



市場展望與投資策略

2018年9月

市場展望

全球經濟

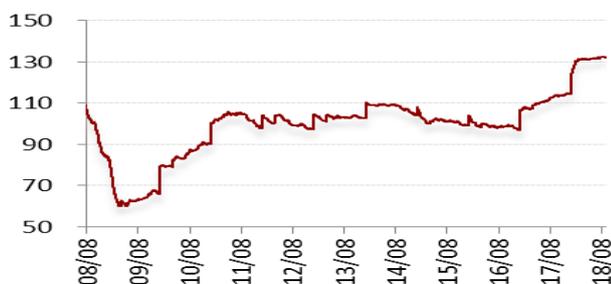
踏入9月，一直困擾大市的重大阻力仍未消退。在這些「逆風」之中，投資者似乎承認環球貿易關係緊張不會很快便得到解決，而在過去幾個星期，環球貿易摩擦的一些影響已經被市場反映出來。雖然我們看到市場氣氛略有改善，但是投資者宜繼續保持警惕。我們的基本假設情況並沒有改變，即環球經濟維持高於趨勢的增長，惟增速正在放緩，然而美國是例外；已發展市場的金融環境正回復正常。企業盈利增長仍然穩健（圖1），通脹保持平穩，美元強勢持續。就投資而論，股票比債券可取，已發展市場股票又比新興市場股票可取。然而，鑒於投資環境充滿不明朗因素，我們目前須密切留意經濟數據表現。假如環球貿易摩擦還影響到中央銀行政策，導致經濟強度有變和市場信心受損，我們便會重新評估我們的投資理據。

雖然我們看到市場氣氛略有改善，但是投資者宜繼續保持警惕

經濟方面，儘管貿易摩擦產生威脅，但是全球經濟仍然穩步增長。有賴於商業開支強勁與零售市道蓬勃，美國的經濟勢頭繼續保持完好。有見及此，聯邦儲備局幾乎肯定會在9月宣佈加息，之後以慢而穩的步伐繼續進行利率正常化。歐洲和日本今年上半年的經濟表現令人失望，到近來卻有好轉的跡象，例如採購經理指數（PMI）報升。雖然歐、日央行仍然維持寬鬆的貨幣政策，但是已顯現出進行正常化的傾向。另外，儘管新興市場為環球經濟增長帶來貢獻，當地的經濟增長卻一直低於趨勢。中國經濟增長保持平穩。自4月初以來，美元兌一籃子新興市場貨幣已大漲一成有多（圖2），故在第三季餘下的時間，美元匯率相信會在區間內徘徊。環球經濟增長持續高於3%的趨勢增長率，而美國的經濟表現一枝獨秀，地區經濟體之間細微的增長差異將繼續主宰資產市場在中期內的表現。

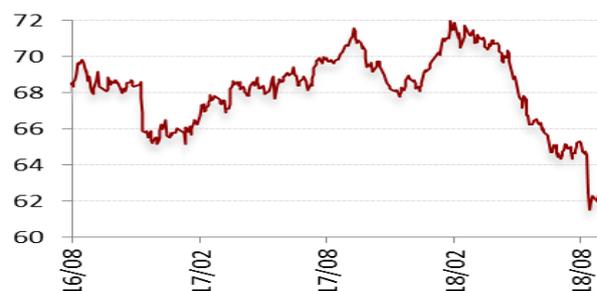
環球經濟增長持續高於3%的趨勢增長率，而美國的經濟表現一枝獨秀，地區經濟體之間細微的增長差異將繼續主宰資產市場在中期內的表現

圖 1. MSCI明晟世界指數預估每股盈利



資料來源：彭博、中銀香港，27-8-2018

圖 2. 摩根大通新興市場貨幣標準定價指數



資料來源：彭博、中銀香港，27-8-2018

早在7月，美國向總值500億美元的中國進口產品徵收關稅，中國隨即以牙還牙。撰文時，美國將會公佈可能在9月底向另外2,000億美元的中國商品最多徵收25%關稅



2018年9月

。在過去幾個星期，市場開始接受貿易保護主義在美國貿易政策中正取得支配的地位，貿易衝突並非一朝一夕便得到化解。過去幾十年，環球經濟結構出現劇變，其間未曾爆發規模如當前的環球貿易摩擦，故今次貿易摩擦所產生的不確定性是難以判斷。關稅對美國通脹和營商信心造成的衝擊可能徹底影響投資者對加息的預期，要估量關稅對通脹和經商所產生的影響，重要的是密切留意即將公佈的經濟數據。

關稅對美國通脹和營商信心造成的衝擊可能徹底影響投資者對於加息的預期，要估量關稅對通脹和經商所產生的影響，重要的是密切留意即將公佈的經濟數據

股票

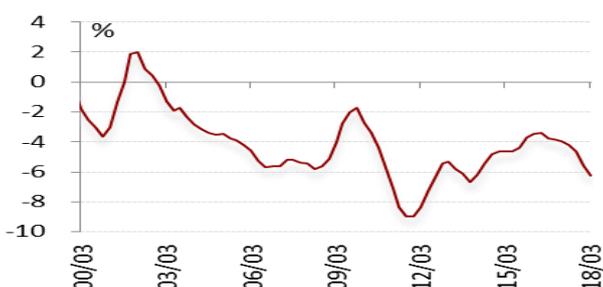
由於土耳其的危機仍未解除，大市到今年8月再次出現風高浪急且交投淡靜的情況。土耳其的經常帳赤字擴大（今年第一季，該國財政赤字佔本地生產總值（GDP）比率達到6.3%）（圖3），政府預算赤字惡化（佔GDP比率達1.6%），加上通脹飆升（消費物價指數（CPI）年比漲15.85%），其貨幣里拉已持續貶值達數個月之久。因為投資者對當地疲憊的經濟和央行坐視不理的態度失去信心，所以里拉到8月出現急挫。我們要指出的是雖然土耳其的困境主要是咎由自取，但美元升值與特朗普政府的挑釁無疑是雪上加霜。歐元區的經濟和銀行因涉及土耳其的債務而首當其衝，不過情況絕非難以收拾。但另一方面，投資者對於土耳其的憂慮可能會蔓延至其他新興市場，那些經常帳赤字高企的新興經濟體，其資產市場和貨幣便特別容易成為投機炒賣的目標。因此，我們見不到有任何因素能立即令新興市場股票造好。我們繼續看好已發展市場股票，當中，美股仍特別得到我們的青睞，原因是美國企業的利潤增長強勁得多，而且得到當地財政政策的支持。美股在過去幾個星期屢創新高，其估值現已不再便宜。然而，鑒於投資環境充滿不明朗因素，我們目前須密切留意經濟數據表現。假如環球貿易摩擦還影響到央行政策，導致經濟強度有變和市場信心受損，我們便會重新評估我們的投資理據。

投資者對於土耳其的憂慮可能會蔓延至其他新興市場，那些經常帳赤字高企的新興經濟體，其資產市場和貨幣便特別容易成為投機炒賣的目標

踏入第三季以來，新興股市便進入調整，儘管如此，我們今個月以中性的態度看待新興市場股票。新興股市繼續面對資金外流，金融情勢也愈益緊張。許多新興股市的估值現已變得相當吸引，舉例而言，恒生指數市盈率現時與其過去五年平均值波動區間的下限相距不遠（圖4）。再者，科技產品出口有所改善，這可以為亞洲股市帶來支持。投資氣氛最近亦見好轉。美國的政治不確定性因總統特朗普而增加，美元升勢可能因而暫停，但我們看不到美元存在迫切的下行風險。因

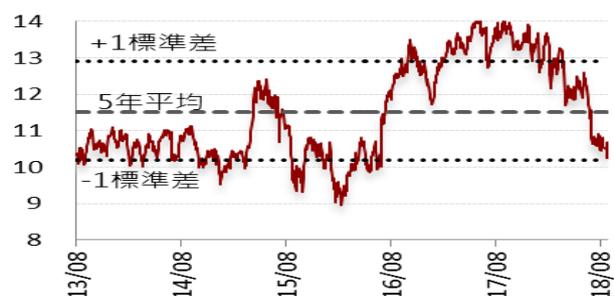
踏入第三季以來，新興股市便進入調整，儘管如此，我們今個月以中性的態度看待新興市場股票

圖 3. 土耳其經常帳餘額（佔GDP比率）



資料來源：彭博、中銀香港，27-8-2018

圖 4. 恒生指數歷史市盈率



資料來源：彭博、中銀香港，27-8-2018



2018年9月

此，投資者對新興市場資產務須保持警惕。我們將等待市場不明朗因素消退下改變對新興市場股票的觀點。

選股方面，我們仍認為科技股、非必需消費類股等增長型股票比價值型股票可取。我們亦相信，在當前經濟擴張循環的後期，原材料類與涉及大宗商品的股份有能力跑贏大市。誠然，增長型股票與價值型股票的差別已經大幅擴大。就估值而言，價值型股票現已顯得相當吸引。可是我們認為市場並無因素令趨勢立即逆轉，故情況在短期內仍會持續。

選股方面，我們仍認為科技股、非必需消費類股等增長型股票比價值型股票可取

固定收益

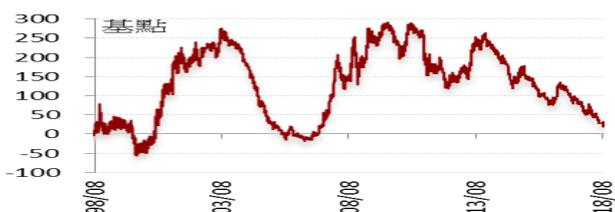
8月，土耳其危機爆發，避險情緒高漲加上通脹預期溫和，結果把美國十年期國債孳息率推低至2.82厘的水平。但另一方面，因為聯儲局幾乎肯定在9月宣佈加息，美國兩年期國債孳息率遂攀升至2.62厘之上。最近的經濟數據顯示，美國經濟在第二季錄得異常強勁的4.2%增長後，其勢頭一直保持旺盛。然而，聯儲局主席鮑威爾認為經濟幾乎沒有過熱的跡象，因此聯儲局會按照原定的步伐進行加息。但鮑威爾也承認，隨著時間的推移，「國外與國內的風險因素」可能會驅使聯儲局改變政策立場。所以，我們預期聯儲局在9月宣佈加息，而12月加息的可能性則多以經濟數據為依歸。考慮到總統特朗普爆出醜聞，美國貿易關係緊張，還有新興市場的個別風險事件，鮑威爾要作出決定的確困難重重。因此，我們對美國十年期國債孳息率在2.7至3.2厘之間上落的預測並無改變。此外，由於上述不明朗因素很快便會消退的機會不大，我們預計孳息曲線將繼續呈現相當扁平的形態。執筆時，美國十年期與兩年期國債息差已進一步收窄至不足20個基點，創下自2007年8月來的新低（圖5）。

我們對美國十年期國債孳息率在2.7至3.2厘之間上落的預測並無改變。此外，由於上述不明朗因素很快便會消退的機會不大，我們預計孳息曲線將繼續呈現相當扁平的形態

另外，有鑒於海外投資者偏愛美元資產，美國投資級債券準能從中得益，我們也給予美國投資級債券「中性」觀點。這類債券同樣因為供應較少和企業盈利豐厚而受惠。不過，考慮到槓桿和利率風險較高，我們對於債券的整體投資策略依然是短債比長債可取。此外，從相對價值的角度來看，高息債亦比高等級債券可取。另外，浮息債券亦可把利率上升的風險減至最低。

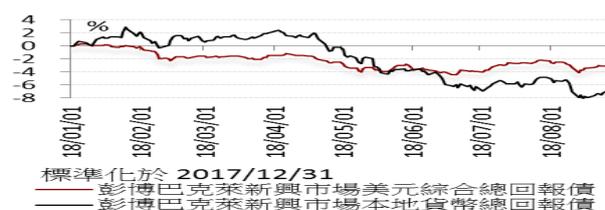
有鑒於海外投資者偏愛美元資產，美國投資級債券準能從中得益，我們也給予美國投資級債券「中性」觀點

圖 5. 美國十年期與兩年期政府債券息差



資料來源：彭博、中銀香港，27-8-2018

圖 6. 彭博-巴克萊新興市場美元綜合總回報價與新興市場本地貨幣總回報價本年迄今之表現



資料來源：彭博、中銀香港，27-8-2018

在過去幾個月，新興市場債券（以硬貨幣或本土貨幣計價者皆然）持續錄得資金外流。鑒於美元升值與金融情勢愈益收緊不大可能在短期內出現逆轉，我們對新興市



2018年9月

場債券維持「輕倉」觀點。當地經濟增長放緩也無法帶來支持。雖然一些本幣債券的價值的確吸引(圖6)，但我們對新興市場債券繼續保持審慎。亞洲方面，企業信貸市場在去季末似乎已走出拋售潮與投資氣氛低迷的陰霾，在今季，其市場氣氛已逐步回復穩定。然而，考慮到夏季淡市之後將有大批供應陸續推出市場，我們給予亞洲企業信貸「輕倉」觀點，並認為應小心挑選基調良好的債券方作投資。

雖然一些本幣債券的價值的確吸引，但我們對新興市場債券繼續保持審慎

外匯

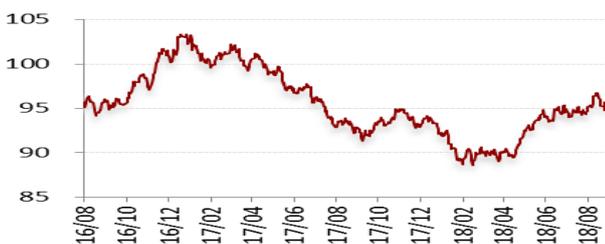
8月中旬，土耳其危機變得激烈之際，美匯指數曾經攀升至97大關。但隨著美國總統特朗普的兩名親信分別就稅務的指控被裁定有罪和承認違反《競選財務法》，引致投資者衡量特朗普的政治前景，美匯指數的升勢便戛然而止。此外，聯儲局主席鮑威爾在傑克遜·霍爾(JacksonHole)全球央行行長年會上再次保證利率正常化將會循序漸進，這番言論也阻礙了美元持續攀升。有賴於美國擁有更強健的經濟基調，環球央行利率的差距不斷擴大，加上貿易關係惡化迫使資金湧入避險資產，美元現已幾乎收復其去年跌幅的一半(圖7)。我們對美元維持「重倉」觀點。儘管美國發生新一輪政治風波，我們估計美元在短期至中期內仍會保持平穩。

儘管美國發生新一輪政治風波，我們估計美元在短期至中期內仍會保持平穩

至於歐元和英鎊，我們皆給予「輕倉」觀點。來自於土耳其的經濟壓力持續不斷，還有意大利政府財政預算案懸而未決所產生的不確定性，皆有可能在短期內拖累歐元表現，並為歐元區的穩定帶來威脅。隨著「英國退歐」限期迫近，市場對「無協議退歐」的風險愈來愈關注，英鎊因而受壓，最近便下跌至一年來的新低(圖8)。有鑒於多場「退歐」談判和會議已安排在9月進行，政治因素將繼續主宰英鎊動向。在接下來的幾個月，英鎊匯率將會加劇波動。

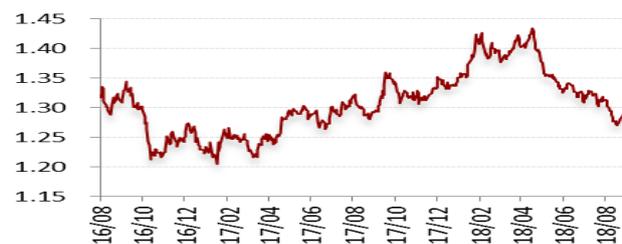
至於歐元和英鎊，我們皆給予「輕倉」觀點

圖 7. 美匯指數日結圖



資料來源：彭博、中銀香港，27-8-2018

圖 8. 英鎊兌美元匯率日結圖



資料來源：彭博、中銀香港，27-8-2018

日本方面，自由民主黨將於9月中旬舉行內部選舉，首相安倍晉三繼續是當選的大熱門人選。假如選舉出現意料之外的結果，這暗示「安倍經濟學」、寬鬆的貨幣政策或許會告一段落。由於安倍很可能在黨總裁選舉中獲勝，我們目前給予日圓「中性」觀點。

▶ 資產類別觀點

股票	觀點	固定收益	觀點	外匯	觀點
美國	重倉	美國主權債券	中性	美元	重倉
歐洲	中性	高等級美國債券	中性	歐元	輕倉
日本	中性	高息美國債券	重倉	英鎊	輕倉
新興市場	中性	高等級歐元債券	輕倉	日圓	中性
亞洲(日本除外)	中性	高息歐元債券	中性	澳元	中性
		亞洲信貸	輕倉	紐元	中性
		新興市場 非本土貨幣債券	輕倉	加元	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。