

滙豐每月專訊 – 2019年9月

債市上揚



本投資分析市場評論由滙豐環球投資管理製作，就近期經濟和金融市場環境提供重點概要，僅供參考用途。所載之內容只反映製作本文件時之觀點，並會不時轉變而不另行通知，而且未必反映在滙豐集團其他通訊或策略中發表的意見。本市場傳訊資料不應被讀者視為投資意見或作為出售或購入投資產品的建議，也不應被視為投資研究。所載內容並非因應旨在提倡獨立投資研究的法定要求而編備，亦無受到在文件發佈前禁止交易的限制。閣下必須注意，投資價值可升亦可跌，投資者有機會未能取回投資本金。此外，與成熟市場相比，新興市場投資涉及較高風險，而且較為波動。本文件所載表現屬歷史數據，過去業績並不代表將來的表現。閣下考慮作出任何投資時，應尋求專業的意見。

概要

宏觀展望

- ◆ 工業週期向下，加上貿易緊張局勢不明朗，持續為環球經濟增長帶來挑戰。然而，我們的環球Nowcast仍企穩於約2%
- ◆ 美國經濟增長受勞動市場穩健所支持，有證據顯示中國經濟增長正在回穩。但中美緊張局勢近期升溫，帶來下行風險
- ◆ 美國及環球衰退風險依然溫和，但需留意工業下行及服務業活動所受的影響。英國「無協議」脫歐亦是踏入第四季的一項主要風險
- ◆ 利好因素方面，環球通脹乏力，令當局對實施寬鬆貨幣政策持開放態度

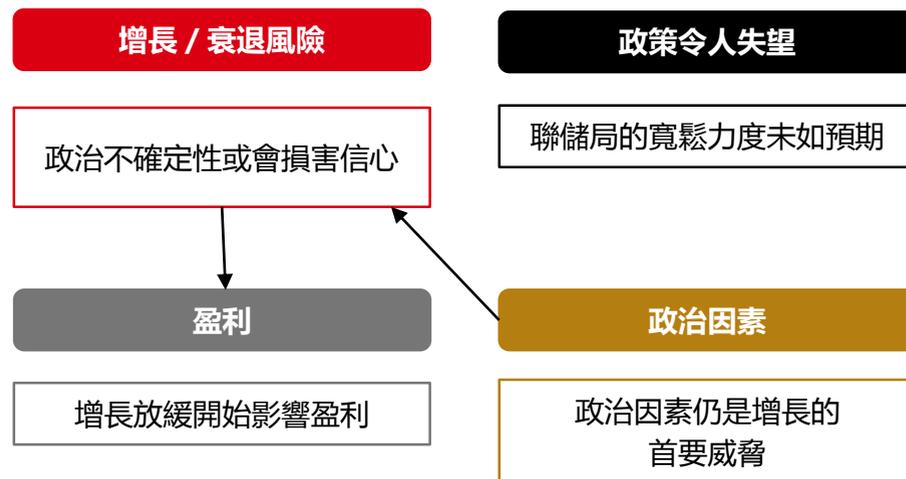
主要觀點

- ◆ 中美衝突在8月初意外升溫，加上各界憂慮衝突會損害經濟增長，導致高風險資產類別在8月遭拋售。另外，對聯儲局進一步減息的憧憬帶動債券造好
- ◆ 目前市況複雜。債券與股票的估值差距持續擴大，因此，我們在多元資產投資組合繼續採取承險方針。但我們需謹慎行事，防範風險持倉過度擴張。環球經濟目前容易受到衝擊
- ◆ 英國政府債券現時呈弱勢。若英國新一屆政府實施寬鬆財政政策，可能會對政府債券現水平的定價構成挑戰

中央銀行

- ◆ 在聯儲局7月政策會議上，主席鮑威爾確認減息25個基點是「保險」之舉，藉此抵禦環球增長放緩、貿易緊張局勢及通脹疲弱。我們認為當局有機會進一步放寬政策
- ◆ 歐洲央行言論鴿派，可能在9月會議上減息，並再次推行債券購買計劃
- ◆ 英國央行在8月會議上言論審慎，政策方向最終將受短期政局發展影響
- ◆ 日本央行暗示在經濟活動放緩下可能放寬政策。日圓走強或會是另一觸發因素
- ◆ 面對貿易挑戰，中國人民銀行（人行）可能採取行動維持信貸穩定增長，並為私營企業提供針對性支援

主要風險



資料來源：滙豐環球投資管理，環球投資策略，2019年9月。

所有數字四捨五入至小數點後一個位。所載之內容只反映製作本文件時之觀點，並會不時轉變。

投資觀點

按估值分析顯示，我們應繼續在多元資產投資組合採取承險策略。然而，環球增長有下行風險，我們應謹慎行事，防範風險持倉過度擴張

- ◆ **環球股票** – 與估值日益高昂的債券相比，股票的估值持續改善，故我們維持偏高比重。但鑑於環球經濟目前易受進一步衝擊，我們認為戰術性（即短線）的部署應該較為審慎
- ◆ **政府債券** – 估值相對欠吸引力，令我們對此資產類別持偏低比重。8月份市場流動性欠佳，而走勢大幅波動，我們認為息率有機會在短期內逆轉
- ◆ **企業債券** – 我們認為信貸資產估值過高，並偏好股票。然而，央行政策溫和可為此資產類別帶來支持

股票			政府債券			企業債券及其他			亞洲資產		
資產類別	觀點	觀點變動	資產類別	觀點	觀點變動	資產類別	觀點	觀點變動	資產類別	觀點	觀點變動
環球	偏高	—	成熟市場	偏低	—	環球投資級別	偏低	—	新興市場亞洲固定收益	偏低	—
美國	偏高	—	美國	偏低	—	美元投資級別	偏低	—	亞洲（日本除外）股票	偏高	—
英國	偏高	—	英國	偏低	—	歐元及英鎊投資級別	偏低	—	中國	偏高	—
歐元區	偏高	—	歐元區	偏低	—	亞洲投資級別	中性	—	印度	偏高	—
日本	偏高	—	日本	偏低	—	環球高收益	中性	—	香港	偏高	—
新興市場	偏高	—	新興市場（本幣）	偏高	—	美國高收益	中性	—	新加坡	偏高	—
中、東歐及拉美	中性	—				歐洲高收益	中性	—	南韓	中性	—
						亞洲高收益	偏高	—	台灣	中性	—
						新興市場綜合債券（美元）	偏低	—			
						黃金	中性	—			
						其他商品	中性	—			
						房地產	中性	—			

觀點變動：

— 沒有變動

↑ 較上月調高

↓ 較上月調低

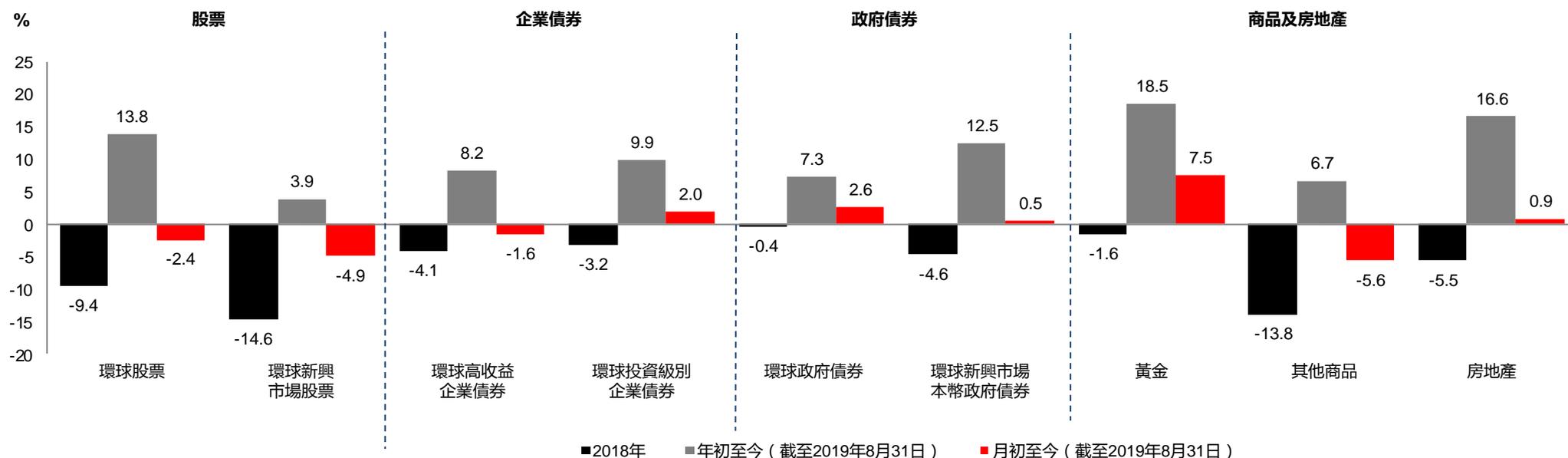
資產類別表現一覽

受中美貿易緊張局勢升溫，以及歐洲和中國一些經濟數據令人失望所影響，**環球股票**於8月下跌

◆ **政府債券** – 由於中美貿易緊張局勢升溫，以及投資者憂慮環球增長展望，美國國庫券及歐洲政府債券上揚

◆ **商品** – 鑑於對環球經濟增長的憂慮及貿易緊張局勢升溫，歐洲油價下跌

往績不能作為未來表現的指標



環球股市：MSCI所有國家環球淨總回報美元指數。**環球新興市場股市**：MSCI新興市場淨總回報美元指數。**企業債券**：彭博巴克萊環球高收益總回報指數（非對沖）。彭博巴克萊環球投資級別總回報指數（非對沖）。**政府債券**：彭博巴克萊環球綜合政府債券總回報指數。摩根大通全球新興市場債券總回報指數（本幣）。**商品與房地產**：黃金現貨（美元 / 每盎司） / 其他商品：標普GSCI總回報CME指數。**房地產**：富時EPRA/NAREIT全球房地產指數（總回報美元）。

資料來源：彭博，上述所有數據截至2019年8月30日收市（按美元、總回報及月初至今計算）

基本情況觀點及啟示

每月宏觀經濟消息

美國

- ◆ 勞動市場穩健，持續支撐消費開支。按月非農新增職位的12個月移動平均數在本年持續高於185,000
- ◆ 然而，受中美貿易緊張局勢影響，商業投資及貿易活動仍然乏力

歐洲

- ◆ **歐元區**：製造業數據仍非常疲弱，但服務業活動目前持續穩健。基本通脹停滯於約1%
- ◆ **英國**：國內生產總值在第二季收縮，但主要原因是第一季有關英國脫歐的存貨囤積減退所致。勞動市場強勁，仍帶來重要支持

亞洲

- ◆ **中國**：7月數據令人失望，包括工業生產疲弱，未來數月可能進一步推出政策支持
- ◆ **印度**：第二季國內生產總值增長令人失望，而寬鬆貨幣政策對實體經濟的傳導作用緩慢，令風險偏向下行
- ◆ **日本**：基於外圍負面因素和商業投資動力減弱，經濟增長依然低迷。今年消費稅上調是一項風險

其他新興市場

- ◆ **巴西**：改革趨勢向好及財政狀況改善，均支撐了增長前景。近期弱勢主要因天災所致
- ◆ **俄羅斯**：內需不振，經濟活動依然低迷。利好因素方面，工業及建造業均表現良好
- ◆ **中東及北非**：地緣政治風險高企、環球貿易狀況轉弱，以及產油減少，均限制了增長前景

基本情況觀點及啟示

- ◆ 財政刺激措施的作用減退，加上勞動市場週期日趨成熟，可能使今年美國經濟增長放緩
- ◆ 缺乏通脹壓力，增長下行風險加劇，或促使聯儲局於本年減息
- ◆ 美國國庫券估值處於極端水平。我們仍然傾向選擇股票

- ◆ **歐元區**：歐洲股票估值仍然相對便宜，我們維持偏高比重觀點
- ◆ **英國**：我們仍然傾向對英國股票持偏高比重，因其估值極具吸引力

- ◆ **中國**：政策保持寬鬆，有助中國經濟及環球貿易增長回穩
- ◆ **印度**：長遠結構環境仍然向好，我們維持偏高比重觀點
- ◆ **日本**：日本股票的估值仍然吸引，而貨幣政策可帶來支持

- ◆ 聯儲局採取鴿派立場，加上新興市場央行的取態日趨寬鬆，令新興市場的環境有所改善。我們仍對新興市場股票持偏高比重
- ◆ 然而，企業今年的盈利能力令人失望。故此，從戰術性（即短線）角度而言，我們較看好經風險調整預期回報較高的本幣政府債券

長線資產類別比重（十二個月以上）

股票

資產類別	觀點	簡評	風險因素
環球	偏高 —	根據我們的計算，與其他投資機會相比，環球股票的風險溢價（與現金相比的額外回報）仍然大致合理。	市場關注環球經濟增長及/ 或貿易局勢緊張，以及政治風險等，或會導致波幅不時上升。
		我們認為環球股票在面對增長前景風險下仍能提供吸引回報。	若環球經濟展望大幅走弱，我們的觀點會受到打擊。但我們仍然認為，現時經濟面對的是「週期性放緩」，而不是更嚴重的衰退環境。
美國	偏高 —	政策支持有望抵銷環球增長進一步放緩、貿易緊張局面及不少地區的政治不明朗因素的負面影響。	企業基本因素開始面臨壓力。我們正密切關注相關發展。
		美國經濟和盈利增長強勁。我們認為美國的衰退風險偏低。	去年財政刺激措施的作用正在減退。
歐元區	偏高 —	利好消息方面，聯儲局放寬政策作為「保險」，減低下行風險。	必須考慮美中貿易緊張局勢的風險。
		我們認為，歐元區股票受惠於隱含風險溢價較高（按對沖基準）。	按不作對沖基準，我們認為其他成熟市場的潛在經風險調整回報較高。
		超低的歐洲央行政策利率有望在2020年初之前持續。歐洲央行也暗示可能進一步放寬政策。	經濟增長仍然脆弱，製造業面臨全球不確定性增加，以及全球需求轉弱等不利因素。
			意大利的財政狀況，以及英國可能「無協議」脫歐，或會影響經濟並帶來風險。

觀點：

- 沒有變動
- ↑ 較上月上調
- ↓ 較上月下調

長線資產類別比重（十二個月以上）

股票（續）

資產類別	觀點	簡評	風險因素
英國	偏高 —	英國股票的風險溢價（與現金相比的超額回報）仍然遠高於整體成熟市場。	若英國經濟增長和企業基本因素嚴重惡化，會為英國股市帶來主要挑戰。
		我們認為，如英國「無協議」脫歐令英鎊下跌，或有助支持依賴外匯收益的英資跨國企業的業績。	
		另一方面，透過協商達成脫歐，將有助消除部分不明朗因素，支持企業投資。若英國經濟增長加快，或能支持依賴內需市場的股份。	
日本	偏高 —	我們認為估值吸引，而政策可帶來支持。	日本經濟近期表現疲弱，增長容易進一步放緩。貿易保護主義是主要風險。
		大型企業坐擁龐大現金，意味企業有空間提高派息或進行股份回購。	其他風險因素包括計劃於2019年10月提高消費稅。
新興市場	偏高 —	新興市場的展望受支持，相關因素包括中國放寬政策和聯儲局的立場更趨鴿派。由於通脹低迷，新興市場央行亦開始放寬政策。	新興市場整體增長動力仍然相當疲弱，環球貿易增長放緩令前景受壓，此外，儘管中國政府已放寬政策，其能否帶來足夠支持仍有待觀察。
		我們認為，個別新興市場貨幣在中期仍有顯著升值潛力。	
		新興市場經濟體的結構特徵遠勝過往。	
中、東歐及 拉丁美洲	中性 —	拉丁美洲經濟增長動力有所減弱，但有跡象顯示情況正在回穩。	經濟增長有機會進一步轉差，眾多經濟體依賴環球貿易和工業週期。地緣政治局勢緊張且難以預測。
		部分中東歐地區提供吸引的股票風險溢價。	我們認為不少國家的本地利率及主權債息率較高，削弱承受股票風險的理據。

長線資產類別比重（十二個月以上）

政府債券

資產類別	觀點	簡評	正面因素
成熟市場	偏低 —	預期回報極低。若通脹上升或活動數據勝預期，可推高債券息率。 股票相對債券的價值仍然明顯。	近期趨勢向好，而短期內推動收益率大幅上升的因素不多。 經濟「長期停滯」的壓力猶在（包括人口老化、生產力及投資低落）。 環球安全資產的供應有限。 若市場對經濟增長的憂慮加深，政府債券仍可提供分散投資的優勢。
美國	偏低 —	潛在經風險調整後回報與投資組合採偏低配置相符。市場未有重視通脹上行風險。 在現時的市場定價下，國庫券能否有效地「分散風險」仍屬未知之數。	短期國庫券的潛在經風險調整後回報較高。 儘管工資增長上升和閒置產能減少，但通脹或繼續低企。這有助限制息率上升。
英國	偏低 —	英國政府債券的預期回報持續欠佳，我們要為承受利率風險面臨損失。	如英國經濟增長惡化及/或「無協議」脫歐成真，英國政府債券或表現良好。然而，由於英國推出財政刺激措施，英國政府債券發行量可能增加。
歐元區	偏低 —	我們認為核心歐元區政府債券估值過高。儘管歐洲央行可能重啟淨資產購買，但市場價格已在一定程度上反映其影響。	區內核心通脹壓力仍低企，經濟增長容易受到外圍形勢影響。這有助寬鬆貨幣政策維持更長時間。
日本	偏低 —	我們認為日本政府債券的估值過高。日本央行已減少購買政府債券。	「孳息曲線管控」的政策框架應能限制市場的波動性，並減低短期息率大幅上升的風險。
資產類別	觀點	簡評	風險因素
新興市場（本幣）	偏高 —	我們認為大部分新興市場國家可帶來高預期回報。聯儲局政策立場鴿派，限制了美元的上行風險。新興市場國家有空間削減政策利率以支持增長。 從戰術性（即短期）角度來看，我們偏好此資產類別多於新興市場股票。	美元急速升值為主要風險。這可能由聯儲局不如市場定價反映般減息所引發。 新興市場的經濟及政治形勢分歧，選擇性配置至關重要。

PUBLIC

長線資產類別比重（十二個月以上）

投資級別企業債券

資產類別	觀點	簡評	風險因素
環球投資級別	偏低 —	<p>預期回報與持重偏低的觀點吻合。存續期風險溢價呈負數。換言之，我們會因承受利率或通脹意外變化的風險而蒙受損失。</p> <p>企業基本因素開始面臨壓力 — 成熟市場的風險增加，而亞洲區盈利能力的惡化速度比預期快。</p>	<p>嚴重違約及降級風險目前似乎有限。</p> <p>央行政策鴿派也帶來利好作用。</p>
美元投資級別	偏低 —	<p>美國投資級別企業債券的估值，令我們認為安全邊際不足以應付下行風險。</p> <p>美國投資級別企業債券可能受到美國經濟增長放緩和盈利能力下降的壓力影響。</p>	<p>利好因素方面，美國經濟增長依然強勁，聯儲局立場鴿派。盈利能力水平仍然相對高企。</p> <p>此外，現時市場定價已反映全球企業盈利增長錄得中等個位數的環境，我們認為情況令人進一步失望的機會有限。</p>
歐元及英鎊投資級別	偏低 —	<p>歐元投資級別債券的存續期風險溢價呈高負數（即要為承受利率風險面臨損失），影響潛在回報。</p>	<p>歐洲央行可能重啟資產購買。違約率保持偏低。</p>
資產類別	觀點	簡評	正面因素
亞洲投資級別	中性 —	<p>在投資級別領域中，我們認為亞洲信貸的利差（或「回報」）較為吸引（相對於成熟市場）。</p> <p>亞洲新興市場的整體活動合理穩健，而大多數國家的中性貨幣政策立場也帶來支持。</p>	<p>美元轉強會帶來風險，尤其是對承擔美元計價債務的企業而言。</p> <p>保護主義抬頭的風險也不容忽視，而中國的槓桿化程度仍然是長遠問題。</p>

長線資產類別比重（十二個月以上）

高收益企業債券

資產類別	觀點	簡評	風險因素
環球高收益	中性 —	企業基本因素和環球經濟活動向好，有助帶來支持，而違約率偏低。我們偏好較高評級的高收益債券。	我們的計算顯示，在經濟環境強勁下，股票的回報較佳。
		此資產類別對增長敏感，若經濟活動較預期佳，便有望表現良好。 美國經濟活動仍然向好，持續支持企業基本因素。	我們對環球高收益債券的觀點有變動的「風險」。 美國高收益信貸易受經濟數據或違約前景轉差所影響。
美國高收益	中性 —	違約率偏低。高收益債券的有效存續期較短，較易面對增長風險多於利率風險。我們認為美國的衰退風險溫和。	
亞洲高收益	偏高 —	亞洲高收益債券的利差（或「回報」）較其他資產吸引，其潛在經風險調整回報較高。	美元轉強會帶來風險，尤其是對承擔美元計價債務的企業而言。
		經濟增長相當強勁，而通脹壓力似乎相對平穩。	保護主義升溫的風險也不容忽視，而中國槓桿水平也是長期問題。
歐洲高收益	中性 —	整體企業基本因素依然穩健（違約率低企），而我們亦預期歐元區在2019年不會出現經濟衰退。	儘管問題似乎集中於製造業，但歐元區的增長或會於2019年再次令人失望。
		貨幣政策仍然寬鬆，歐洲央行可能重啟資產購買。	歐洲的政治風險持續；意大利的不明朗因素預料在2019年持續，英國仍有可能在無協議的情況下脫歐。

長線資產類別比重（十二個月以上）

另類投資

資產類別	觀點	簡評	風險因素
黃金	中性 —	黃金期貨為我們的多元資產投資組合提供合理的分散投資優勢，並具備對沖通脹的作用。金價於2019年8月股市出現拋售時表現良好。	我們認為黃金期貨的潛在回報似乎欠佳。這是由於預期轉倉收益（期貨合約續期的成本）呈高負數，加上預期現貨價格回報呈負數。
其他商品	中性 —	商品期貨為我們提供合理的分散投資優勢，並具備對沖通脹的作用。 我們的估算預期回報於去年有所改善。我們認為能源是最吸引的板塊。	按我們的估算，許多商品（尤其是小麥和玉米）的預期轉倉收益（期貨合約續期的成本）呈高負數。
房地產	中性 —	我們認為環球房地產股能帶來可觀的長遠回報，利潤率遠高於已發展市場的政府債券。現時的股息率較大市溢價約145個基點，長遠而言，租金與整體經濟增長息息相關，為通脹提供一定程度對沖。	專注於零售地產的房地產股票較受電子商貿增長所影響，但此影響被支援網上購物的物流樓宇的強勁需求部分抵銷。環球貿易爭端急速升溫或影響租戶的需求。未來可能實施租金管制正持續影響特定住宅市場。英國方面，脫歐繼續令市場蒙上陰霾。
資產類別	觀點	簡評	風險因素
新興市場綜合債券（美元）	偏低 —	估值相對不吸引，存續期風險溢價呈負數。換言之，承受利率或通脹意外變化的風險要蒙受損失。 整體來說，經風險調整後回報與其他資產類別相比較為遜色。	從戰術性層面而言，我們的取態較為中性，此乃由於信貸息差並非處於歷史低位，加上市場動力正面。

長線資產類別比重（十二個月以上）

亞洲資產

資產類別	觀點	簡評	正面因素
新興亞洲固定收益	偏低 —	<p>短期而言，這類資產對美國貨幣政策敏感。</p> <p>雖然美國聯儲局態度審慎將利好此資產類別，但亞洲債券息差較其他新興市場狹窄，削弱相對吸引力。</p>	我們認為長線回報訊號維持正面，乃受相對穩健的經濟基調、通脹穩定及信貸質素所支持。
資產類別	觀點	簡評	風險因素
亞洲日本除外股票	偏高 —	<p>我們認為此資產類別的經風險調整回報吸引。</p> <p>亞洲經濟增長表現相對較佳，宏觀經濟結構性因素勝過其他新興市場地區。</p> <p>我們認為亞洲貨幣在中期有升值空間。</p>	<p>若美國國庫券息率及/ 或美元急升，以及成熟市場央行的政策不如預期溫和均會帶來風險。</p> <p>在全球貿易緊張局勢下，亞洲企業盈利增長近期有所惡化。</p> <p>其他風險包括美國貿易保護主義政策、地緣政治事件、商品價格及/ 或貨幣波動，以及市場對中國增長及金融穩定性的憂慮重燃。</p>
中國股票	偏高 —	<p>中國仍然是亞洲區內預測盈利最高的市場之一。國內政策旨在刺激經濟和市場，而聯儲局/ 全球央行立場鴿派亦帶來支持。</p> <p>企業盈利可能受惠於削減增值稅/ 費用、企業對社會保障基金的供款減少，以及企業資本市場融資的政策支援。另一方面，企業也可能受惠於利率體系改革（藉以改善貨幣政策傳導、降低企業融資成本）及其他政策寬鬆措施。</p> <p>進一步開放經濟/ 金融服務業、資本市場自由化/ 納入基準指數，以及結構性市場改革（如科創板），均為潛在的催化劑。</p> <p>現有美國關稅對MSCI中國指數的總盈利的直接影響應該可控（但對特定科技公司有重大影響）。</p>	<p>雖然比較基數較低可能有利2019年下半年的按年盈利增長，但我們認為，近期貿易緊張局勢升溫、人民幣轉弱（但隨著MSCI A股的納入因子逐漸增加，外匯對MSCI中國的影響將逐步減少）和名義國內生產總值增長放緩（生產者價格指數再度錄得溫和通縮），將帶來下行風險。</p> <p>國家主導的改革或未能為市場帶來動力，而結構性改革（會帶來短期打擊）的實施可能推遲。市場擔心部分小型銀行/ 金融機構的基本因素疲弱，以及資金/ 資本限制會令信貸增長受壓。結構性挑戰和債務問題仍然是中國長線增長的難題。</p> <p>美中貿易協議未有明確進展，現有關稅未有減少或撤回。不確定性增加，影響了私營業界的氣氛和開支，但風險屬二元性質：任何利好發展均可能使市場上行。</p>

長線資產類別比重（十二個月以上）

亞洲資產（續）

資產類別	觀點	簡評	風險因素
印度股票	偏高 —	<p>我們預期，在宏觀政策更為寬鬆（尤其是貨幣寬鬆政策傳導改善）下，2020財年下半年經濟將呈現輕微週期性復甦。降雨正常也帶來幫助。當局近期推出一系列針對特定行業的財政和改革措施（如金融，汽車），希望令獲得信貸和開展業務更為便利，而海外直接投資管制放寬和大規模銀行改革，應有助支持國內氣氛和需求。</p> <p>減少對國內外投資者的資本收益徵收附加費，可為市場帶來一些短期紓緩。印度央行的股息轉讓（佔國內生產總值的比重較財政預算所預計高約0.3%）可能對政府財政有輕微支持作用。聯儲局政策轉向，亦有助限制美國債券收益率，為印度帶來支持。</p> <p>長遠結構性發展維持向好，改革取得重大進展，令生產力提高、基建升級、城市化加速、管治改善及營商便利程度上升。</p>	<p>在週期性和結構性挑戰下，加上金融和企業有避險情緒，若增長大幅放緩，會對盈利構成下行風險。非銀行金融公司的問題*；消費者購買力/ 收入增長惡化；投資/ 建設週期疲弱；全球經濟增長和貿易不確定性等，也構成挑戰。雖然現水平估值可能已反映大部分的宏觀和盈利負面因素，但上行催化劑似乎不多。</p> <p>稅收收入可能不足，令財政空間不足以支持推動有力的刺激措施。財政預算提出股份回購稅，以及把公眾持股比例由25%提高至35%等建議，令近期市場情緒受壓。預算所述的非銀行金融公司措施，可能並非長遠的全面解決方案。</p> <p>多方面的合規/ 監管環境更為嚴格，削弱了商業信心，而汽車擁有成本提高，則令消費者需求受壓。政府推行艱難改革（如土地，勞工）的能力將受到考驗。</p>
香港股票	偏高 —	<p>估值具吸引力，因跨國上市公司（業務主要在香港以外）帶來投資機遇。其中許多公司所屬行業（如消費行業，保險）可受惠於亞洲的長遠增長潛力，受環球貿易緊張局勢的影響較輕微。</p> <p>預期盈利增長將為區內最高之一。聯儲局立場溫和，可能略為減輕香港借貸成本/ 金融狀況的壓力；中國的政策寬鬆/ 流動性寬鬆措施，應可提供一定支持。</p>	<p>香港經濟已失去動力，風險偏向下行，這可能為企業盈利構成一些壓力。外圍環境依然充滿挑戰，當中包括全球需求前景不明朗、美中貿易僵局、對去全球化的擔憂，以及其他地緣政治緊張局勢。</p> <p>總結餘減少與港元貸存比率上升，使香港貨幣市場對流動性的細微變化更為敏感</p> <p>中國的金融風險蔓延仍是主要風險。中國宏觀經濟或改革前景惡化，可能為香港帶來負面影響。</p>
新加坡股票	偏高 —	<p>在全球低息環境下，銀行的股息收益率及派息比率較高，具有吸引力，有助防止市場下行。許多新加坡上市公司在泛亞洲區擁有業務，受國內經濟轉弱影響較小。財政預算側重長遠經濟轉型，短期的財政刺激措施溫和，但有足夠政策措施應付全球經濟放緩。新加坡金融管理局亦可能在10月份政策會議上放寬政策。</p> <p>長遠而言，新加坡有望略為受益於尋求營運多元化，把供應鏈遷入東盟地區的跨國公司。</p>	<p>有跡象顯示出口和製造業持續疲弱，繼而拖低國內需求以及就業和工資增長，並使經濟和企業盈利增長前景面對下行風險。新加坡容易受到全球需求放緩、貿易保護主義和科技/ 電子產品周期所影響，當中大部分上市公司的海外銷售龐大。新加坡對美元的大幅波動較為敏感。</p> <p>市場流動性收緊構成風險。融資成本增加和降溫措施令房屋可負擔性和房屋市場受壓，但如聯儲局下調息率，可支持交易量，短期內有望改善按揭融資。</p>

*非銀行金融公司。資料來源：滙豐環球投資管理。截至2019年9月2日。所載之觀點只反映製作本文件時之觀點，並會不時轉變。

長線資產類別比重（十二個月以上）

亞洲資產（續）

資產類別	觀點	簡評	風險因素
南韓股票	中性 —	<p>在庫存調整/ 減產持續下，半導體記憶體周期似乎逐漸見底。芯片價格/ 需求如出現復甦，將為韓國企業盈利帶來支持。</p> <p>韓國央行表示，若風險繼續增加，當局將準備減息。</p> <p>中期而言，由於美中貿易/ 科技爭議，韓國貿易可望受益於貿易分工而來自中國方面的複雜/ 高科技製造競爭壓力亦暫時減輕。</p>	<p>與日本的貿易緊張局勢加劇，以及美中貿易磨擦持續帶來不確定性，可能使地區供應鏈受到短期影響，從而帶來下行風險。北韓方面的地緣政治風險仍然籠罩市場。</p> <p>全球需求（資本開支）疲弱帶來外圍挑戰，加上國內經濟乏力（私營業界氣氛低迷、家庭債務水平高企、房地產市場持續調整，以及勞動市場和企業進行重組），令盈利預期依然疲弱。</p>
台灣股票	中性 —	<p>從估值上看，我們認為在貿易/ 地緣政治不確定性和全球債券收益率下降的情況下，台灣的股息率相對較高，具有吸引力。</p> <p>若干行業受惠於中美貿易/ 科技磨擦，並將部分海外生產線遷回台灣（有助國內投資）。預期半導體行業前景改善將帶來利好作用。</p> <p>宏觀政策寬鬆仍然有助支持經濟。政府的多年基礎設施投資計劃陸續推出。</p>	<p>台灣經濟和企業盈利前景依然疲弱，乃受外圍挑戰持續影響，包括全球資本開支需求低迷、貿易政策不確定性可能導致營商信心受拖累以及供應鏈中斷。</p> <p>中國施加的政治和經營防守壓力增加為風險之一，可能導致台灣亦面臨被剔出地區貿易/ 投資協議的風險。</p> <p>隨著2020年總統/ 全國大選迫近，政治不穩和政策不確定性將會增加。</p>

本投資分析市場評論由滙豐環球投資管理製作，就近期經濟環境提供簡單基本的概要，僅供參考用途。所載之內容只反映製作本文件時之觀點，並會不時轉變而不另行通知，而且可能並不反映在滙豐集團其他通訊或策略的意見。本市場傳訊資料不應被讀者視為投資意見或作為出售或購入投資產品的建議，也不應被視為投資研究。所載之內容並非因應旨在提供獨立投資研究的法定要求而準備，亦無受到發放此文件前禁止進行交易的約束。閣下必須注意，投資價值可升亦可跌，投資者有機會未能取回投資本金。此外，與成熟市場相比，新興市場投資涉及較高風險，而且較為波動。本文件所載之表現屬歷史數據，過去業績並不代表將來的表現。閣下考慮作出任何投資時，應尋求專業的意見。

市場數據

2019年8月

	收市價	月初至今 升跌 (%)	三個月 升跌 (%)	一年 升跌 (%)	年度至今 升跌 (%)	五十二周 高位	五十二周 低位	預測 市盈率 (倍)
股票指數								
環球								
摩根士丹利環球指數(美元)	511	-2.6	3.8	-2.3	12.1	533	435	15.8
北美								
美國道瓊斯工業平均指數	26,403	-1.7	6.4	1.7	13.2	27,399	21,713	17.4
美國標準普爾500指數	2,926	-1.8	6.3	0.9	16.7	3,028	2,347	17.7
美國納斯達克指數	7,963	-2.6	6.8	-1.8	20.0	8,340	6,190	23.9
加拿大S&P/TSX 指數	16,442	0.2	2.5	1.1	14.8	16,673	13,777	15.1
歐洲								
摩根士丹利歐洲指數(美元)	436	-3.0	1.4	-5.5	7.9	472	391	13.7
歐洲道瓊斯歐洲50指數	3,427	-1.2	4.5	1.0	14.2	3,574	2,909	14.2
英國富時100指數	7,207	-5.0	0.6	-3.0	7.1	7,727	6,537	12.7
德國DAX指數*	11,939	-2.0	1.8	-3.4	13.1	12,656	10,279	14.0
法國CAC40指數	5,480	-0.7	5.2	1.4	15.8	5,673	4,556	14.7
西班牙IBEX 35指數	8,813	-1.8	-2.1	-6.2	3.2	9,665	8,286	11.8
意大利富時MIB指數	21,323	-0.4	7.7	5.2	16.4	22,357	17,914	10.9
亞太								
摩根士丹利亞太(日本除外)指數(美元)	495	-4.7	-0.8	-7.5	3.7	547	459	14.1
日本日經225平均指數	20,704	-3.8	0.5	-9.5	3.4	24,448	18,949	14.9
澳洲標準普爾/澳洲200指數	6,604	-3.1	3.2	4.5	17.0	6,876	5,410	16.7
香港恒生指數	25,725	-7.4	-4.4	-7.8	-0.5	30,280	24,541	10.3
上證綜合指數	2,886	-1.6	-0.4	5.9	15.7	3,288	2,441	11.4
香港恒生國企指數	10,083	-5.5	-2.9	-7.3	-0.4	11,882	9,732	8.1
台灣加權指數	10,618	-1.9	1.1	-4.0	9.2	11,097	9,319	16.1
韓國KOSPI指數	1,968	-2.8	-3.6	-15.3	-3.6	2,357	1,892	12.7
印度孟買SENSEX30指數	37,333	-0.4	-6.0	-3.4	3.5	40,312	33,292	19.2
印尼雅加達綜合股價指數	6,328	-1.0	1.9	5.2	2.2	6,636	5,622	15.3
馬來西亞KLCI指數	1,612	-1.4	-2.3	-11.4	-4.6	1,823	1,572	16.7
菲律賓綜合股價指數	7,980	-0.8	0.1	1.6	6.9	8,420	6,791	17.1
新加坡富時海峽時報指數	3,107	-5.9	-0.4	-3.3	1.2	3,415	2,956	12.3
泰國曼谷SET指數	1,655	-3.3	2.1	-3.9	5.8	1,767	1,547	16.5
拉丁美洲								
阿根廷Merval指數	24,609	-41.5	-27.5	-16.0	-18.8	44,471	23,862	4.7
巴西Bovespa指數*	101,135	-0.7	4.2	31.9	15.1	106,650	74,275	12.7
智利IPSA指數	4,804	-3.4	-3.5	-8.8	-5.9	5,516	4,589	14.4
哥倫比亞COLCAP指數	1,560	-0.2	4.9	1.1	17.6	1,634	1,291	12.0
墨西哥標準普爾/BMV IPC指數	42,623	4.3	-0.3	-14.0	2.4	50,042	38,266	14.0
新興歐洲、中東及非洲								
俄羅斯MOEX指數	2,740	0.0	2.8	16.8	15.6	2,848	2,258	6.0
南非JSE指數	55,260	-2.7	-0.7	-5.8	4.8	59,545	50,033	12.4
土耳其ISE 100指數*	96,718	-5.3	6.8	4.3	6.0	105,930	83,535	7.0

* 指數顯示總回報表現。其他為價格回報。

資料來源：彭博、滙豐環球投資管理。數據截至2019年8月30日收市。
過往表現並非未來回報指標。

市場數據 (續)

2019年8月

	三個月 升跌 (%)	年度至今 升跌 (%)	一年 升跌 (%)	三年 升跌 (%)	五年 升跌 (%)	股息率 (%)
股票指數——總回報						
環球股票	4.3	13.8	-0.3	30.1	30.8	2.6
美國股票	6.6	18.1	2.2	40.5	56.2	1.9
歐洲股票	2.0	10.7	-3.0	18.8	5.4	3.9
亞太(日本除外)股票	0.3	5.9	-4.8	20.8	11.2	3.4
日本股票	2.8	6.8	-5.6	17.0	25.4	2.6
拉丁美洲股票	-2.4	3.6	8.9	17.7	-18.8	3.1
新興市場股票	-0.2	3.9	-4.4	18.3	1.9	3.0

所有總回報按美元計算。

數據來自MSCI環球總回報指數、MSCI美國總回報指數、MSCI歐洲總回報指數、MSCI亞太（日本除外）總回報指數、MSCI日本總回報指數、MSCI拉丁美洲總回報指數及MSCI新興市場總回報指數。

	收市價	月初至今 升跌 (%)	三個月 升跌 (%)	一年 升跌 (%)	年度至今 升跌 (%)
債券指數					
巴克萊環球綜合債券指數(以美元對沖)	572	2.3	4.5	10.7	9.3
摩根大通全球新興市場債券指數	867	0.5	4.8	13.1	12.5
巴克萊美國企業債券指數(美元)	3,223	3.1	6.3	13.3	13.9
巴克萊歐洲企業債券指數(歐元)	262	0.6	3.7	6.6	7.6
巴克萊環球高收益債券指數(以美元對沖)	498	-1.4	2.4	7.4	9.3
巴克萊美國高收益債券指數(美元)	2119	0.4	3.3	6.6	11.0
巴克萊泛歐高收益債券指數(美元)	464	1.0	4.7	8.9	11.6
巴克萊新興市場主流貨幣債券指數	428	0.0	3.7	10.5	9.7
Markit iBoxx亞洲（日本除外）債券指數(美元)	213	1.4	3.3	10.3	9.5
Markit iBoxx亞洲（日本除外）高收益債券指數(美元)	266	-0.8	1.2	8.6	9.1

總回報包括股息和利息收入，以及資產價格在期內的升值或貶值。

資料來源：彭博、滙豐環球投資管理。數據截至2019年8月30日收市。

過往表現並非未來回報指標。

市場數據 (續)

2019年8月

債券	收市價	上個月 收市價	三個月前 收市價	一年前 收市價	2018年底 收市價
美國國庫債券孳息率(%)					
三個月	1.98	2.06	2.34	2.09	2.35
兩年期	1.50	1.87	1.92	2.63	2.49
五年期	1.39	1.83	1.91	2.74	2.51
十年期	1.50	2.01	2.12	2.86	2.68
三十年期	1.96	2.52	2.57	3.02	3.01
成熟市場10年期債券孳息率(%)					
日本	-0.28	-0.16	-0.10	0.10	-0.01
英國	0.48	0.61	0.89	1.43	1.28
德國	-0.70	-0.44	-0.20	0.33	0.24
法國	-0.41	-0.19	0.21	0.68	0.71
意大利	1.00	1.54	2.67	3.23	2.74
西班牙	0.10	0.28	0.71	1.47	1.41

商品	收市價	月初至今 升跌 (%)	三個月 升跌 (%)	一年 升跌 (%)	年度至今 升跌 (%)	五十二周 高位	五十二周 低位
黃金	1,520	7.5	16.5	26.5	18.5	1,555	1,181
歐洲原油	60.4	-7.3	-6.3	-21.9	12.3	87	50
美國原油	55.1	-5.9	3.0	-21.1	21.3	77	42
R/J CRB期貨指數	170	-4.6	-2.9	-11.7	0.3	202	167
LME銅價	5,676	-4.2	-2.6	-5.0	-4.8	6,609	5,625

資料來源：彭博，滙豐環球投資管理。數據截至2019年8月30日收市。
過往表現並非未來回報指標。

市場數據 (續)

2019年8月

貨幣 (兌美元)	收市價	上個月 收市價	三個月前 收市價	一年前 收市價	2018年底 收市價	五十二周 高位	五十二周 低位
成熟市場							
美匯指數	98.92	98.52	97.75	95.14	96.17	99.10	93.81
歐元	1.10	1.11	1.12	1.16	1.15	1.18	1.10
英鎊	1.22	1.22	1.26	1.30	1.28	1.34	1.20
瑞士法郎	1.01	1.01	1.00	1.03	1.02	1.05	0.98
加元	1.33	1.32	1.35	1.30	1.36	1.37	1.28
日圓	106.3	108.8	108.3	111.0	109.7	114.6	104.5
澳元	1.48	1.46	1.44	1.39	1.42	1.50	1.35
新西蘭元	1.58	1.52	1.53	1.51	1.49	1.59	1.44
亞洲							
港元	7.84	7.83	7.84	7.85	7.83	7.85	7.78
人民幣	7.16	6.88	6.91	6.83	6.88	7.18	6.65
印度盧比	71.41	68.80	69.70	71.00	69.77	74.48	68.29
馬來西亞令吉	4.21	4.13	4.19	4.11	4.13	4.23	4.05
韓國圓	1,211	1,183	1,191	1,113	1,111	1,223	1,105
新台幣	31.33	31.10	31.60	30.72	30.55	31.73	30.47
拉丁美洲							
巴西雷亞爾	4.15	3.81	3.92	4.06	3.88	4.21	3.59
哥倫比亞披索	3,442	3,280	3,380	3,048	3,254	3,495	2,961
墨西哥披索	20.06	19.15	19.62	19.09	19.65	20.66	18.50
阿根廷披索	59.50	43.88	44.79	36.88	37.67	62.00	35.35
東歐、中東及非洲							
俄羅斯盧布	66.72	63.66	65.44	67.47	69.35	70.84	62.50
南非蘭特	15.20	14.34	14.58	14.69	14.35	15.70	13.24

資料來源：彭博，滙豐環球投資管理。數據截至2019年8月30日收市。
過往表現並非未來回報指標。

資產類別比重概覽的觀點基礎和定義

- ◆ 投資觀點根據**2019年8月**期間舉行的滙豐環球投資管理資產配置區域會議、滙豐環球投資管理於**2019年7月31日**計算的長線預期回報預測、我們的投資組合優化過程及實際投資組合比重而定。
- ◆ **標誌：**↑ 此資產的觀點獲上調 – 沒有變動 ↓ 此資產的觀點獲下調
- ◆ 偏低、偏高和中性比重分類，是在分散投資、典型的多元資產投資組合中應用的概括性資產配置傾向，反映我們的長線估值訊號、短線周期性觀點以及實際投資組合比重。上述比重參考了環球投資組合。然而，個別投資組合的比重，可能因應委託、基準、風險狀況、和個別資產類別在不同地區是否可選以及風險程度而有分別。
- ◆ 「**偏高**」意味著，在一個充份分散投資的典型多元資產投資組合狀況下，以及相對有關的內部或外部基準，滙豐環球投資會（或應該會）對該資產類別持正面傾向。
- ◆ 「**偏低**」意味著，在一個充份分散投資的典型多元資產投資組合狀況下，以及相對有關的內部或外部基準，滙豐環球投資會（或應該會）對該資產類別持負面傾向。
- ◆ 「**中性**」意味著，在一個充份分散投資的典型多元資產投資組合狀況下，以及相對有關的內部或外部基準，滙豐環球投資會（或應該會）對該資產類別沒有特定的負面或正面傾向。
- ◆ 環球投資級別企業債券方面，整體資產類別的偏低、偏高和中性分類，也是基於在分散投資、典型的多元資產投資組合中應用的概括性資產配置傾向。然而，美元投資級別企業債券、歐元及英鎊投資級別企業債券的觀點，取決於相對整體環球投資級別企業債券市場的比重。
- ◆ 亞洲日本除外股票方面，整體區域的偏低、偏高和中性分類，也是基於在分散投資、典型的多元資產投資組合中應用的概括性資產配置傾向。然而，個別國家的觀點則取決於相對整體亞洲日本除外股票截至**2019年7月31日**的比重。
- ◆ 同樣地，對新興市場政府債券而言，整體資產類別的偏低、偏高和中性分類，也是基於在分散投資、典型的多元資產投資組合中應用的概括性資產配置傾向。然而新興亞洲定息資產的觀點則取決於相對整體新興市場政府債券（硬貨幣）截至**2019年8月30日**的比重。

客戶的重要資訊：

警告：本文件的內容未經任何香港或任何其他司法管轄區的監管機構審閱。建議您就相關投資及本文件內容審慎行事。如您對本文件的內容有任何疑問，應向獨立人士尋求專業意見。

本文件由香港上海滙豐銀行有限公司（「本行」）在香港經營受管制業務期間發佈，可在其他可合法分發本文件的司法管轄區進行分發，並僅供收件人使用。本文件內容不得複製或進一步分發予任何人士或實體作任何用途，不論是全部或部分內容。本文件不得分發予美國、加拿大或澳洲，或任何其他分發本文件屬非法行為的司法管轄區。所有未經授權複製或使用本文件的行為均屬使用者的責任，並可能引致法律訴訟。

本文件沒有合約價值，並不是且不應被詮釋為進行任何投資買賣，或認購或參與任何服務的要約或要約招攬或建議。本行並沒有建議或招攬任何基於本文件的行動。

本文件內列明的資訊及 / 或表達的意見由滙豐環球投資管理有限公司提供。我們沒有義務向您發佈任何進一步的刊物或更新本文件的內容，該等內容或隨時變更，並不另行通知。該等內容僅表示作為一般資訊用途的一般市場資訊及 / 或評論，並不構成買賣投資項目的投資建議或推薦或回報保證。本行沒有參與有關資訊及意見的準備工作。本行對本文件內的資訊及 / 或意見之準確性及 / 或完整性不作任何擔保、申述或保證，亦不承擔任何責任，包括任何從相信為可靠但未有獨立進行驗證的來源取得之第三方資訊。任何情況下，本行或滙豐集團均不對

備佈全球眾多國家及地區公司的集團，從事投資顧問和基金管理業務，並最終由滙豐控股有限公司（滙豐集團）持有。滙豐環球投資管理是滙豐集團資產管理業務的公司名稱。

如您持有滙豐環球投資管理有限公司管理的個人投資組合，本文件內的意見不一定代表目前投資組合的構成部分。滙豐環球投資管理有限公司管理的個人投資組合主要反映個別客戶的投資目標、風險喜好、投資年期及市場流動性。

本文件內含的資訊未有按您的個人情況審閱。請注意，此資訊並非用作協助作出法律、財政或其他諮詢問題的決定，亦不應作為任何投資或其他決定的依據。您應根據您的投資經驗、目標、財政資源及有關情況，仔細考慮所有投資觀點及投資產品是否合適。您可自行作出投資決定，但除非向您出售產品的中介人根據您的財政情況、投資經驗及投資目標，向您說明該產品適合您，否則不應投資於任何產品。您應細閱相關產品銷售文件了解詳情。

本文件內部分陳述可視為前瞻性陳述，提供目前對未來事件的預期或預測。有關前瞻性陳述並非未來表現或事件的擔保，並涉及風險及不穩定因素。該等陳述不代表任何一項投資，僅用作說明用途。客戶須注意，不能保證本文件內描述的經濟狀況會在未來維持不變。實際結果可能因多種因素而與有關前瞻性陳述所描述的情況有重大差異。我們不保證該等前瞻性陳述內的期望將獲證實或能夠實現，警告您不要過份依賴有關陳述。我們沒有義務更新本文件內的前瞻性陳述，不論是基於新資訊、未來事件或其他原因，亦沒有義務更新實際結果與前瞻性陳述預期不同的原因。

投資涉及風險，必須注意投資的資本價值，且所得收益可升可跌，甚至變得毫無價值，投資者可能無法取回最初投資的金額。本文件內列出的過往表現並非未來表現的可靠指標，不應依賴任何此內的預測、預期及模擬作為未來結果的指標。有關過往表現的資料可能過時。有關最新資訊請聯絡您的客戶經理。

任何市場的投資均可能出現極大波動，並受多種因直接及間接因素造成不同幅度的突發波動影響。這些特徵可導致涉及有關市場的人士蒙受巨大損失。若提早撤回或終止投資，或無法取回投資全額。除一般投資風險外，國際投資可能涉及因貨幣價值出現不利波動、公認會計原則之差別或特定司法管轄區經濟或政治不穩而造成的資本損失風險。範圍狹窄的投資及較小規模的公司一般會出現較大波動。不能保證交易表現正面。新興市場的投資本質上涉及較高風險，可能較其他成熟市場固有的投資出現較大波動。新興市場的經濟大幅取決於國際貿易，因此一直以來並可能繼續會受貿易壁壘、外匯管制、相對幣值控制調整及其他貿易國家實施或協商的保障措施不利影響。有關經濟亦一直並可能繼續受其貿易國的經濟情況不利影響。互惠基金投資受市場風險影響，您應細閱所有計劃相關文件。

版權所有 © 香港上海滙豐銀行有限公司 2019。保留一切權利。未經香港上海滙豐銀行有限公司事先書面許可，不得以任何形式或任何方式（無論是電子、機械、影印、攝錄或其他方式）複製或傳送本刊物任何部分或將其任何部分儲存於檢索系統內。

由香港上海滙豐銀行有限公司刊發

Issued by The Hongkong and Shanghai Banking Corporation Limited

Exp. 02.03.2020