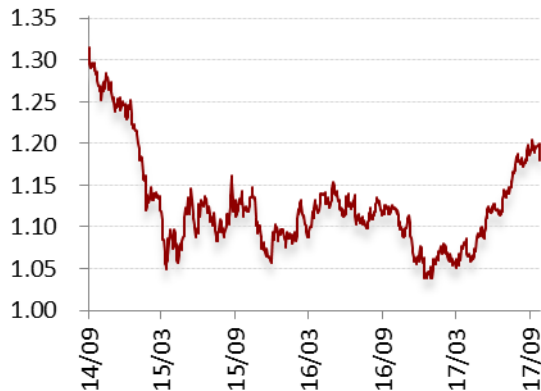
随着美元出现技术性反弹，欧央行管理委员会意见不一，我们相信在削减买债一事未有比较清晰的决定之前，欧元区一直在近期的区间内整固

图31·联储局资产负债表



数据源：彭博、中银香港，27-9-2017

图32·欧元兑美元日线图



数据源：彭博、中银香港，27-9-2017



方案。总的来看，随着美元出现技术性反弹，欧央行管理委员会意见不一，我们相信在削减买债一事未有比较清晰的决定之前，欧元会一直在近期的区间内整固。今季，我们把欧元的评级调低至「中性」。

▲ 英镑

尽管市场对于英国经济状况仍有质疑，惟当地7月份失业率下降至4.3%，创下自1975年以来的新低。另一方面，通胀压力增加，8月份CPI上冲至2.9%，远高于英伦银行所订的2%通胀目标，这主要是货币升值所致。「英国脱欧」公投之后，英伦银行随即减息并扩大每月的资产购买计划来振兴经济。此举导致英镑急剧贬值，结果令入口价格上涨，国内通胀升温。英伦银行现在暗示，若果经济继续增强，通胀压力持续增加，行方便很可能于接下来的几个月内调高利率。行长卡尼再次重申「英国脱欧」大有可能使通胀升温，这令加息更加理所当然。经过央行多番暗示后，撰文之时，英国于年底前加息的机率已飙升至超过76%（图33），英镑因而进一步走强。虽然如此，大家不应忽略「脱欧」对经济的冲击尚未完全显现，而极之复杂艰巨的「脱欧」谈判还未得到充分的反映。因此，我们预期英镑将会窄幅上落，兑美元的汇价会在1.38至1.4的区间附近见顶。

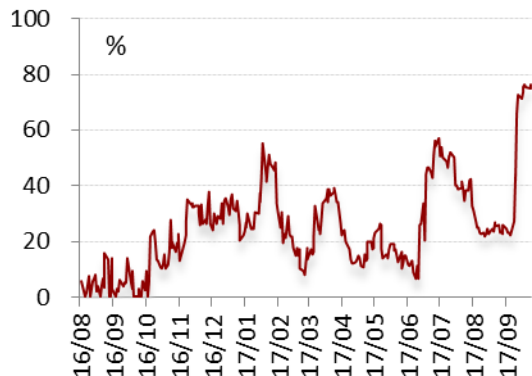
大家不应忽略「脱欧」对经济的冲击尚未完全显现，而极之复杂艰巨的「脱欧」谈判还未得到充分的反映。因此，我们预期英镑将会窄幅上落，兑美元的汇价会在1.38至1.4的区间附近见顶

▲ 日圆

执笔时，日本首相安倍晋三刚宣布解散众议院，并要求于10月22日举行提前选举。安倍内阁的支持度因为政治丑闻而大跌，到现在已经有所回升。假如安倍内阁能够取得大比数胜利，宽松的货币政策便大有机会持续下去。鉴于通胀和工资增长呆滞，日央行在最近的议息会议上把利率与孳息曲线控制维持不变。行长黑田东彦重申，日本的经济表现优于预期，可是通胀率仍远低于2%目标水平（图34）。有别于其他主要央行，日央行倾向维持宽松货币政策，所以孳息差距会令日圆贬值。但是，日圆既作为避险货币，便可以从地缘政治紧张中得益。故此，我们今季仍旧给予日圆「中性」评级。

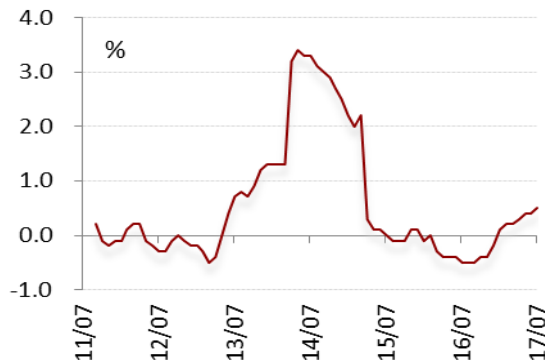
有别于其他主要央行，日央行倾向维持宽松货币政策，所以孳息差距会令日圆贬值。但是，日圆既作为避险货币，便可以从地缘政治紧张中得益

图33·英国于2017年底前加息之机会率



数据源：彭博、中银香港，27-9-2017

图34·扣除新鲜食品价格之日本全国CPI（年比）



数据源：彭博、中银香港，27-9-2017



▲ 澳元

一如所料，澳洲储备银行在9月份的会议上维持货币政策不变，并且再次坚称低利率能继续为经济带来支持。再者，澳储行对于就业环境似乎感到乐观，理由是8月份新增职位达到54,200个，此乃接近两年来最大的增幅（图35）。澳储行进而指出，多项领先指针均显示就业市场出现稳健且应能持续的增长。住宅市场方面，澳储行称全国的情况继续各有差异，但有迹象显示市场正在降温。尽管如此，因为家庭债务增加可能阻碍消费增长，故澳储行依然视之为一大隐忧。虽然澳元坚挺令人关注，但就经济前景而言，今次议息声明的论调普遍比上一份的乐观。另外，做为澳洲最大贸易伙伴的中国，其经济正在温和扩张，这有助于支撑大宗商品的需求，结果使澳洲经济受惠。总言之，美元贬值很可能令澳元今季得到更大的支持。我们给予澳元「中性偏向正面」评级。

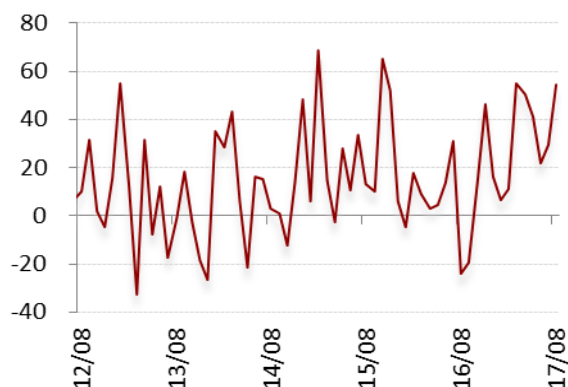
虽然澳元坚挺令人关注，但就经济前景而言，今次议息声明的论调普遍比上一份的乐观。另外，做为澳洲最大贸易伙伴的中国，其经济正在温和扩张，这有助于支撑大宗商品的需求，结果使澳洲经济受惠

▲ 纽元

撰文时，新西兰大选刚刚落幕。虽然执政的国家党获胜，但其得票率不足以避免组成联合政府的情况。筹组联合政府的磋商可能拖拉几周，短期内为纽元带来不明朗因素。另一方面，新西兰第二季GDP按季上升2.5%（图36）。近来，环球乳制品贸易价格指数回升。然而，纽国净迁入人口自6月起出现下跌，情况到8月份仍然持续，这可能会遏抑经济增长。展望将来，如新西兰储备银行在9月份的会议上再次表明，适应性货币政策将会持续下去。从各方面来看，纽元会受惠于环球经济同步增长和良好的投资气氛。我们今季续以中性偏向正面的观点看待纽元前景。

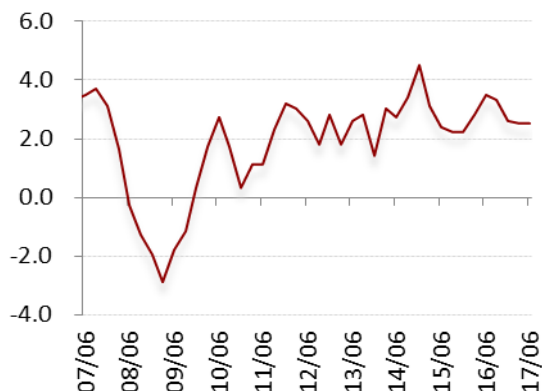
从各方面来看，纽元会受惠于环球经济同步增长和良好的投资气氛

图35·澳洲劳动力雇用量变化（经季节性调整）



数据源：彭博、中银香港，27-9-2017

图36·新西兰实际GDP（年比，经季节性调整）



数据源：彭博、中银香港，27-9-2017



▲加元

加拿大中央银行今年两度加息，令市场大感意外，这无疑令它成为近期最进取的央行。行方称最近的经济数据优于预期，经济更广泛地增长兼能够自给自足，从而证明加息是正当的决定。最新的GDP数据似乎会增强加央行收紧货币政策的信心。第二次加息之后，加元急剧升值并触及两年来的新高。尽管加元展现强势，但是加拿大的经济扩张速度仍是成熟市场之冠。加国于年底前加息的机会率现在高达67%（图37），所以加央行很可能第三次加息，而加元升势可能出乎意料。考虑到加息机会与经济表现比预期的好，我们今季给予加元「中性偏向正面」评级。

加国于年底前加息的机会率现在高达67%，所以加央行很可能第三次加息，而加元升势可能出乎意料

▲离岸人民币

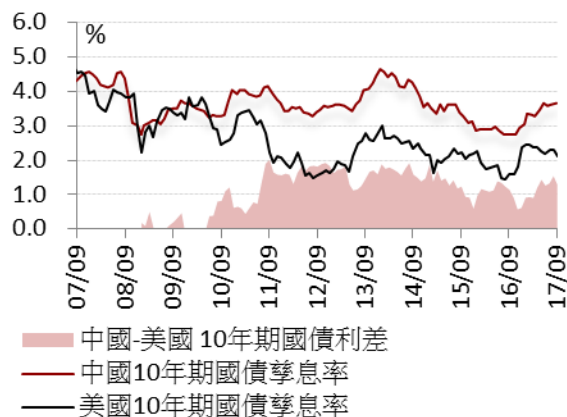
今年以来，离岸人民币兑美元一直稳步升值。最近，在岸人民币曾跌至6.4436，创下自2015年12月以来的新低。之后，中国人民银行取消向金融机构征收远期人民币外汇结算准备金，亦不再向外地金融机构在境内人民币清算行的离岸人民币存款收取准备金。此举反映中国愿意放宽监管，从而容许人民币慢而稳地贬值。市场普遍欢迎这项举措，并视之为人行发出强烈正面的放宽外汇管制讯号来提振离岸人民币市场。由于中、美孳息仍有差距（图38），中国的外汇储备恢复稳定，我们今季保留离岸人民币的「中性」评级。

图37. 加拿大央行于2017年底前加息之机会率



数据源：彭博、中银香港，27-9-2017

图38. 中国与美国十年期政府债券息差



数据源：彭博、中银香港，27-9-2017



▶ 免责声明

- ▲ 本文由中国银行(香港)有限公司(「中银香港」)刊发，只供参考。本文并不构成，亦无意作为，也不应被诠释为专业意见，或任何产品或服务之要约或建议。本文无意向派发本文即触犯法例或规例的司法权区或国家的任何人士或实体派发，亦无意供该等人士或实体使用。
- ▲ 本文所载资料乃根据中银香港认为可靠的数据源而编制，惟该等数据源未经独立核证，故中银香港不会就本文及其所提供意见的准确性或完整性作出任何保证、陈述或担保。在本文表达的预测及意见只作为一般的市场评论，并非独立研究报告及不构成投资意见或保证回报。所有意见、预测及估计乃中银香港于本文刊发日期前之判断，任何修改将不作另行通知。中银香港及有关数据提供者亦不会就使用及/或依赖本文所载任何数据、预测及/或意见而负责或承担任何法律责任。投资者须自行评估本文所载数据、预测及/或意见的相关性、准确性及充足性，并作出彼等为该等评估而认为必要或恰当的独立调查。
- ▲ 本文所述的证券、商品、外汇、相关衍生工具或其他投资可能并不适合所有投资者，且并未考虑本文各读者的特定投资目标或经验、财务状况或其他需要。因此，本文并无就其中所述任何投资是否适合或切合任何个别人士的情况作出任何声明或推荐，亦不会就此承担任何责任。投资者须了解有关投资产品的性质及风险，并基于本身的财务状况、投资目标及经验、承受风险的意愿及能力和特定需要而作出投资决定。如有疑问或在有需要情况下，应于作出任何投资前征询独立专业顾问的意见。本文无意提供任何专业意见，故投资者在任何情况下都不应依赖本文作为专业意见之用。
- ▲ 中银香港为中国银行股份有限公司的附属公司。中国银行股份有限公司及其子公司及/或其高级职员、董事及雇员可能会持有本文所述全部或任何证券、商品、外汇、相关衍生工具或其他投资的仓盘，亦可能会为本身买卖全部或任何该等证券、商品、外汇、相关衍生工具或其他投资项目。中国银行股份有限公司及其子公司可能会就该等证券、商品、外汇、相关衍生工具和其他投资提供投资服务(无论为有关投资银行服务或非投资银行服务)、或承销该等证券或作为该等证券的庄家。中国银行股份有限公司及其子公司可能会就因应该等证券、商品、外汇、相关衍生工具或其他投资项目而提供的服务赚得佣金或其他费用。
- ▲ 投资涉及风险。买卖证券、商品、外汇、相关衍生工具或其他投资未必一定能够赚取利润，并有机会招致损失。投资者须注意证券及投资价格可升可跌，甚至会变成毫无价值，过往的表现不一定可预示日后的表现。海外投资附带一般与本港市场投资并不相关的其他风险，包括(但不限于)汇率、外国法例及规例(如外汇管制)出现不利变动。本文并非，亦无意总览本文所述证券或投资牵涉的任何或所有风险。客户在作出任何投资决定前，应参阅及明白有关该等证券或投资的所有销售文件，尤其是其中的风险披露声明及风险警告。
- ▲ 本文由中银香港刊发，并未经香港证券及期货事务监察委员会审阅。
- ▲ ©中国银行(香港)有限公司。版权所有，翻印必究。
- ▲ 除非获中银香港书面允许，否则不可把本文作任何编辑、复制、摘录或以任何方式或途径(包括电子、机械、复印、摄录或其他形式)转发或传送本文任何部份予公众或其他未经核准的人士 或将本文任何部份储存于可予检索的系统。