

## 鴿派的中央銀行能否扭轉環球經濟放緩趨勢？

投資市場	BCT 投資觀點	摘要
<b>股票</b>	<b>中性</b>	
美國	中性	我們對美國股票維持審慎中性觀點。市場接近高位，利率上升及盈利增長脆弱：地緣政治狀況改善及央行提供流動性可帶來支持。
歐洲	偏高比重	我們略為看好歐洲股市。英國脫歐的不明朗因素正在消退，中國相關的貿易爭議亦逐漸降溫。歐洲央行正透過新一輪量化寬鬆措施為經濟體系注入流動性，而區內採購經理指數似乎已經見底。
日本	中性	我們對日本股票保持中性：估值水平及企業管治改善帶來支持，但經濟增長脆弱、盈利增長疲軟和日圓升值構成風險和主要阻力。
亞洲 (日本除外)	偏高比重	我們因多個理由而看好區內股市：盈利勝於預期；各國央行立場十分寬鬆，紛紛降低銀行存款準備金率，下調政策利率，並引入目標機制，以刺激國內經濟增長。審慎選股才是關鍵所在。我們稍為看好亞洲（日本除外）股市。
中國及香港	偏高比重	我們看好中國股票：達成局部協議總勝於無法達成協議，假如日後討論取得更多成果，將有助提振市場氣氛。我們改為看好價值股和周期股。 我們略為看淡香港股票，因本土社會問題尚未得到解決。經濟受到拖累，資金流未見利好，抗議活動必須降溫才可使港股重現吸引力。
<b>環球債券</b>	<b>中性</b>	
政府債券	中性	綜觀環球固定收益，投資者應繼續在目前水平及國家配置層面物色投資機會。當市場預期變得極端時，我們認為投資者宜繼續對存續期配置進行主動的策略性調整。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 11月

## 美國股市

內需動力持續放緩，而投資開支的增長放緩情況比私人消費更加明顯。營商氣氛調查顯示製造業及服務業信心疲弱。消費者信心數據好淡紛呈，但平均來說反映信心下降。投資方面，開支計劃正在收縮。通脹偏低（整體為1.7%，核心通脹為2.4%），但仍接近聯儲局的目標。聯儲局在10月聯邦公開市場委員會會議上下調利率，並宣佈每月購買美國國庫券最少直至2020年第二季，初步每月買入600億美元，以維持適當的儲備水平、迅速為貨幣市場帶來支持，並為未來締造若干空間和靈活性。中美兩國近期宣佈暫停貿易戰，中國增購美國農產品，而美國則延遲加徵關稅；根據美國總統特朗普的說法，這是整體貿易協議中的「首階段協議」。美國並非完全不可能再新徵關稅，只是這不屬於我們的2020年基本預測。由於談判工作仍然艱巨，預期美國撤銷現有關稅暫時言之尚早，但我們希望這個第一步（首階段協議及押後原定於12月15日加徵的關稅）至少能在無損害的情況下完成。但就環球貿易動態而言，事件已造成一定損害。環球貿易或能從低基礎反彈，但預期未來趨勢非常疲弱。

預期美國經濟增長將逐步降至潛力水平，並隨著主要動力緩和而減速。由於勞工收入增長稍為回落但保持穩健，預期消費增長將會放緩。我們預測投資將更明顯減速。通脹可望升至聯儲局的目標水平，而短期將出現輕微上行風險，但整體前景仍然偏軟。截至目前為止，預期美國短期內不會推行重大財政寬鬆措施。隨著選舉年臨近，或假如出現非常負面的情況，當局有可能加推財政措施，但亦可能只帶來短暫效益。鑑於通脹前景偏軟，聯儲局對前景仍保持溫和的立場。聯儲局維持寬鬆政策，但決策將更視乎數據而定。與市場預期一致，我們的基本預測是明年再度減息，以維持寬鬆的金融狀況，並保持美國經濟的增長勢頭。我們認為，在經濟增長前景溫和，消費業穩健（至少貿易緊張局勢略為緩和）及金融狀況放寬（尤其是美元企穩／略為貶值）的環境下，預料企業明年可錄得個位數盈利增長。我們的預期低於市場普遍預測：儘管金融狀況寬鬆，但影響收益的因素（銷售增長、資本開支、採購經理指數和貿易加權美元）顯示盈利易受衝擊。我們對美國股票維持審慎中性觀點。市場接近高位，利率上升及盈利增長脆弱；地緣政治狀況改善及央行提供流動性可帶來支持。

## 歐洲股市

儘管內需表現不算亮麗，但仍是經濟增長的核心；而外部需求屬於關鍵因素，能刺激或拖累較開放經濟體的經濟增長。高頻數據並無出現經濟增長再度加速的明顯跡象。採購經理指數好淡紛呈，服務業表現穩健，而製造業仍然疲軟。一如廣泛預期，繼9月推出一系列新措施後，歐洲央行並無在10月份會議上公佈任何新的貨幣政策或有關過往決定的詳情。歐洲央行確認「歐元區動力持續積弱」是其維持寬鬆立場的理據。歐洲股市大致錄得正回報，MSCI歐洲指數10月上升0.44%（以當地貨幣總回報計），年初至今上升18.96%。MSCI歐洲貨幣聯盟指數及道瓊歐盟50指數10月表現轉佳，分別報升1.20%及1.11%。月內，歐洲只有兩個市場錄得負回報——英國富時100指數（跌1.87%，主因是英國脫歐前景轉趨明朗帶動英鎊回升）及荷蘭泛歐證券交易所指數（跌0.50%）。

預期歐元區經濟增長將逐步達至潛力水平，意味有些國家（德國、意大利）輕微加速，而有些國家（西班牙、法國）則輕微減速／回穩。預期歐元區未來數年通脹將保持低迷；政府可望推出財政寬鬆措施，但很可能是溫和、未經協調或預設的措施。歐洲央行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。拉加德出任歐洲央行行長的首個目標將是團結理事會；早前，部份成員曾就新一輪量化寬鬆措施作出公開批評。預料未來12個月存款利率可能再度下調0.1%，但事實上進一步減息的空間非常有限，並會對銀行體系造成更多不利影響，央行必須提供紓緩措施。英國脫歐的最新進展是脫歐限期延遲至2020年1月31日，而大選將提早於今年12月12日舉行。經過上述事件後，英國無協議脫歐的風險顯著降低，而最有可能出現的情境是國會通過已於10月17日達成的新脫歐協議。在此情況下，英國將進入過渡期，期間英國將保留進入單一歐洲市場的大部份權利，並須與歐盟就彼此關係磋商長遠框架。總括來說，我們略為看好歐洲股市。英國脫歐的不明朗因素正在消退，中國相關的貿易爭議亦逐漸降溫。歐洲央行正透過新一輪量化寬鬆措施為經濟體系注入流動性，而區內採購經理指數似乎已經見底。歐洲收益率曲線走斜，應為金融業帶來支持。

截至 2019年 11月

## 日本股市

海外需求轉弱的影響已蔓延至本土經濟。日本央行的短觀調查顯示（日本企業短期經濟調查）大型製造商的業務前景下跌至六年來低位。然而，由於環球製造業採購經理指數回穩，2019年第三季出口的按年跌幅終於收窄。短觀調查亦反映服務業成功避過環球經濟放緩的溢出影響。儘管上調稅率，但東京消費物價指數10月並無加速上升（9月按年增長0.4%）。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，並對日後減息維持開放態度。行長黑田東彥表示該行預期環球經濟將會延遲復甦，而該行在其季度展望報告中下調所有經濟增長及通脹預測。相對盈利並無出現令人信服的趨勢。每股盈利動力至今令人失望。在10月份，日本市場表現強勁，東證股價指數上升4.99%，而日經指數上升5.39%；年初至今，日經指數的升幅為16.33%，領先升11.57%的東證股價指數。

當地經濟將於2019年第四季停滯不前，原因並非消費稅上調，而是颱風和其後的水災造成的破壞，妨礙商業活動和消費開支。零售商大幅減價，亦為消費需求帶來支持。政府正考慮制定龐大的補充預算。當局自2014年起加快更換陳舊基建，因為有71%橋樑和57%隧道的使用年限（50年）將在2028年屆滿。因此，公共工程支出的規模或會顯著增加，當中包括近期颱風吹襲後的重建工作和基建投資，以增強對洪水和自然災害的防禦能力。貨幣政策方面，日本央行仍對加推寬鬆措施持開放態度。該行在上次會議修改前瞻性指引的措辭，反映不單2020年利率可能保持在現行水平，而且有可能進一步減息。我們預期未來12個月將減息一次，幅度為0.1%。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。市盈率與通縮風險相符。日本股市仍然跟隨日圓走勢，日圓與避險情緒波動之間關係密切。中美兩國在美國總統大選之前進行關稅談判，將有利於容易受到環球貿易及環球經濟增長影響的日本股市。整體而言，我們對日本股票保持中性：估值水平及企業管治改善帶來支持，但經濟增長脆弱、盈利增長疲軟和日圓升值構成風險和主要阻力。

## 亞洲（日本除外）股市

在9月份，區內的經濟情況仍然頗弱，但並無進一步惡化。外部需求於低增長水平靠穩。區內通脹數據仍然非常溫和。值得注意的是，9月份數據來自印度和中國，其中食品籃子成份（尤其是中國的豬肉價格）高於預期，兩者按年升幅分別為4.0%及3.0%。自7月以來，環球及本土動力令亞洲新興市場央行加快放寬貨幣政策。隨著聯儲局接近停止減息行動，預期新興市場央行將稍為放寬政策。在10月份，印尼央行繼續採取寬鬆政策，減息0.25%；菲律賓央行則把存款準備金率下調4%至14%。儘管2019年底放寬財政政策的跡象增加，但2020年的財政預算預測仍然審慎，只有少數國家例外。MSCI綜合亞洲（日本除外）指數報升4.68%（以美元計）。大部份亞洲市場表現改善，其中台灣表現最佳（升4.91%）。只有泰國和澳洲月底報跌（分別跌2.00%及0.35%）。

區內市場前景依然取決於中美貿易談判進展。鑑於區內通脹走勢溫和，預期各國將加推寬鬆措施。多國致力透過財政槓桿刺激經濟，但財政政策不一定帶來支持。例如泰國，經常性開支佔公共開支的比重繼續高於資本開支。2018至2019財政年度的已實現資本開支再度遠低於目標水平。我們因多個理由而看好區內股市：盈利勝於預期；各國央行立場十分寬鬆，紛紛降低銀行存款準備金率，下調政策利率，並引入目標機制，以刺激國內經濟增長。審慎選股才是關鍵所在。我們青睞韓國作為逆向投資，其可望展現周期性復甦，而且周期／半導體股的估值、配置和利淡投資氣氛有機會逆轉。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 11月

## 中國及香港股市

一如預期，中國2019年第三季國內生產總值按年增長6%，即當局的目標區間下限。從成份表現來看，最終消費和淨出口輕微下跌，而固定投資稍為改善。房地產業表現穩健，銷售樓面面積出現輕微回升跡象。中國的貨幣和財政槓桿政策組合繼續為經濟帶來有限度支持。中國的政策組合將維持其刺激經濟立場，但至今的力度非常有限，而且遠不及近年實行的大規模刺激經濟措施。人民銀行在9月保持貸款市場報價利率不變，並於11月4日下調中期借貸便利利率0.05%。在採取「寬鬆」貨幣政策後，受核心人民幣貸款和企業貸款影響，信貸增長一如預期溫和增長。經過五個月的抗議活動，示威者的暴力升級，香港陷入經濟衰退。訪港旅客人數下跌；中美貿易糾紛導致銷售放緩和出口下降。MSCI中國指數本月錄得4.02%的正回報，而恒生指數則錄得3.29%的正回報。

中國方面，我們重申下一季經濟增長將保持在相同水平，而2020年將低於6%，預期未來宣佈的目標水平已將相應下調。2019年及2020年的國內生產總值增長預測分別為按年6.2%及5.8%。在中共第十九屆四中全會上，焦點在於推進國家治理體系，多於落實經濟改革。會上並無宣佈任何重大更改事項，但透過正式的規章制度加強中共的控制。會上首次強調將重視貿易多元化和多樣性（減少依賴美國）。對於香港，中國似乎將採取新態度，以全面融合和制定國安法為目標。最後，政策組合似乎跟隨過往，傾向於採取應變而非積極主動的策略。我們看好中國股票：達成局部協議總勝於無法達成協議，假如日後討論取得更多成果，將有助提振市場氣氛。我們改為看好價值股和周期股。我們略為看淡香港股票，因本土社會問題尚未得到解決。經濟受到拖累，資金流未見利好，抗議活動必須降溫才可使港股重現吸引力。

## 環球債券

隨著美國傳出更多中美貿易談判的利好消息，加上有跡象顯示聯儲局即將暫停減息步伐，固定收益市場表現轉遜，大部份主要市場的收益率輕微上升。儘管環球採購經理指數仍在尋底，但部份投資者認為經濟放緩的最壞情況可能已成過去，而經濟活動或能回穩，尤其是假如影響最近季度增長的若干問題有望解決，例如英國脫歐和中美貿易爭議。由於聯儲局仍然透過注入流動性支持短債利率，綜觀環球債券市場，只有短債收益率下跌，其中美國兩年期收益率由1.62%下跌至1.53%。長債方面，美國十年期債券收益率在10月初為+1.67%，月底收報+1.69%，而30年期債券收益率則由2.11%上升至2.18%。備受市場關注的兩年期與十年期債券息差月內由+0.05%擴闊至+0.16%。歐洲方面，歐洲債券市場10月份的重大變化在於歐洲央行行長德拉吉（Mario Draghi）退任，由國際貨幣基金組織前總裁拉加德（Christine Lagarde）接任。德國十年期債券收益率繼10月初錄得-0.57%後，月底回升至-0.41%，8月底時曾低見-0.70%。月內，德國兩年期債券收益率上升0.10%至-0.67%，而30年期債券收益率則由-0.07%上升0.18%至+0.10%。

繼9月初錄得低位後（當時市價反映減息1.13%），市場對聯儲局放寬措施的憧憬顯著降溫。10月份環球採購經理指數出現一些初步回穩跡象，有助平衡通脹率廣泛反彈（美國十年平衡通脹率由10月初的一年低位1.47%上升至1.72%）。綜觀環球固定收益，投資者應繼續在目前水平及國家配置層面物色投資機會。當市場預期變得極端時，我們認為投資者宜繼續對存續期配置進行主動的策略性調整。至於信貸，我們看好歐洲信貸，因其基本因素穩健及槓桿相對有限。該類債券的市場參與率強勁，主要由於投資者追求收益，以及歐洲央行提供支持。另外，新興市場債券環境仍頗為不俗。利差吸引、美國利率偏低及通脹疲軟，加上聯儲局和新興市場央行政策立場溫和，均利好新興市場存續期投資，但基於貿易談判陰霾、經濟增長動力脆弱和流動性問題，投資者宜採取較審慎和嚴謹挑選的策略。我們對政府債券持中性立場，並看好企業信貸。



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。