



截至 2019年12月

英國脫歐和中美貿易戰的雙重突破

投資市場	BCT 投資觀點	摘要
股票	中性	
美國	中性	我們對美國股票維持審慎中性觀點。策略評估方面並無變動：若干跡象顯示最壞情況已過，但經濟數據依然疲弱；股市升勢極端，主要受多重擴張因素所影響。雖然地緣政治情況改善，但仍然緊張，形成不對稱的風險。
歐洲	偏高比重	我們略為看好歐洲股市。歐洲市場勢將受惠於正面的策略性因素（市場配置低和資金流入增加，加上中美兩國接近落實首階段貿易協議，以及歐洲央行的政策立場）。
日本	中性	我們對日本股票保持中性：經濟增長脆弱、盈利增長疲軟，預期明年將維持低增長。然而，日本市場或會受惠於投資者轉投價值股及當地估值吸引的優勢。
亞洲 (日本除外)	偏高比重	我們稍為看好亞洲（日本除外）股市。中美兩國在12月就首階段協議達成共識，令亞洲市場稍作喘息，即使雙方延至後續階段才討論最關鍵的議題。新興市場的2020年增長前景較2019年更為樂觀。
中國及香港	偏高比重	我們仍然偏好代表本土經濟行業的A股市場。這市場應最能受惠於刺激性經濟政策。明晟按原定計劃逐步增加A股納入因子，可望繼續為資金流帶來支持。 我們略為看淡香港股票，因本土社會問題尚未得到解決。即使港股估值吸引，但除非社會回復平靜，否則沒有太多催化因素促使價格上升。
環球債券	中性	
政府債券	中性	我們預料十年期國庫債券將繼續於區間徘徊。我們認為德國利率偏高，同時看好意大利債券。投資者仍然積極尋求收益，而意大利是少數能提供吸引收益率的債券市場。我們對政府債券持中性立場，並看好企業信貸。
信貸	偏高比重	

比重尺度：偏低比重、中性和偏高比重。



截至 2019年12月

美國股市

美國經濟增長逐漸放緩，第三季按季增長的第二次預估為**2.1%**。製造業的訊號出現分歧：採購經理指數較上月回升，並高於**50**的盛衰分界線，但供應管理協會製造業指數則跌至低於**50**的水平。出口訂單、就業分類成份及服務業的分歧趨勢明顯。此外，公司結業因素料將影響**2020年2月**的職位增長數據，預期勞工收入增長將因相關修訂而減慢，情況與內需溫和放緩一致。生產物價指數跌勢持續；勞工成本上升，但仍處於**2011年**以來的增長區間（第三季單位勞工成本按年增長**3.1%**）；消費物價指數增長維持目標水平（整體通脹按年升**1.8%**，核心通脹升**2.3%**，核心個人消費開支物價指數則升**1.6%**）。核心消費物價指數的組成部份確認若干短期上行風險。一如市場廣泛預期，聯邦公開市場委員會在**10月份**議息會議連續第三次下調政策利率**0.25%**。當局更改議息聲明的措辭，顯示將暫緩減息。美國股市於**11月**再創新高。價值股（升**3.86%**）保持強勢，表現優於增長股（升**3.43%**），帶動標準普爾**500**指數報升**3.63%**。另外，納斯達克綜合指數上升**4.65%**。

有跡象開始顯示勞工市場正在放緩，為內需將於**2020年**持續減弱的觀點帶來支持。風險仍偏向下行：地緣政局依然緊張，加上美國總統大選將至，政治陰霾或會增加風險。儘管我們預期經濟衰退不會出現，但在未來數季，市場可能更加憂慮當前周期將會延續。截至目前為止，雖然缺乏重大財政寬鬆措施將帶來上行風險，但美國短期內應不會推行相關措施。根據現行法律，美國財政赤字將維持佔國內生產總值**4.5%至5%**的區間。美國企業盈利是值得關注的關鍵變數。這項因素受環球貿易的相應影響，並容易受外部風險衝擊。展望明年，美國企業將錄得個位數字的盈利增長。鑑於企業盈利能力疲弱，高槓桿率是目前金融體制下的主要特徵。聯儲局認為現時的政策立場合適並經精準計算，足以支持經濟溫和增長及保持勞工市場穩健，除非需要「重新對經濟前景進行重大評估」，否則毋須進一步減息。我們對美國股票維持審慎中性觀點。策略評估方面並無變動：若干跡象顯示最壞情況已過，但經濟數據依然疲弱；股市升勢極端，主要受多重擴張因素所影響。雖然地緣政治情況改善，但仍然緊張，形成不對稱的風險。

歐洲股市

歐元區採購經理指數顯示，製造業的數據令投資者感到安心，但服務業的數據好淡不一，較為令人擔憂。第三季國內生產總值數據（按季增長**0.2%**）略優於預測，德國則避免陷入經濟衰退。整體而言，相關數據確認內需（按季升**0.4%**）和私人消費（按季升**0.5%**，第二季則升**0.2%**）表現尤其強韌。服務業及建造業繼續支持經濟增長。潛在通脹壓力仍非常微弱，生產物價指數下跌，消費物價指數遠低於歐洲央行的目標水平（核心通脹為**1.3%**，整體通脹為**1.0%**）。第二季單位勞工成本按年微升**2.7%**（周期高位），但對最終價格的影響依然輕微。展望未來兩個月，部份負面基數效應將會消退，可望短暫推升通脹。新一屆歐洲委員會的籌組情況未見順利；西班牙在**11月**舉行大選，但仍未能擺脫政治困局；意大利多數派政府依然存有分歧，威脅當地政府的穩定性。英國舉行大選後，政治風險局部緩和。歐洲股市大致錄得正回報，明晟歐洲指數在**11月**上升**2.72%**，年初至今上升**24.71%**。明晟歐洲貨幣聯盟指數及道瓊歐洲**50**指數指數表現較佳，月內分別報升**2.68%**及**2.81%**。

預期歐元區經濟增長將逐步達至潛力水平（預測**2020年**國內生產總值增長**1.1%**），當中部份國家（德國、意大利）輕微加速，但有些國家（西班牙、法國）輕微減速／回穩。預期通脹將在預測期內保持低迷，但會略為回升。第二輪量化寬鬆措施剛剛展開，預料短期內不會推出重大新措施。除非宏觀經濟環境嚴重惡化，否則預期歐洲央行將於未來**12個月**維持利率不變；再減息的門檻似乎相當高，因為銀行體系承受更多負面影響的風險空間非常有限。財政寬鬆措施即將推出，但未經協調且並非預先制定，稱不上是「皇牌」財政措施。然而，若經濟表現持續欠佳，當局可能加推財政寬鬆措施，當前政治局勢或有利於實行相關措施。德國方面，主張改革財政的團隊勝出社會民主黨領袖選舉。英國脫歐方面，鑑於保守黨壓倒性贏出大選，國會甚有可能加快通過追認**10月**達成的脫歐協議，以便英國可在**2020年1月底**順利脫歐。然而，投資者應謹記這並非英國脫歐進程的終點，英國其後仍須與歐盟商討訂立貿易協議。總括來說，我們略為看好歐洲股市。歐洲市場勢將受惠於正面的策略性因素（市場配置低和資金流入增加，加上中美兩國接近落實首階段貿易協議，以及歐洲央行的政策立場）。

截至 2019年12月

日本股市

日本經濟動態與其他地區截然不同。汽車業持續停滯不前，抵銷電子和半導體業的增長。輸往美國的出口開始收縮，對中國的出口終於止跌。雖然自2019財政年度初（4月起）以來，日本企業削減工資和職位數目，但仍積極進行商業投資。企業加快更換舊設備和工具，以提升生產力及應對勞工短缺。結構投資方面，為迎接2020年東京奧運會，服務業加強翻新酒店和商店。儘管龐大的資本開支刺激內需，但消費開支走弱，令市場再度憂慮經濟會否步入衰退。在10月份會議上，日本央行決定保持所有地區的貨幣政策不變。日本央行在前瞻性指引中刪除維持極低利率「至少到大概2020年春季」的時間表，並指出短期和長期政策利率不只是維持於當前的低水平，甚至可能降至更低。

當地經濟很可能於第四季收縮，主要由於消費稅上調及超強颱風吹襲，削弱私人消費，而這個範疇已因工資增長欠佳而失去上行動力。消費通脹將在一段較長時間保持溫和。即使消費稅上調，但消費通脹步伐幾乎未見加快，而整體生產物價指數下跌，反映內需不穩及國際商品市場欠缺動力。雖然日本央行維持利率不變，但仍對加推寬鬆措施持開放態度。預期未來12個月將減息一次，幅度為0.10%，但須符合以下兩個條件。首先，下調短期利率目標必須配合日本央行重組有關經常賬存款的三層利率架構，以緩和對金融機構的不利影響。其次，日本央行顯然致力避免長債收益率下跌，以維持收益率曲線的斜率。政府考慮推出13萬億日圓的刺激經濟方案，以應對受水災影響地區的救援工作，並加強社會基建的耐用性，以抵禦天災。此外，這些刺激經濟措施旨在提高對新科技和通訊協定的投資。若落實相關措施，國內生產總值將於未來兩年增長0.7%。整體而言，我們對日本股票保持中性；經濟增長脆弱、盈利增長疲軟，預期明年將維持低增長。然而，日本市場或會受惠於投資者轉投價值股及當地估值吸引的優勢。

亞洲（日本除外）股市

在11月份，區內的經濟情況仍然頗弱，除中國外，馬來西亞的增長步伐最慢。出口前景輕微惡化。區內通脹數據仍然非常溫和。值得注意的是，10月份數據再次反映印度和中國的食品籃子成份價格（尤其是中國的豬肉價格）高於預期，兩者按年升幅分別為4.6%及3.8%。印度公佈一項目標宏大的撤資計劃，並定於本財政年度結束前完成，藉此提振疲弱的收益表現。月內，亞洲（日本除外）區內企業盈利獲向上修訂，尤其是台灣，當地受惠於第三季企業盈利報捷，以及iPhone和5G需求的升勢凌厲。然而，泰國、印度和菲律賓市場的企業盈利出現向下修訂的情況。在11月份，明晟亞洲（日本除外）指數報升1.66%，以澳洲升3.47%領漲，其次是印度升1.66%，台灣和南韓則因科技股復甦而分別走高1.16%和0.22%。東南亞股市表現落後，印尼、菲律賓和馬來西亞市場分別跌3.45%、2.84%和2.09%。由年初至11月底，明晟亞洲（日本除外）指數上升11.52%，顯著有別於2018年跌14.18%。

中美兩國在12月就首階段協議達成共識，令亞洲市場稍作喘息，即使雙方延至後續階段才討論最關鍵的議題。新興市場的2020年增長前景較2019年更為樂觀：上半年經濟將提速增長，其後至2020年底增速回穩。新興市場央行維持寬鬆的政策利率。展望未來，流動性狀況將繼續有利經濟增長。韓國方面，出口持續走弱，以貨值計，出口於11月再次錄得雙位數跌幅。宏觀經濟動力顯得負面，但已逐漸改善。政府宣佈在2020年的財政預算案提供財政支持。韓國股市可能已反映不少負面消息，並有望在短期內輕微回升。受惠於周期／半導體股的估值、配置和利淡投資氣氛有機會逆轉，韓國市場依然是具吸引力的逆向投資。鑑於盈利修訂、盈利能力和配置大幅改善，因此即使估值昂貴，但從量化指標來看，印度市場現時顯得吸引。我們稍為看好亞洲（日本除外）股市。

截至 2019年12月

中國及香港股市

中國官方採購經理指數和財新／Markit製造業採購經理人指數雙雙報升，但從經濟角度來說，不應將其視為轉折點。最新的調查數據和客觀統計數據證實，雖然中國經濟疲弱（部份領域仍表現強韌），但並非急速下滑，而且這些統計數據仍符合我們的預期情況。工業生產放緩及固定資產轉弱，促使中國主管當局自2016年以來首次下調中期借貸便利利率0.05%至3.25%，出乎市場預料。中國人民銀行在月內稍後降低貸款市場報價利率0.05%。區內通脹數據仍然非常溫和。值得注意的是，10月份數據再次反映食品籃子成份的價格（豬肉價格）高於預期。香港的抗議活動升級，對實質經濟造成連串影響。10月份酒店入住率跌至低於50%，零售銷售跌幅達40%以上。美國總統特朗普簽署《2019年香港人權與民主法案》，使其成為正式法律。該法案頒令美國國務院每年審核香港的政治環境，並對違反人權的情況施以制裁。中國譴責美國相關行徑，並警告會採取報復行動（至今非常有限）。香港在和平的氣氛下完成區議會選舉，其後民眾可能恢復抗議活動，因此或會導致市場波幅加劇。明晟中國指數本月錄得1.69%的正回報，恒生指數則錄得-1.98%的負回報。

目前，我們預測中國2020年的國內生產總值將按年增長5.8%，低於6%的門檻。我們對未來政策逐漸寬鬆的觀點給予肯定。主管當局將聚焦於宏觀經濟穩定性和持續增長，而不著眼於短期加快增長步伐。中美兩國將維持對立局面（實施關稅及增加關稅措施）。出口持續疲弱，導致中國貿易順差略為減少。由於出口繼續大幅減少，同時進口輕微增加，中國對美國的貿易順差持續收窄（去年11月帶來的利好基數效應）。隨著首階段協議即將簽署，貿易數據有望略為回穩；儘管各方仍須就關稅問題進行談判。我們看好中國股票，但由於內地經濟條件正在惡化，因此首階段貿易協議需要盡快通過，才能提振中國的投資情緒並穩定市場。我們仍然偏好代表本土經濟行業的A股市場。這市場應最能受惠於刺激性經濟政策。此外，明晟按原定計劃逐步增加A股納入因子，可望繼續為資金流帶來支持。我們略為看淡香港股票，因本土社會問題尚未得到解決。即使港股估值吸引，但除非社會回復平靜，否則沒有太多催化因素促使價格上升。

環球債券

11月份經濟數據好淡紛呈，未能觸發利率突破目前交易區間。貿易戰相關消息繼續主導國庫券收益率的走勢。市場在月初對貿易局勢感到樂觀，導致債券遭大幅拋售，但這股趨勢其後減退，因此月底美債息率僅略高於月初水平。通脹掛鈎債券在11月表現相對良好，因為市場略為看好增長和通脹動態。即使聯儲局在11月注入流動資金，但美債收益率依然報升，其中兩年期債券收益率升0.08%至1.61%，十年期債券收益率則走高0.09%至1.78%。歐元區債券收益率跟隨美國國庫券走勢。在德國等核心市場，十年期債券收益率升0.05%至-0.36%。周邊市場方面，意大利債券收益率受累於投資者大舉獲利套現，十年期債券收益率升0.31%至1.23%。整體而言，摩根大通歐洲貨幣聯盟政府債券指數季內微跌，三至五年期指數跌0.36%，而五至七年期指數跌0.69%。新興市場亦錄得負回報；摩根大通環球核心新興市場政府債券指數在11月低收1.9%。縱使相關債券收益率上升，但由於環境利好，加上風險資產的投資意欲高漲，信貸市場受惠於息差收窄。在11月底，歐洲投資級別iTraxx主板指數收窄0.04%至0.48%，高收益跨界別指數則收窄0.18%至2.21%。然而，彭博巴克萊歐元綜合企業債券指數在11月下跌0.3%，表現遜於升0.3%的美國綜合企業債券指數。高收益債券領域的情況略為不同，瑞士信貸歐洲高收益債券指數升1.0%，更廣泛的瑞士信貸高收益債券指數（以美元計）則升0.3%。

市場定價*反映在未來12個月，聯儲局將會減息約0.16%，而歐洲央行則會調低存款利率0.03%。美國十年期名義債券收益率似乎未有出現錯位，符合增長和通脹預期。中美貿易協議繼續主導利率投資的承險意欲。兩國官員確認首階段協議內容，並有望於1月份簽署協議。然而，美國對阿根廷和巴西徵收新關稅，並可能將法國加入關稅名單，此舉提醒投資者事態發展仍然難以預測，並會導致利率市場反覆波動。環球固定收益方面，我們預料十年期國庫債券將繼續於區間徘徊。我們認為德國利率偏高，同時看好意大利債券。投資者仍然積極尋求收益，而意大利是少數能提供吸引收益率的債券市場。我們對政治風險近期再度升溫保持警惕，因其有機會威脅政府的穩定性。市場處於周期後段，依然對信貸市場有利。估值普遍偏高，但技術因素帶來強勁支持，尤其在歐洲。我們偏好歐洲市場多於美國，因為前者的槓桿水平較低。我們對政府債券持中性立場，並看好企業信貸。



截至 2019年12月

投資涉及風險，過往之表現不能作為將來表現之指引，成份基金價格可升可跌。投資者如需詳細資料包括風險因素，請參閱BCT積金之選及BCT(強積金)行業計劃總說明書。
提供本文件所載資料，目的只是作為參考用途，不構成任何招攬和銷售投資產品。有意投資者應注意該等投資涉及市場風險，故應視作長線投資。

「BCT銀聯集團」 - 銀聯金融有限公司（計劃保薦人）
- 銀聯信託有限公司（受託人及行政管理人）

由銀聯金融有限公司刊發
本「市場前瞻」內容由東方匯理資產管理香港有限公司提供。