

環球投資市場第四季度展望

私人銀行及財富管理部



Brenda Tian
田白莉

私人銀行及財富
管理部主管

歡迎閱覽 2019 年第四季的招商永隆銀行《環球市場展望》！

回顧第三季，市況絕不平靜，多國市場風險仍然存在，包括美中貿易戰、全球經濟衰退和英國脫歐，再加上沙地阿拉伯油產設施遭受襲擊，以及美國總統面臨彈劾威脅等不確定因素，全都浮上水面。

但是，無論是成熟市場或是新興市場的央行，已將鴿派言論化為實質行動，再加上債券利率走低的支撐及中國目標性的財政和貨幣刺激措施，為市場注下強心針。經濟數據顯示經濟活動趨於平穩，而不是下滑。重要的是，美國就業水平維持在紀錄高點，有助消費者保持韌性。

進入第四季度，由於中美貿易談判的不確定性以及英國脫歐主導著局面，從十月初舉行的中美高層貿易談判後，貿易緊張局勢暫時有所緩解。美國總統特朗普顯然希望在明年大選之前，避免出現經濟衰退。中國的耐痛值門檻較高，但是職業流失和社會不穩定的威脅，成為其緩解貿易緊張局勢及推行國內刺激政策的驅動力。目前，經濟走向正在轉彎，而不是突然中斷。在這種環境下，投資者應傾向於安全的投資組合，但仍要捉緊機會加入風險性資產。

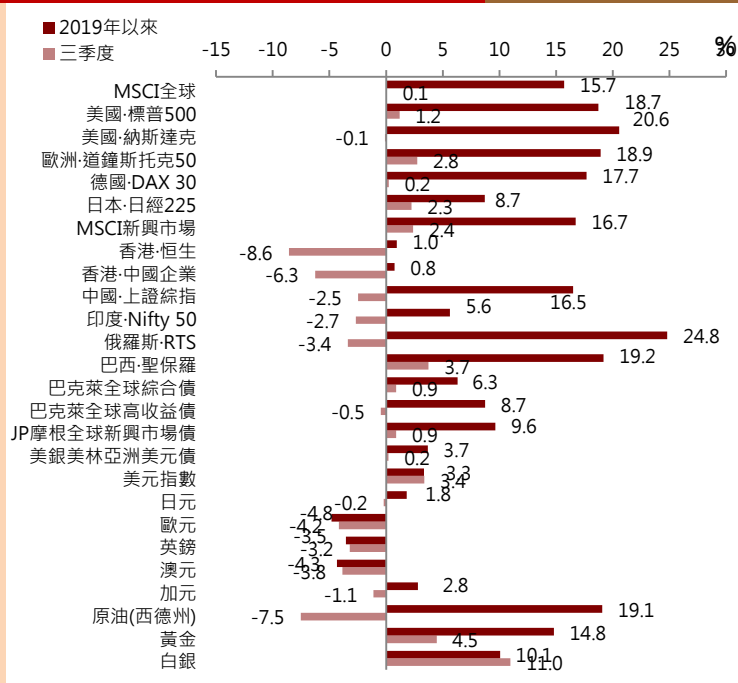
目錄

環球動向.....	2-11
股票市場.....	11-24
美國股票.....	11-14
香港股票.....	18-20
債市走勢.....	21-27
外匯走勢.....	29-32

環球動向

全球股市在第三季度初維持高位整固，主要因為 (1) 市場預期美國聯邦儲備局 (「美聯儲」) 將在 7 月會議降息；(2) 中美貿易磋商將在 7 月中在上海舉行，有望進一步推進中美繼續合作的共識；再加上 (3) 美國第二季度財務報告大多優於預期，在季中美貿易談判傳出即將達成協議的消息，加上美歐在第一季度財報公佈狀況較預期良好，使 7 月全球股市維持高位整固。但進入 8 月股市出現較大幅度回撤，主要是 (1) 美聯儲雖如市場預期降息 25 個基點，但美聯儲主席鮑威爾並未承諾開啟新的降息週期，鷹派降息態度讓市場失望；加上 (2) 中美貿易上海會談後，美方突然宣佈 9 月起向中國進口的美金 3000 億元商品加徵 10% 關稅，之後又加碼在 10 月對中國進口的美金 2000 億元商品從 25% 關稅提高至 30%，而原來美金 3000 億元商品的稅率也從 10% 上升至 15%，這些因素都使得股票市場從高位回落。但 9 月份隨著中美恢復磋商，股票市場再度回升，一定程度收復了 8 月的跌幅，第三季度環球股市出現震盪行情。在債券收益率部分，8 月市場避險情緒大幅攀升，以及對美聯儲持續降息的預期推動，美國 10 年國債收益率最低跌至 1.5% 的低位，歐元區及日本 10 年期國債收益率跟隨跌至 -0.65% 及 -0.28% 的歷史低位，但 9 月後市場氛圍改善，全球收益率反彈。在匯率市場部分，由於資金持續流入美元債券市場，因此美元整體走勢強勁，而日元因避險需求成為少數比美元強勢的貨幣。在商品市場部分，黃金同樣因有避險功能而走勢強勁，最高上漲至美金 1560 元每盎司水平，油價部分則在全球經濟放緩、預期需求疲弱，但產油國控制供應兩方對沖下維持低位盤整。

2019 年第三季度主要資產表現 (圖 1)



資料來源：彭博·晨星·截至 2019/9/30

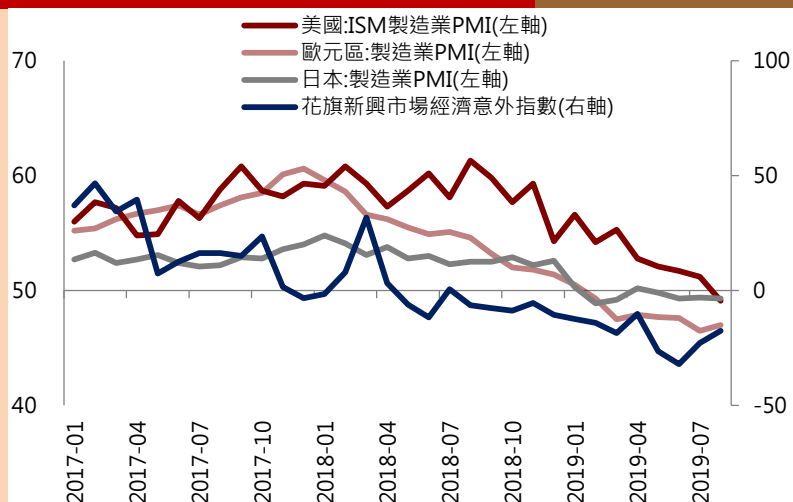
市場展望

在先前 2019 年第三季度及下半年市場宏觀判斷中，我們認為市場面對三大不確定性，分別是（1）地緣政治衝突升高的不確定性；（2）主要央行貨幣寬鬆的不確定性；及（3）新興市場增長的不確定性。回顧第三季，全球發達市場增長再下台階，新興市場增長在地緣政治干擾下遭遇亂流，而美歐日三大央行在 9 月中前亦未見明顯轉變為寬鬆的貨幣政策，因此大體市場符合我們先前的判斷。在目前的時點展望未來第四季，雖然大體方向仍符合原有的判斷方向，但仍需特別提出三大宏觀基調，作為各大類資產走勢及策略方向的依據：

（一）全球景氣放緩，但非確定性衰退

受到中美貿易摩擦影響，歐元區及新興市場的增長在 2018 年已開始出現減速現象，進入 2019 年後，日本製造業也開始邁入衰退；美國原本仍維持溫和增長的態勢，不過在 8 月份美國製造業採購經理人指數錄得 3 年來首次低於榮枯線 50 以下（見圖 2），可說主要經濟體（含中國）製造業景氣在第三季度後均已呈現萎縮的現象，全球經濟放緩趨勢已相當明顯。

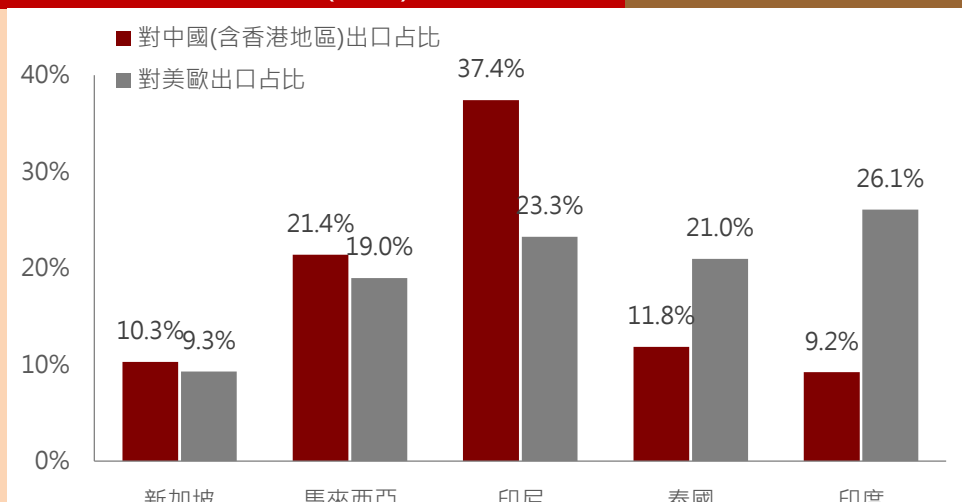
除美國外，歐英日製造業採購經理人指數高位下降（圖 2）



資料來源：Wind，截至 2018（年度資料）

從美國製造業採購經理人指數的回饋來看，全球製造業的萎縮主要來自對未來經濟增長的不確定性：美國在中美貿易摩擦的暴風中心，影響開始體現在訂單及新訂單的需求下滑；歐元區主要經濟體德國及法國受到全球汽車及機械訂單減少的影响，商品物價也開始為了爭取有限的訂單呈現下降，同時倒逼企業開始降低成本支出；日本製造業則受到亞太區訂單需求放緩拖累，而與韓國早前的貿易摩擦也加深了經濟放緩的效應；亞太區的訂單放緩則主要受到中美貿易摩擦加劇的需求下滑影響，最明顯證據是看到亞太區對華依賴較大的新加坡、馬來西亞製造業萎縮幅度較大，而依賴較低的泰國、印度及越南則影響較少，甚至還有受惠出口轉單效應（因中美貿易摩擦）（見圖 3）；其他新興市場製造業的景氣狀況則有些分歧，例如與美國製造業相關較大的墨西哥影響較大，但與礦業相關的巴西，雖然製造業同樣也下滑，但同時受惠中國轉單效應而產出提升，使景氣仍呈現溫和擴展。

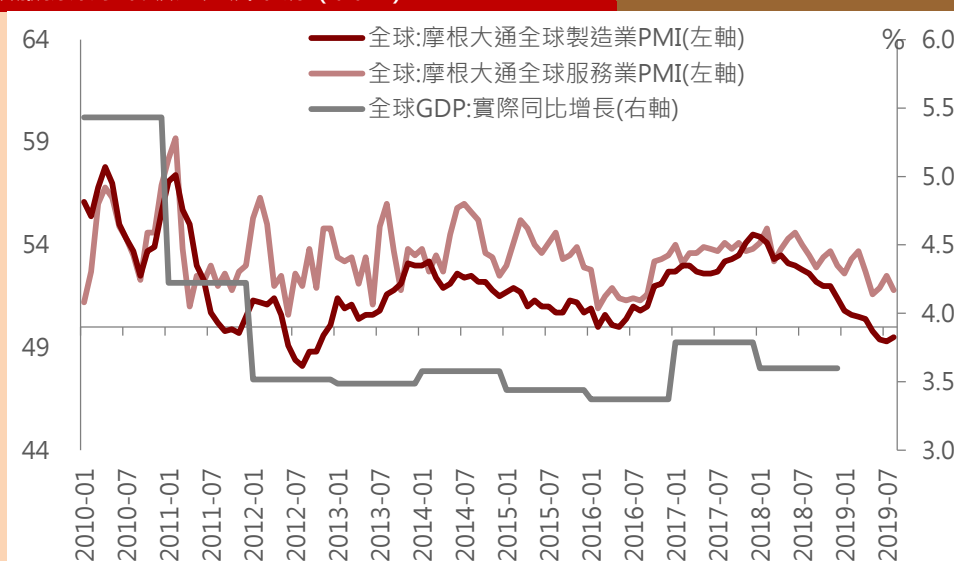
新加坡、馬來西亞及印尼對華出口佔比較高 (圖 3)



資料來源：Wind · 截至 2019/08 (月度資料)

雖然服務業在發達國家經濟佔比通常較高 (約 70%)，但製造業是服務業的上游產業，因此可說是全球景氣的領先指標。從歷史數據也清楚顯示製造業景氣的下滑預示著全球國內生產總值 (“GDP”) 增長的放緩 (見圖 4)，自 2010 年以來全球製造業採購經理人指數 (“PMI”) 曾低於榮枯線 50 以下 3 次，對應之後全球 GDP 確實出現放緩的現象。現時全球服務業 PMI 則穩定在 52 左右水平，可見目前全球製造業景氣的下滑預示了第四季度甚至 2020 年全球經濟增長大概率再下台階。不過需要留意的是，全球經濟增長的再下台階，並不意味著全球經濟出現衰退，如果我們將經濟衰退定義為 GDP 實際同比增長連續兩季低於負值，則自 2010 年以來只有歐元區及日本發生過衰退，若再更嚴謹將衰退定義為 GDP 實際增長連續兩季低於負值，且增長須低於 -1% 水平，則只有歐元區曾經進入衰退，主要出現在 2011-2012 年的歐債危機，可見製造業萎縮確實是經濟增長的警號，但不表示經濟將出現嚴重衰退。

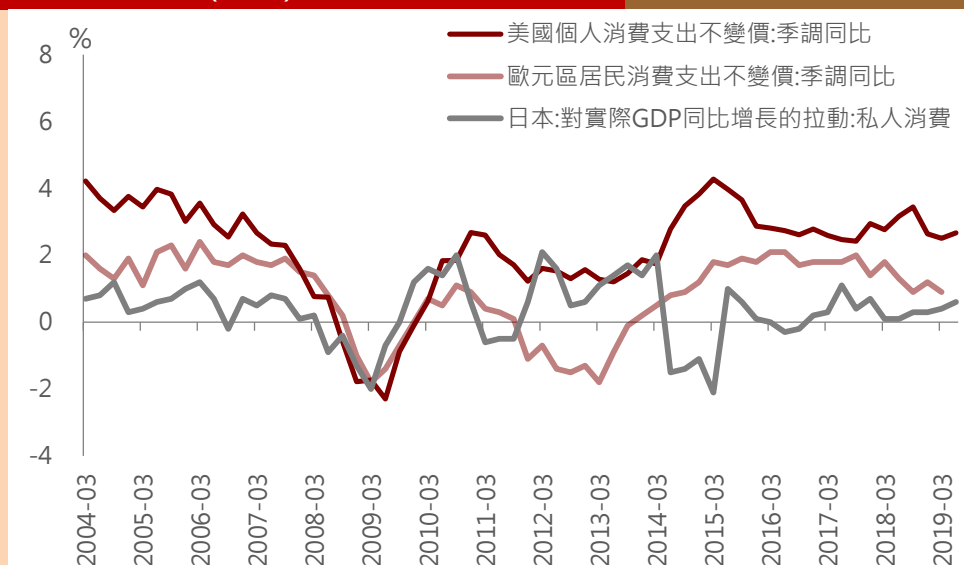
製造業景氣往往較服務業景氣領先經濟下滑 (圖 4)



資料來源：Wind · 截至 2019/08 (月度資料)

經濟會否出現嚴重衰退最主要還是取決於一國或一個地區是否已發生製造業就業的萎縮，並傳導到服務業景氣及相關就業，進而造成全社會消費數據下滑，消費需求的下滑再繼續透過逆向周期使製造業景氣繼續萎縮，最後導致大面積的衰退現象。各國失業率維持低位及工資溫和增長，就保證了社會消費維持在一定水平，進而托底全國的經濟增長，而目前美歐日的消費除歐元區的趨勢較為不佳外，都呈現上述所描述的現象（見圖 5）。

美歐日消費仍可托底經濟溫和增長（圖 5）

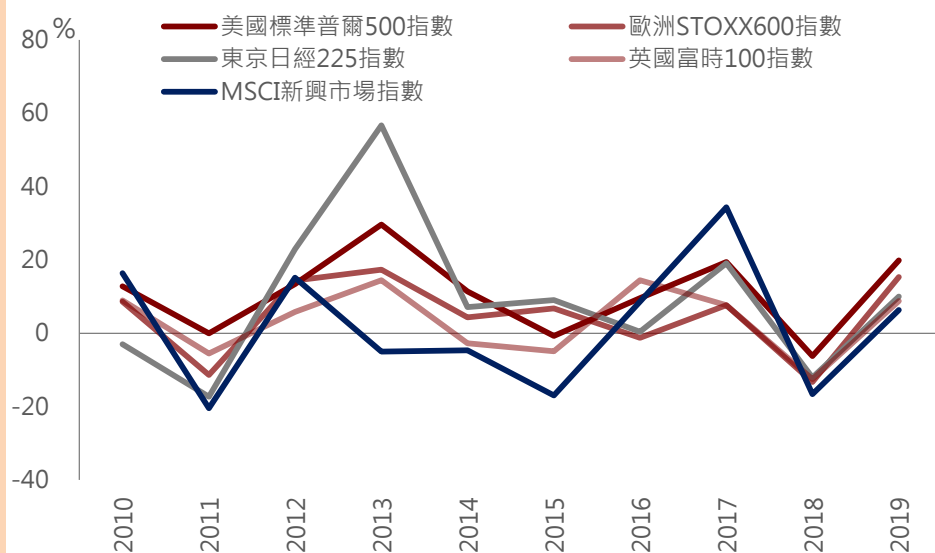


資料來源：Wind，截至 2019 年第 2 季（季度資料）

只要經濟不邁入衰退，股市通常不會進入嚴格定義的熊市週期。股市作為經濟的領先指標，通常會領先反映景氣預期，因此當景氣增長或放緩速度改變，股市通常也會出現領先性的下跌，由 2009 年至今，以美國為首的境外經濟仍可維持一定增長，因此即使當年度股市反映經濟預期而出現過下跌（如歐元區 2011 年歐債危機、英國 2015 年英國脫歐擔憂、新興市場 2015 年 A 股大跌及能源危機），但一般除新興市場股市以外，股市不會明顯或連續下跌超過-20%（見圖 6）。

站在目前時點來看，如果計算失業率的趨勢變化，我們大概率可以判斷在今年第四季度內，全球主要經濟體的增長仍不會邁入衰退，這給予全球風險性資產一定程度下方風險的托底能力，不過由於缺乏未來增長預期的空間，也使上漲空間受到壓抑，市場將繼續期待財政政策或貨幣政策的寬鬆幅度，這將與實體硬數據形成相互博弈，形成對資本市場震盪加劇的主要原因之一。

2010 年以來全球股市未出現明顯熊市 (圖 6)



資料來源：Wind · 截至 2019/9/17

(二) 利率水平下行，但非確定性低位

今年以來，全球經濟增長的不確定性較 2018 年進一步升高，上半年多家央行已經進入新一輪的貨幣寬鬆週期，使得發達國家地區的主權債收益率在 7-8 月創今年或是歷史記錄以來的新低位置，而且負利率債券全球存量已達美金 16 萬億元，全球存量佔比達近 30% 的歷史最高點 (見圖 7)。進入 9 月份以後，多數主權債收益率出現較大幅度反彈，但結合前文觀點，經濟衰退風險可控，但增長持續放緩是大概率事件，因此主要央行在第四季度繼續採取寬鬆的貨幣政策是大概率事件。

負利率債券佔全球債券市場比重 (圖 7)



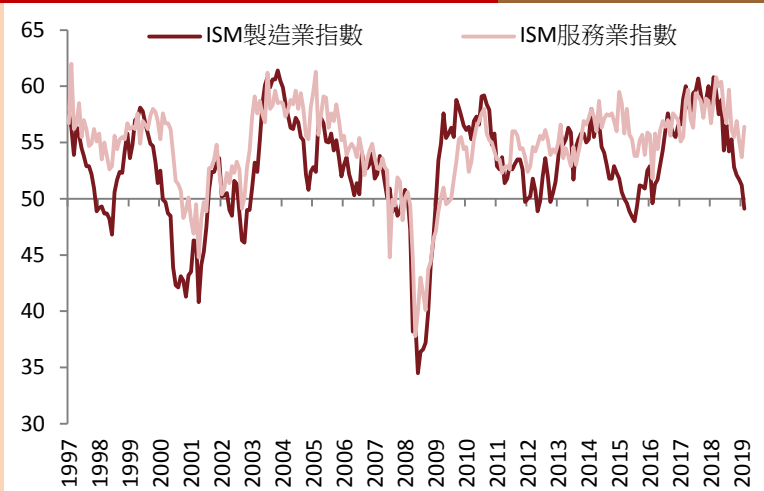
資料來源：Bloomberg · 截至 2019/09/12

歐元區方面，歐洲中央銀行（「歐央行」）在 9 月會議上推出了一系列寬鬆貨幣政策組合，主要包含：（1）下調存款利率 10 個基點；（2）重啟量化寬鬆（“QE”），每月購入債券歐元 200 億；（3）調低第三輪長期再融資操作（“TLTROIII”）利率，且拉長了 TLTROIII 的投放期限。雖然歐央行新一輪 QE 的每月購入債券較上一輪 QE 開啟時的規模小，也低於市場的預期，但是新一輪 QE 並沒有設置持續時間，整體來看寬鬆效果比較明顯。且考慮到歐央行在第四季度面臨主席的更替，預計在第四季度再度寬鬆或者加大寬鬆力度的空間已經很有限，但貿易風險與脫歐風險仍將持續，未來市場的避險情緒很難完全消退，尚難認為當前歐債收益率已到最低點。

美聯儲方面，雖然 7 月末議息會議如期兌現自 2009 年以來首次降息，但僅下調 25 個基點，且美聯儲主席鮑威爾在記者會的發言並沒有明確發出進一步降息的信號；當時市場預期較寬鬆，期待未來 6 至 12 個月會有較清晰的降息路徑，但美聯儲仍強調此舉屬於預防式降息，並非是由於美國經濟可能進入衰退的衰退式降息。進一步觀察自 7 月末以來美國主要經濟數據，雖然製造業採購經理人指數最新數據為 49.1，已滑落至 50 榮枯線下方，但美國供應管理協會（ISM）服務業採購經理人指數仍處於 56.4 的高位（見圖 8），顯示反映外需的製造業指數受到貿易摩擦影響出現較大的不確定性，但反映美國內需的非製造業指數受到貿易摩擦的影響並不大，加上最新的 8 月份就業數據表現依舊穩健，雖然新增就業人數增長略低於預期，但失業率仍處歷史低位（見圖 9），且工資增長速度穩健。考慮內需佔美國經濟比重高達七成的情況，在服務業指數出現大幅下滑前，預期美國經濟在未來一個季度步入衰退機會很微。9 月美聯儲利率決策會議降息 25 個基點，符合預期，最新的目標利率區間降至 1.75% -2%，而最新公佈的點陣圖顯示美聯儲內部官員看法分歧加大，僅 7 位委員認為 2019 年需再降息 25 個基點，有 10 位委員認為年內不需要再降息，並且目前中位數反映在 2020 年亦不需要再進一步降低目標利率，點陣圖的路徑進一步強化預防式降息的基調（見圖 10），與目前市場認為需在第四季度再降息 25 個基點仍有差距（見圖 11）。同時 9 月聲明稿維持了 7 月美國經濟活動溫和增長(rising at a moderate)、就業增長穩健(solid)、企業投資持續疲弱(soft)以及通脹低於 2%目標(running below)、將對消費從年初的回升(picked up)微調至走強(rising at a strong pace) 的敘述，且特別強調出口疲弱(soft)。整體來看，美聯儲對經濟前景看法變化不大甚至略有走強，在會後記者會鮑威爾也持續強調降息是針對持續性的風險，如貿易政策的不確定性以及全球增長放緩的預防式降息，美國經濟在消費強勁情況下保持良好，同時指出目前短端流動性緊張來自企業繳稅以及財政部美債發行，並認為在進行回購措施以及超額存款準備金利率下調後，並不會對經濟以及貨幣政策態度有廣泛的影響。

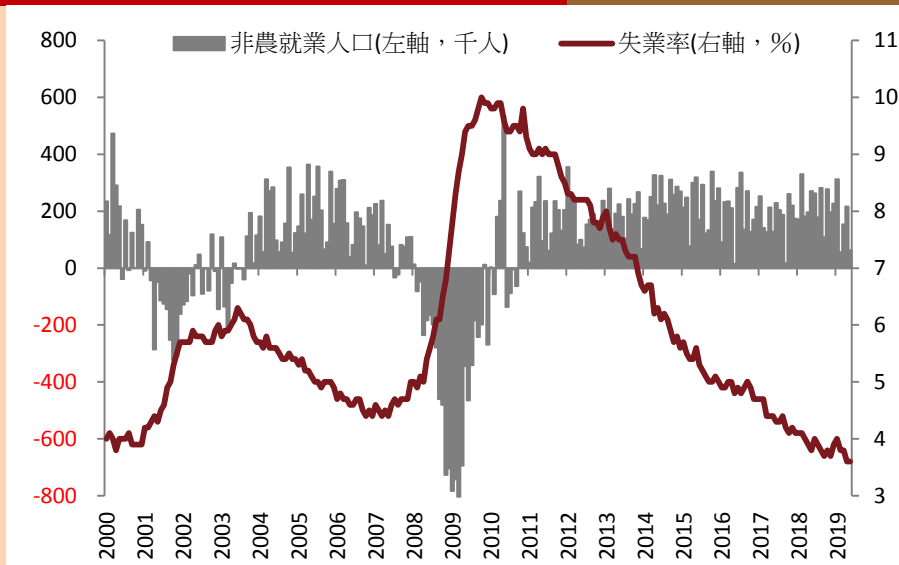
相比之下，歐央行已經開始新一輪的降息，並將在 11 月份重啟購債計劃，而美聯儲雖然點陣圖反映年內不再降息，但仍有七位委員認為年內需要再降息 25 個基點，與本次投票贊成降息的委員人數相同，市場認為以美聯儲為首的全球央行的寬鬆政策趨勢在第四季度將持續；第四季度美聯儲仍有可能再降息 25 個基點，降息的時點將會落在 12 月議息會議，因此現階段美債收益率的回升是前期大幅走低後的正常反彈，在未來寬鬆環境持續的前提下，美債收益率大概率保持下行趨勢，預期全球的利率水平仍會出現新的低位。

美國製造業與服務業 PMI 表現分化 (圖 8)



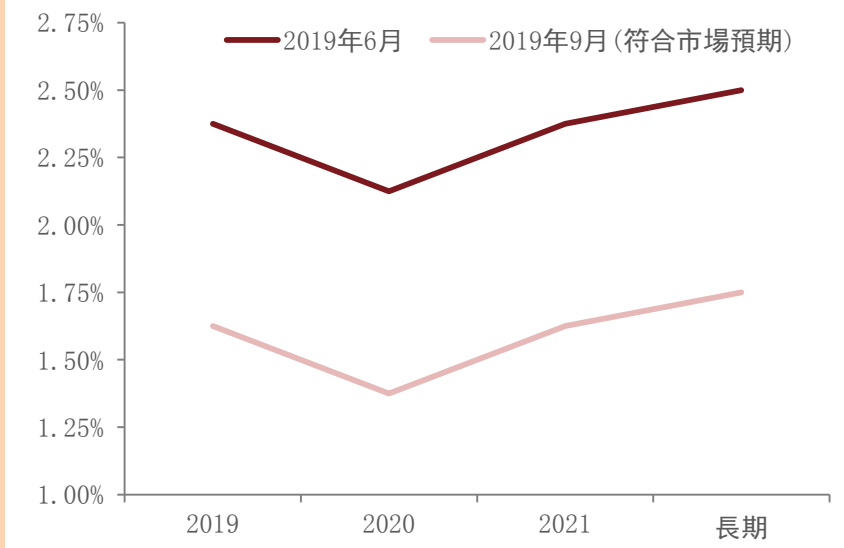
資料來源：Bloomberg · 截至 2019/09/12

美國就業市場依舊穩健，失業率仍在歷史低點 (圖 9)



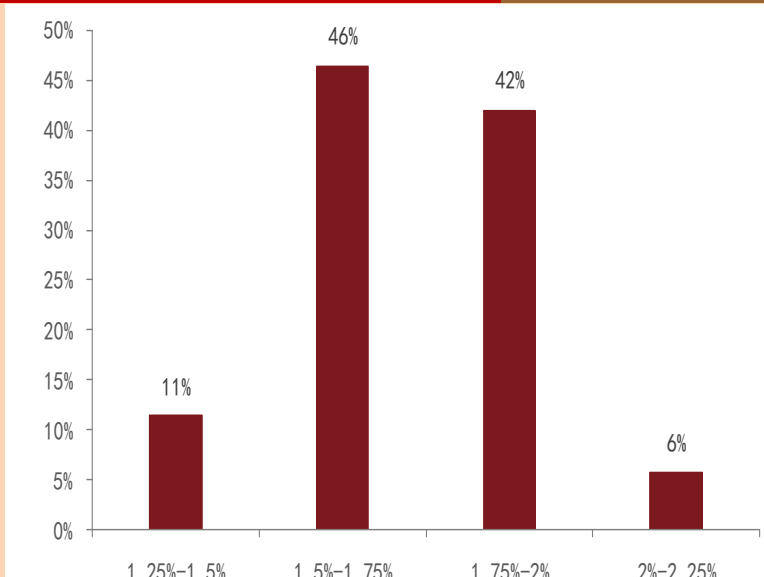
資料來源：Bloomberg · 截至 2019/09/12

點陣圖調整大概率為曲線下移但維持預防式曲線 (圖 10)



資料來源：美國聯邦公開市場委員會 · 招商銀行私人銀行預估 · 截至 2019/09/12

預期美聯儲 2019 年末目標利率區間 (圖 11)

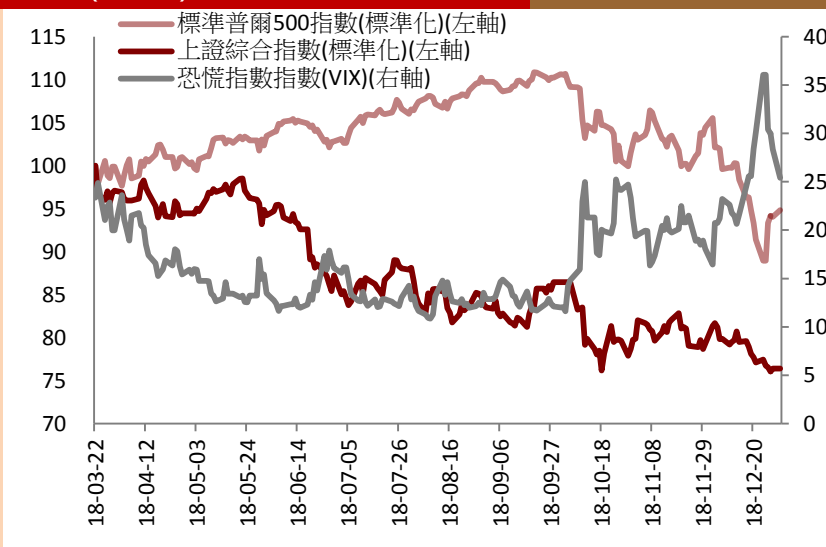


資料來源：CME Fedwatch · 截至 2019/09/12

(三) 風險耐受增加，但非確定性免疫

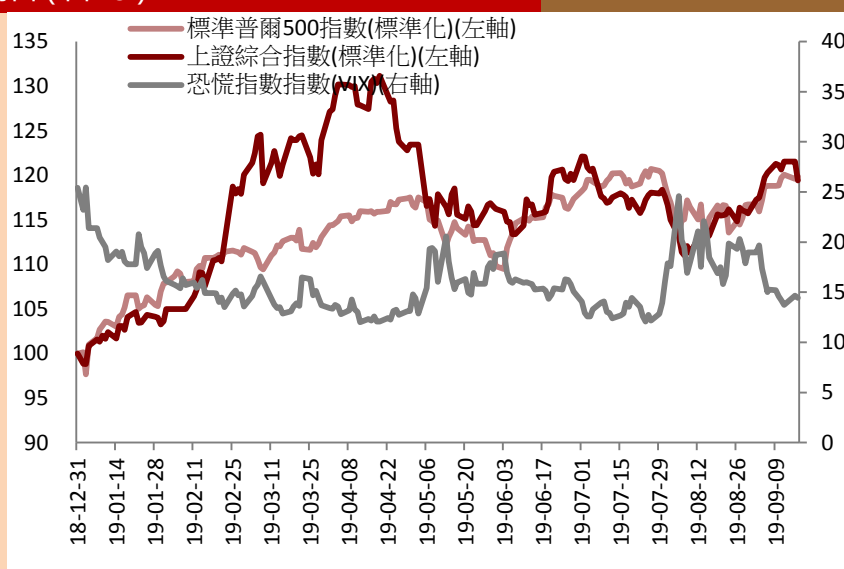
中美經貿摩擦事件發展已超過一年，雙方博弈的過程嚴重影響著全球資本市場（見圖 12）。展望未來，中美經貿摩擦雖然還在持續，但市場對此事件的免疫能力逐漸提高，市場將博弈視為長期事件，今年上海證券交易所綜合股價指數（「上證綜指」）、標準普爾（「標普」）500 指數漲幅均接近 20%（見圖 13），同時我們也整理了自去年以來市場對相關事件的反應與最大跌幅，以上證綜指為例，去年中美經貿摩擦事件發生後市場多數出現超過 10% 的波段跌幅，而今年 8 月中美經貿摩擦升級後波段跌幅收窄至 6% 左右（見圖 14）。

自鋼鋁加徵起 A 股與美股走勢圖（圖 12）



資料來源：彭博，截至 2018/12/31

今年以來 A 股與美股走勢圖（圖 13）



資料來源：彭博，截至 2019/09/17

中美貿易重要時點波段最大下跌幅度 (圖 14)

發生時點	事件	美股標普 500	上證綜合指數
2018/03	課徵鋼鐵關稅	-7.58%	-6.17%
2019/05	500 億關稅談判期間	-1.77%	-15.01%
2019/07	2000 億關稅談判期間	-1.89%	-9.18%
2019/04	公開課徵美金 3000 億元關稅	-7.04%	-11.67%
2019/08	2500 億關稅增加至 30%	-5.85%	-6.16%

英國脫歐方面，英國議會防止無協議脫歐法案已經立法，10 月 19 日之前，如果英國議會未能通過任何與歐盟達成的協議或同意無協議脫歐，英國將向歐盟請求把最後脫歐期限從 2019 年 10 月底延至 2020 年 1 月底。除非英國和歐盟能達成新的協議並在英國議會通過，否則將會延期脫歐。英國脫歐問題暫時又回到了此前的狀況，雖然和歐盟的新協議困難重重，但在英國下議院對首相權力形成制衡的情況下，第四季度硬脫歐風險已經降低。

新興市場方面，近期印度和巴基斯坦兩國間並不平靜，8 月 15 日在喀什米爾地區邊界交火，目前雙方衝突仍在持續。兩國戰火蔓延是歷史問題的積累，喀什米爾位在喜馬拉亞山脈一帶，居民主要信奉伊斯蘭教，逾 70 年來烽煙不斷。在 1949 年喀什米爾併入印度初期，印度政府訂立憲法第 370 條並允許享有比印度其他各省更高獨立地位，除國防、外交與稅收外，可有自己專屬的省憲法，因此，喀什米爾印度區可視為印度的自治省，但印度今年 8 月 5 日廢除 1949 年以來賦予喀什米爾省獨立於憲法之外的特殊地位，象徵印度宣誓領土完全由印度所有，此舉深化了印度與巴基斯坦的敵意，巴基斯坦總理汗恩表示擔心印度在喀什米爾進行種族清洗，反對印度廢除喀什米爾自治權的決定，巴基斯坦將採取一切必要措施支持喀什米爾人。整體來看，此事件可視為印度總理莫迪 2014 年政見的體現，莫迪利用此事件整合民族情緒，今年 2 月印巴衝突，反而提高莫迪支持度，對印度內部整合有利。巴基斯坦僅佔印度出口 0.58%，印度進口 0.11%，整體對經濟影響不大。但由於兩國均有核武器，如果局勢失控將會造成波動。目前情況還不至於失控，因此，我們認為此事件雖然在第四季度仍會延續，但只要不出現大幅度升級，不至於影響全球新興市場。

阿根廷市場仍是波動不斷，今年 10 月 27 日將舉行總統大選，現任總統馬克里於初選僅拿到 32% 的支持度，而在野黨總統候選人費爾南德斯則拿到 47% 的支持，顯示馬克里的財政改革政策並沒有受到選民的青睞，相對之下，主張經濟自治，不希望歐盟限制財政赤字過多的反對黨獲得選民認可。市場認為如果現任總統馬克里無法當選，將影響到財政改革，也造成了股、匯、債市波動。因此，馬克里為了挽救聲望，於 9 月 2 日開始資本管制以防資本外逃，所有機構均須獲得央行授權，才能在外匯市場購買美元，但用於外貿的情況除外。阿根廷個人每月購買美元不得超過美金 1 萬元，另要求國際貨幣基金組織提早發放美金 500 億元貸款，但財政赤字需控制在 3% 以內。我們認為阿根廷是外匯儲備低且經濟相對疲軟的國家，短期內部不穩定的情況仍將持續。

總括來說，中美貿易談判仍在持續，英國脫歐事件仍在上演，但事件對全球金融市場的影響正在降低，而部份新興市場的地緣政治衝突雖對該地區有所影響，但不至於擴大，因此，預期第四季度市場對風險容忍程度增加但非完全免疫。

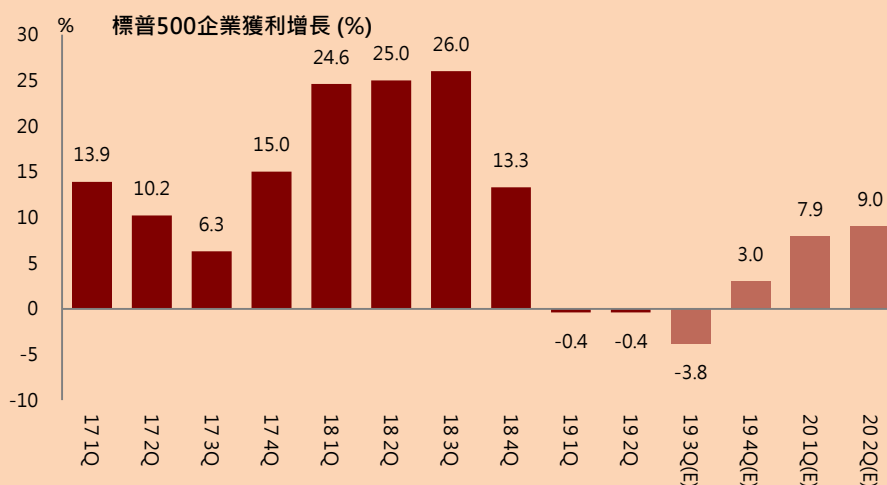
股票市場

在上述宏觀背景下，我們對全球股票市場有如下策略建議：

(一) 美國股票

隨著美國經濟的放緩，美國企業獲利也跟隨下滑，根據預測機構 Factset 的統計，2019 上半年美國標普 500 指數企業混合獲利增長（結合已公佈及未公佈的預估值）已連續兩季進入負值（見圖 15），主要原因除了是 2018 年美國減稅年造成的基期墊高效應外，營業收入增長相對乏力也是主要原因之一（2019 年首兩季度營業收入增長約 4% 左右，明顯低於一般 6% 以上的增長速度）。第三季度預期獲利增長相對悲觀，預期只有 -3.5%，即使考慮實際公佈一般可超預期約 3-5%，則目前估計 2019 年標普 500 指數全年獲利增長實際或僅只能錄得微幅的正增長。

標普 500 指數第三、四季度企業獲利仍將處於低位增長 (圖 15)



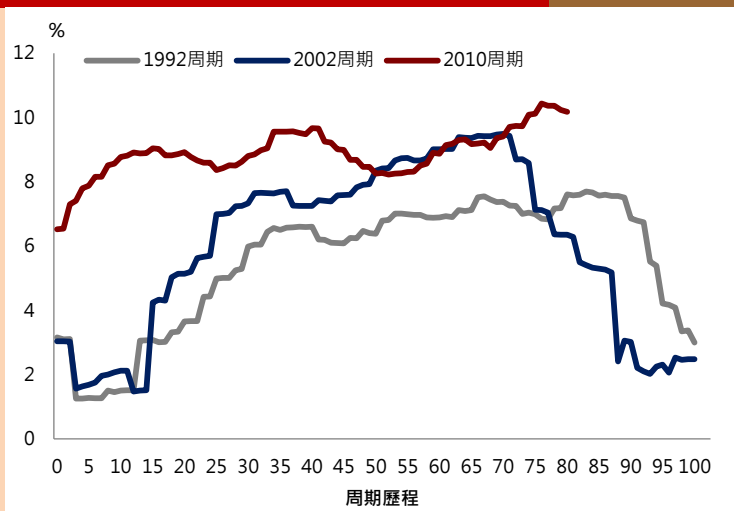
資料來源：Factset，截至 2019/9/6 (周度數據)

如果細看全年獲利衰退較大的板塊，依序分別是能源、原材料、以及資訊科技板塊，營業收入衰退較大的板塊，則是原材料及能源，而資訊科技或能錄得微幅正增長。原材料板塊獲利下跌最主要因是中美貿易摩擦導致全球化學品及塑膠需求降低影響，使陶氏化學獲利大幅不如前年；能源板塊獲利不佳則主要受到油價在 2018 年第四季度出現大幅回落影響，使埃克斯美孚、雪弗龍等大型能源股獲利不佳，油價大幅滑落歸結原因也是因為中美貿易摩擦導致全球增長放緩的需求不足所導致；至於資訊科技類股則主要受到蘋果銷售不佳、半導體產業本身在晶片價格滑落，疊加美國對華為禁止出口等不利因素，導致硬體產業整體萎縮。整體來看，中美貿易摩擦的影響是導致美股獲利下滑的主要因素，而就算中美在第四季度達成某種短期協定，但投資情緒亦需要一定時間修復，加上美聯儲降息、收益率下滑將影響權重較大的金融類股，因此我們判斷美國企業整體營業收入獲利狀況在第三、四季度將處於低位，這使得美股的全年估值相對去年較難有大幅抬升。此外，

估計標普 500 指數全年平均位置應該較去年微幅增長，由於標普 500 指數目前在歷史相對高位，這表示未來該指數上漲的幅度或相對有限。

不過，如同我們在環球市場展望第一條主線所描述的（見頁 3），美國第三、四季度 GDP 大概率還不會邁入衰退，因此美股在今年第四季度出現大幅度（超過 10-15%以上）的下跌概率應相對有限。首先考慮標普 500 指數企業目前的毛利率仍在 10%以上，是歷史的相對高位，如果整理過去 25 年來的三大獲利週期：1992 年至 2001 年、2002 年至 2009 年，及 2010 年至今，以 GDP 增長水平標準化週期歷程來看，可發現一般來說週期進入後百分位 85，獲利才會出現大幅下滑，連帶帶動指數出現大幅下跌，而目前標普 500 指數的獲利週期約在 75-80 左右（見圖 16），如果貿易環境遲遲無法扭轉，推算大約仍有半年至一年左右維持高位震盪，其次雖然美國製造業採購經理人指數已經低於榮枯線的 50 以下，但失業率仍維持相對低點，統計 1990 年以來標普 500 指數未來 3 個月及 6 個月回報，對比失業率及製造業數據，可發現當失業率絕對數同比開始惡化，未來 3 個月及 6 個月回報將開始顯著降低，而製造業是否低於 50 影響則相對少（見圖 17），目前美國失業率仍在歷史低位，因此也支撐美股在第四季度較大概率不會出現大跌。

目前標普 500 指數企業毛利率距週期尾端仍有距離（圖 16）



資料來源：彭博，招商銀行私人銀行部整理，截至 2019/8 (月度資料)

失業率狀況比製造業數據更預示美股未來回報 (圖 17)

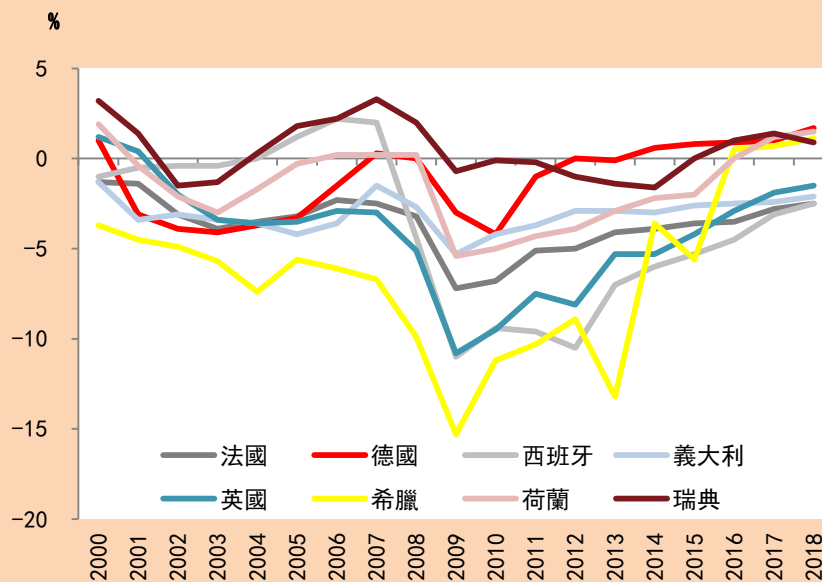
美國失業率絕對數同比	發生次數	未來 3 個月 平均回報	未來 6 個月 平均回報
改善(現值比前值低)	236	2.85	5.75
製造業 PMI 高於 50	206	2.96	5.55
製造業 PMI 低於 50	30	2.04	7.11
惡化(現值比前值高)	113	0.61	1.24
製造業 PMI 高於 50	53	0.38	1.06
製造業 PMI 低於 50	60	0.81	1.39
總計	349	2.12	4.30

資料來源：Multpl，截至 2019/9 (月度資料)

(二) 歐洲股票

歐元區經濟陷入泥潭已經有一段時間，製造業 PMI 從 2019 年年初開始就已經掉到榮枯平衡線 50 以下，貿易環境的惡化對歐元區內的出口大國如德國有明顯的負面影響。最近披露的德國 7 月零售銷售環比跌至-2.2%的低位，顯示德國居民消費也在萎靡收縮。面對企業投資和私人投資均出現下滑的棘手情景，歐央行已經於 9 月議息會議上開啟了新一輪 QE 並結合了降息、定向長期再融資操作（“TLTRO”）等手段。但是在當前利率水平已經很低的情況下，僅在貨幣層面做寬鬆對經濟的正面刺激效應已經較輕微，且可能帶來一些負面效果如補貼了低效率的部門。在全球其他大型經濟體都在轉向財政刺激的同時，歐洲內部也有財政刺激的呼聲，9 月歐央行議息會議上歐央行行長德拉吉也表示“應對德國經濟衰退的風險需要在財政方面採取行動”。檢視歐元區內大型經濟體的財政狀況，我們發現北歐國家以及德國、希臘在 2016-2018 年這段經濟擴張期財政狀況良好，均有財政盈餘；而南歐國家、法國和英國的財政狀況也出現好轉，體現在財政赤字率不斷縮小（見圖 18）。具體歐洲各國的財政刺激方案可能形式會有不同，如果採用政府直接支出的方式，相對減稅效果會更加直接。總括來說財政刺激一旦確定實施，對股市利好的兌現會早於實體經濟的好轉。

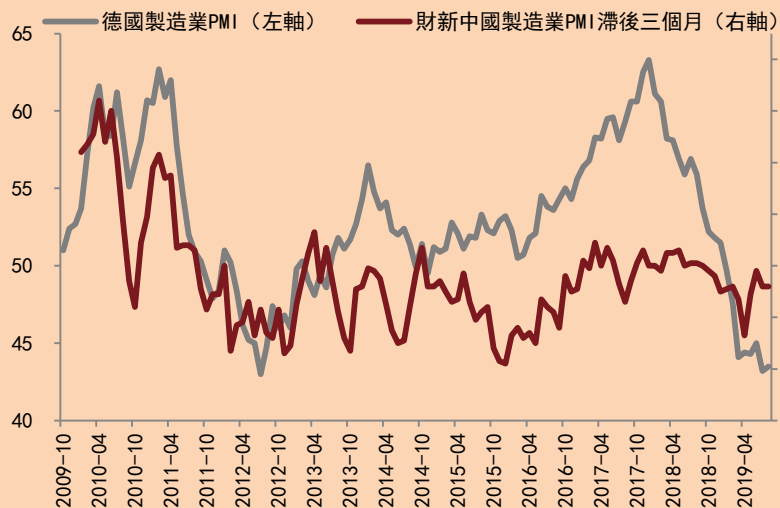
歐元區國家財政盈餘 (正數) / 赤字 (負數) (圖 18)



資料來源：Wind · 截至 2018 (年度資料)

我們認為歐元區製造業 PMI 有可能在第四季度低位趨穩，結束此前大幅下滑的態勢。主要因為我們分析了滯後三個月的中國製造業 PMI 和歐元區製造業 PMI 的歷史關聯性以後，發現兩者歷史上有高度的相關。即中國製造業 PMI 對於歐元區製造業 PMI 來說有一定的領先性。近月來中國財新製造業 PMI 有小幅反彈，意味著第四季度歐元區製造業 PMI 有可能低位企穩 (見圖 19)。

歐元區製造業 PMI (圖 19)



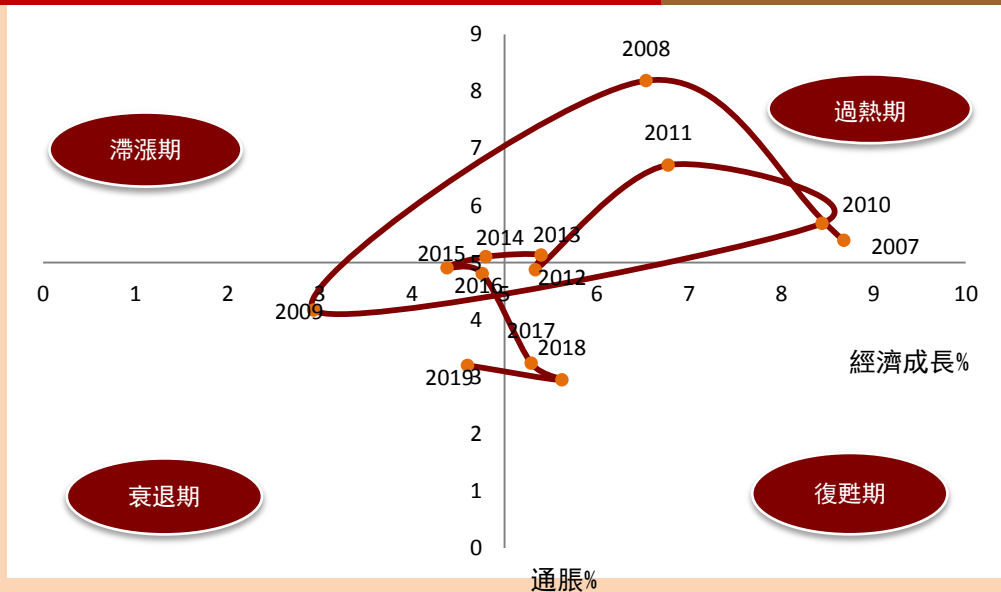
資料來源：wind · 截至 2019/08 (月度數據)

展望第四季度，我們認為歐股有望出現階段性的結構性行情，貿易環境和緩以及製造業 PMI 動能向上會有利於週期板塊。週期板塊中首選汽車（貿易敏感度高，週期性強）和銀行板塊（歐央行推行 TLTRO 和利率分層利好銀行板塊盈利）。底倉品種建議配置必須消費、醫療和公用事業板塊這些業績仍有正增長的防禦性板塊。

（三）新興市場股票

我們利用美林投資時鐘找出新興市場目前的經濟狀況。美林投資時鐘以新興市場經濟成長率與通脹水平作為衡量的二維度（見圖 20），將經濟分成復甦期、過熱期、滯漲期與衰退期，由過去十年的經濟表現得到景氣周期的走勢，而目前整體新興市場經濟成長在衰退期，為過去十年較疲軟的階段，而通脹水平在這段期間亦在較低的環境，也讓新興市場有實施貨幣政策空間，也就是說，新興市場經濟動能現階段並不活躍，通脹水平較低，疊加發達國家美、歐、日央行等皆表態表示寬鬆，也讓新興市場各國在下半年啟動陸續降息，如印尼、韓國、泰國、菲律賓、巴西、俄羅斯等，而印度更於上半年就開始降息，我們認為第四季降息仍是各新興市場央行的主要方向。

新興市場美林投資時鐘圖（圖 20）

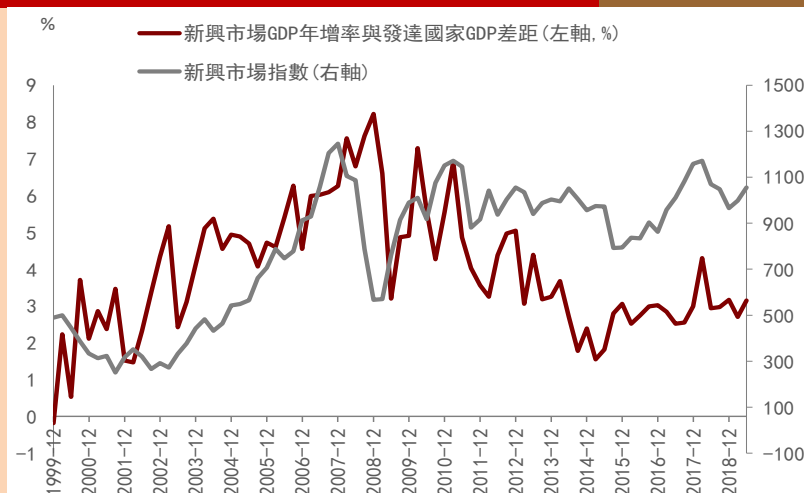


資料來源：彭博，截至 2019/06 (季度資料)

然而，我們需要討論的是，如果新興市場展開降息的步伐，是否對新興市場各國的資本市場帶來一波較好的契機？新興市場在 2008 年金融危機時可說是分水嶺，此前新興市場正處於經濟發展、內部結構及外資開放的發展階段，帶動新興市場的牛市，然而金融危機發生後，發達國家以透過量化寬鬆與 QE 等政策積極恢復資本市場秩序，因此帶來金融危機後的復甦期，但這波復甦主要是由發達國家帶動，新興市場偏向被動，也讓新興市場的股市表現不如發達國家，而利用新興市場與發達國家的經濟增長比較，新興市場的經濟增長動能在 2008 年後不如發達國家（見圖 21），也是影響資金長期進入新興市場的意願。現在的環境較像 2012 年-2014 年的新興市場（見圖 22），該階段經濟表現疲軟，但因通脹較低而讓新興市場有實施寬鬆貨幣政策的空間。但由於經濟疲軟，貨幣政策無法帶來新一波的牛市，只為新興市場股市帶來支撐，換言之，新興市場資本市場的表現與經濟息息相關，新興市場經濟表現優於發達國家才有機會吸引資金，反之，若經濟差於發

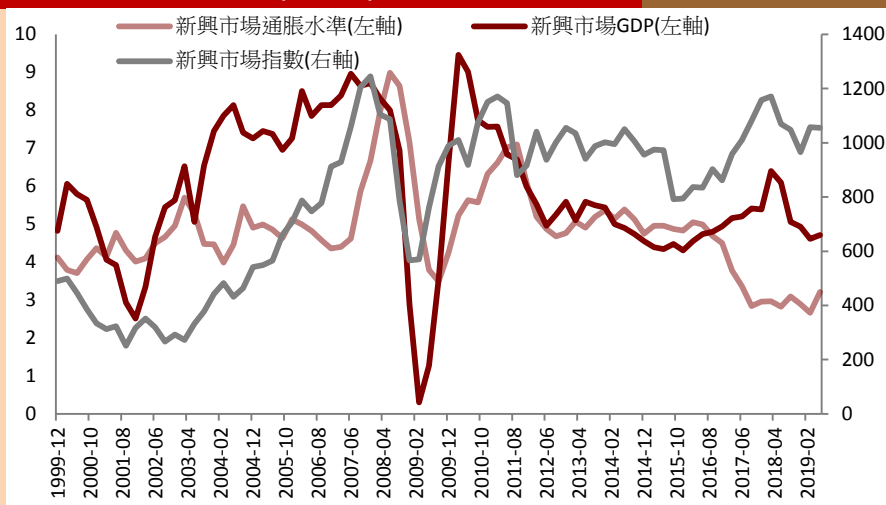
達國家將壓抑新興市場。因此，我們認為整體新興市場牛市未到，但降息可為市場的帶來支撐，需看個別新興市場的經濟與政策條件，或有機會較獲資金的青睞。

新興市場指數走勢受經濟表現影響 (圖 21)



資料來源：Bloomberg，截至 2019/06 (季度資料)

目前新興市場經濟環境較像 2012-2014 年 (圖 22)



資料來源：Bloomberg，截至 2019/06 (季度資料)

而外圍環境部份，中美貿易氛圍仍是影響資本市場的主要因素，若氛圍不差將對環球的資本市場有所幫助，然而兩國博弈的過程中若有阻礙，資本市場將面臨壓力。而個別市場也面臨不同的情況，印度與巴基斯坦的衝突短時間仍將持續，但如此前主線分析，兩國的經濟往來不大，影響可控，而印度的雨季缺水的情況也已改善，此事件已消化，未來回到政策面，若大環境不差將有所支撐。而巴西市場經歷亞馬遜大火後對雨林生態造成極大的影響，但由於距離農產、礦產的地點較遠，對經濟影響不大，但對政府處理的觀感卻不佳，也讓歐盟與巴西將於第四季度簽訂的自由貿易協定可能因此生變。而巴西在第四季度著重的將是財政改革養老金法案的進展，因巴西財政赤字非常嚴重，而第三季度眾議院已通過該法案，預計第

四季該法案將可於參議院通過，若此財政改革通過疊加貨幣政策仍處在降息趨勢，巴西市場態勢將較為明朗。總括來說，整體新興市場經濟表現仍受制約，外圍環境的穩定性是影響因素，將著重在有政策面支撐的市場。

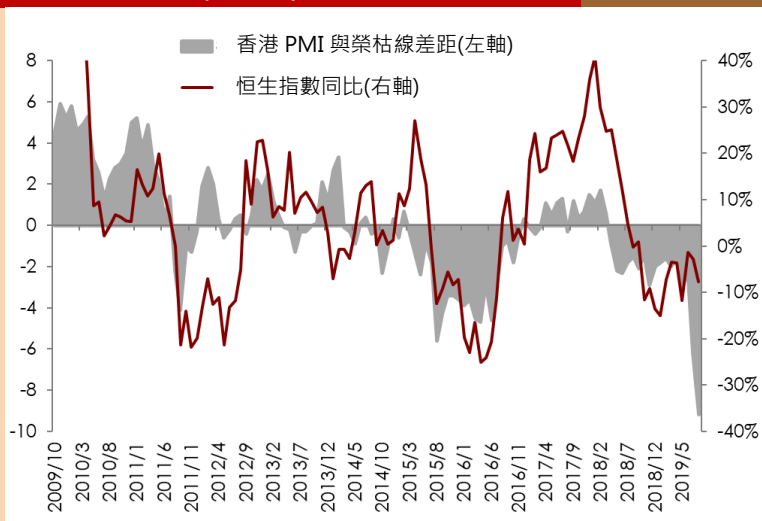
(四) 香港股票

今年以來中美貿易摩擦的一波三折仍舊是影響港股的主基調，對股市的影響主要反映在估值變化中，同時香港地緣政治事件的發酵也讓全球資本對於配置港股市場有所隱憂。但站在目前的位置，特別是當港股 8 月中旬的估值重新回到去年 10 月底的低位時，我們認為短期港股風險猶存，但長期已經存在配置價值，板塊的機會更多於指數的機會，目前不宜太過悲觀。

1) 短期風險猶存

在預期方面，香港綜合 PMI 是較好的先行指標，反映了市場對未來經濟擴張或緊縮的預期，從歷史來看與股市有較高聯動性，在 PMI 低於枯榮線的時期，恒生指數（「恒指」）同比表現為負。最新公佈的香港 8 月 PMI 僅為 40.8，創 2008 年金融危機後近 10 年新低（見圖 23），顯示市場對香港經濟的極度悲觀的預期。

香港 PMI 綜合指數已經來到 10 年最低點 (圖 23)



資料來源：Bloomberg，截至 2019/8 (月度資料)

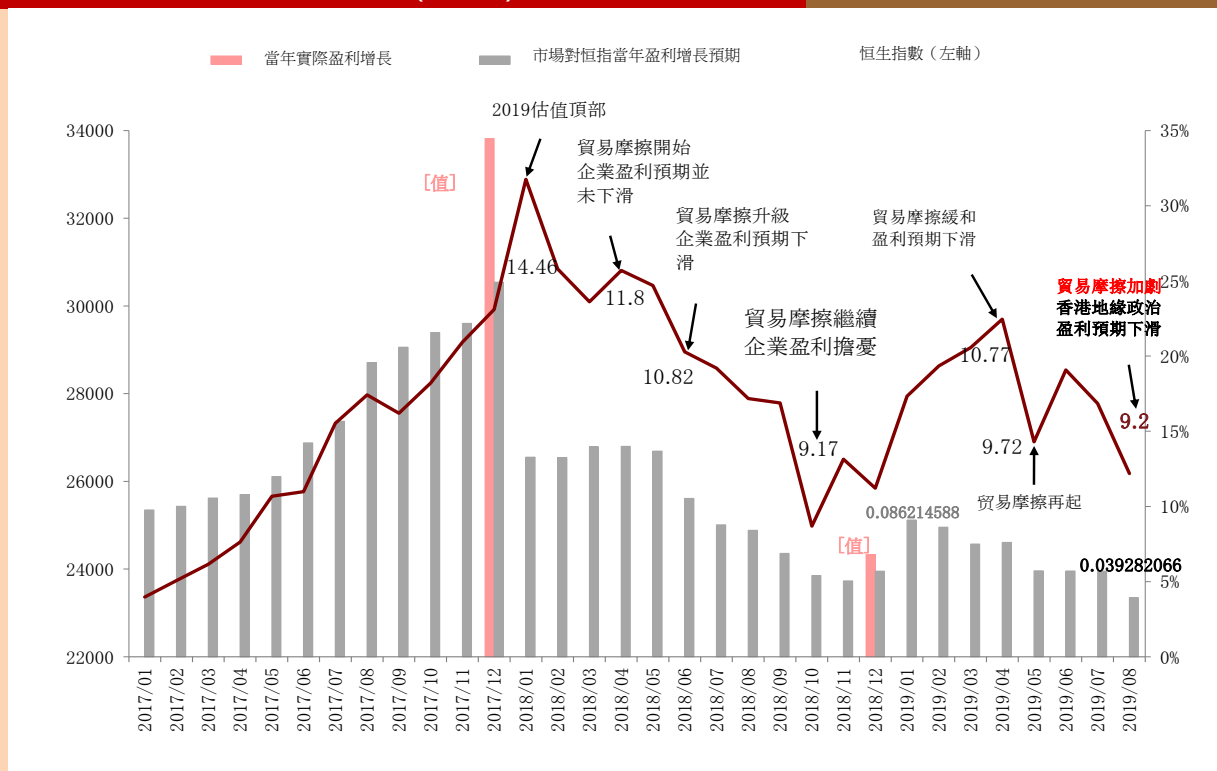
2) 長期已存在配置價值

目前港股估值已經來到接近去年最低點的位置（見圖 24），估值如果要跌破目前的位置，需產生新的風險事件使市場相比當前更為悲觀。我們認為可能的情况只有兩種：①2019 年企業盈利增長進一步下修，甚至為負值；②中美貿易摩擦進一步加劇，推升市場恐慌情緒，甚至使美股出現大跌。如果以上兩種情况不發生，我們認為估值將可站穩在目前的位置，不大概率會跌破去年低點。

站在目前的位置，我們認為恒指在長週期已經存在配置價值。我們觀察恒指過去 10 年的估值水平（2008 年金融危機之後，恒指 10 年處於全球股市的估值窪地），恒指第 20 百分位未來平均年回報為 12.55%，第 30 百分位年回報也有 6.31%，而

8月30日恒指的動態估值處於第25百分位，介乎兩者之間。雖然我們無法精確判斷市場的底位，但從歷史大數據的統計而言，恒指當前的估值在長週期的配置勝率已經較高（見圖25）。

8月底恒指估值已經接近2018年最低點（圖24）



資料來源：Wind，截至2019/8（月度資料）

港股當前的估值已經存在長期配置價值（圖25）

估值百分位	未來平均季回報	未來平均半年回報	未來平均年回報
10	6.57%	8.93%	16.72%
20	2.29%	7.15%	12.55%
30	2.05%	5.61%	6.31%
40	0.33%	3.55%	5.67%
50	-8.31%	0.70%	0.75%
60	-8.64%	0.14%	-2.07%
70	-13.58%	-7.57%	-3.20%
80	1.24%	-3.31%	5.76%
90	4.31%	5.60%	9.71%
100	0.02%	-3.25%	-8.24%

資料來源：Wind，截至2019/9/16（周度數據）

3) 板塊的機會更多於指數的機會

今年 5 月與 8 月因為中美兩次貿易摩擦發酵期間使得市場有所回撤，同時通過我們細項研究今年以來港股的板塊表現，我們發現今年港股板塊風格輪動較快（圖 26）。在市場下跌段防守性較強的為醫療、食品板塊，同時這兩個板塊在市場反彈期間表現也不弱，而消費與保險板塊在市場上漲和反彈期間表現亦均靠前。此外，由於博彩和資訊科技板塊彈性較大，在市場風險規避期間跌幅較大，市場反彈期間漲幅亦居前。

2019 年港股板塊風格輪動變化較快，板塊的機會更多於指數的機會（圖 26）

1-4月	5月	6-7月	8月	9月	YTD
恒生醫療保健	恒生公用事業	香港博彩指數	恒生醫療保健	香港汽車	恒生醫療保健
香港博彩指數	香港食品飲料與煙草	恒生資訊科技業	恒生工業	恒生能源業	香港保險
香港保險	教育指數	香港保險	教育指數	恒生原材料業	香港食品飲料與煙草
恒生中國內地地產	恒生中國內地銀行	香港可選消費	香港食品飲料與煙草	香港博彩指數	香港汽車
香港食品飲料與煙草	香港保險 II	香港食品飲料與煙草	香港可選消費	恒生工業	香港可選消費
恒生資訊科技業	恒生金融業	香港汽車	香港汽車	恒生資訊科技業	香港博彩指數
香港可選消費	恒生醫療保健	恒生醫療保健	恒生公用事業	恒生中國內地銀行	恒生資訊科技業
恒生地產建築業	恒生地產建築業	恒生公用事業	恒生中國內地銀行	恒生金融業	恒生工業
香港汽車	恒生中國內地地產	恒生工業	香港保險	恒生中國內地地產	恒生中國內地地產
恒生金融業	恒生原材料業	恒生中國內地地產	恒生能源業	香港保險	恒生地產建築業
恒生工業	香港可選消費	恒生金融業	恒生金融業	恒生地產建築業	恒生金融業
教育指數	恒生工業	恒生地產建築業	恒生地產建築業	香港可選消費	恒生中國內地銀行
恒生中國內地銀行	恒生能源業	恒生原材料業	恒生資訊科技業	香港食品、飲料與煙草	恒生公用事業
恒生能源業	恒生資訊科技業	恒生中國內地銀行	恒生原材料業	恒生公用事業	恒生能源業
恒生原材料業	香港汽車	恒生能源業	恒生中國內地地產	恒生醫療保健	教育指數
恒生公用事業	香港博彩指數	教育指數	香港博彩指數	教育指數	恒生原材料業

資料來源：Wind，截至 2019/9/16

總結以上看法，我們認為雖然短期港股風險猶存，但長期已經存在配置價值，引用著名投資人霍華德·馬克斯的話：「雖然不知將去哪裡，但我們應該知道自己身處何方」——我們無法精確判斷市場的底部，但站在目前的位置，只要沒有全球性的風險事件惡化，目前不宜太過悲觀。

債市走勢



(一) 全球利率債

第三季度全球債券市場波動較大，七月末由於美聯儲僅降息 25 個基點，並且沒有向市場傳達美聯儲會進一步大幅轉向鴿派的言論，這種鷹派降息的貨幣政策疊加八月初美中貿易衝突升溫，全球對經濟衰退的擔憂使避險情緒延續，全球主權債收益率在 7 至 8 月有較大幅度下跌，但在進入 9 月後，中美雙方釋出願意進一步談判的意願，市場的風險偏好情緒大幅好轉，雖然有部分國家第三季度的經濟增長已轉負，但主要經濟體經濟表現更多是擴張放緩而非進入衰退，因此在 7 至 8 月較悲觀的經濟預期實屬短期的過度反應，債券收益率的大幅下行亦是，同時疊加原油市場出現風險事件，對通脹預期開始有一定提升，因此在進入 9 月經濟預期修復後，收益率自低位有較大幅度回升，惟由於目前全球不論是發達國家還是新興市場國家央行皆已開始新一輪的貨幣寬鬆週期，因此目前債券收益率仍是處於歷史低位附近，而其中美債的絕對收益水平在主要國債收益率中僅低於中國（見圖 31）。

世界主要各國主權債收益率曲線（圖 31）

地區	2年	3年	5年	7年	10年	15年	30年
美國	1.73	1.67	1.66	1.73	1.80		2.29
加拿大	1.60	1.54	1.46	1.44	1.45		1.67
英國	0.56	0.52	0.53	0.52	0.71	0.90	1.16
法國	-0.64	-0.67	-0.58	-0.44	-0.20	0.13	0.70
德國	-0.71	-0.78	-0.73	-0.69	-0.49	-0.34	0.08
義大利	-0.15	0.06	0.36	0.62	0.94	1.47	1.98
西班牙	-0.46	-0.41	-0.20	0.01	0.27	0.69	1.16
葡萄牙	-0.61	-0.37	-0.20	0.05	0.29	0.66	1.19
瑞典	-0.59		-0.55		-0.15	0.02	
荷蘭	-0.70	-0.73	-0.64	-0.54	-0.36	-0.23	0.06
瑞士	-1.04	-1.00	-0.91	-0.85	-0.76	-0.52	-0.29
希臘		0.42	0.80	1.27	1.56	1.94	
日本	-0.26	-0.26	-0.26	-0.27	-0.17	0.04	0.33
澳洲	0.90	0.88	0.89	1.01	1.15	1.35	1.71
紐西蘭	0.88		1.01	1.17	1.31	1.48	
韓國	1.28	1.08	1.32		1.39		1.31
中國	2.66	2.74	2.91	3.10	3.07		3.65

資料來源：Bloomberg · 截至 2019/9/12

雖然短期風險偏好上升推高收益率，還有原油市場的風險可能進一步推升油價中樞導致第四季度的通脹預期有所上升，但大國間的貿易衝突加上英國脫歐等的不確定因素使得全球企業投資驟降仍在持續，同時因為對經濟擴張放緩甚至轉向衰退的擔憂仍隨時可能再起，因此全球央行大概率仍會在第四季度採取放寬貨幣政策的舉措，9 月我們已經看到歐央行宣佈降息並將在 11 月重啟 QE，而美聯儲也在 9 月份降息 25 個基點，同時第四季度大概率會再降息 25 個基點，因此若美債收益率在當前階段大幅上升至接近目標利率水平（見圖 32），皆是中長期較好的配置機會。

美 10 年債收益率低於目標利率後降息隨之而來 (圖 32)



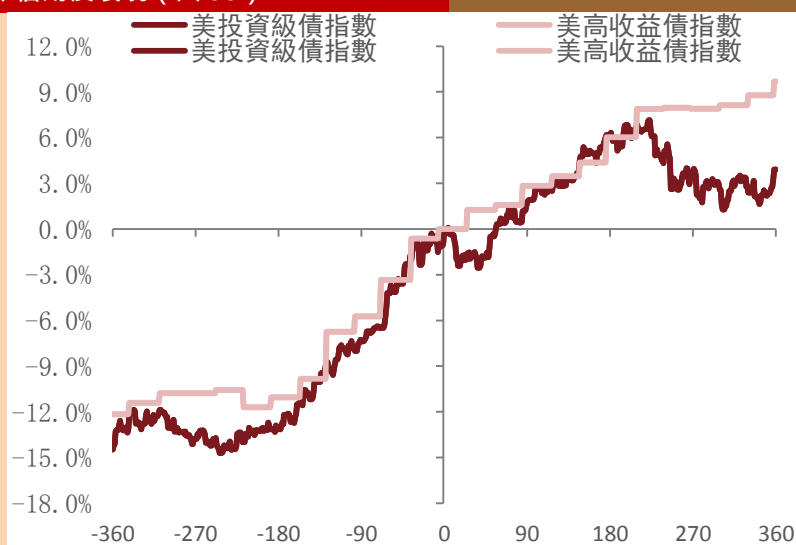
資料來源：Bloomberg · 截至 2019/9/12

(二) 全球信用債

第三季度全球信用債信用利差呈現先走擴後收窄走勢，其中投資級債表現優於高收益債，主要是第三季度整體市場受到中美貿易衝突升溫影響，風險趨避意識較強，同時擔心全球經濟因為貿易衝突導致加速步入衰退，因此無風險利率下行並且信用利差走擴，而步入 9 月份，中美雙方各自釋出願意繼續談判的跡象，包含美國宣佈延後關稅加徵時間及中國宣佈即將開始採購美國的大豆農產品及豬肉等，雙方釋出的談判善意給予市場對於十月初中美雙方在美國的談判達成協議的概率有所上升，無風險利率自 8 月份低位大幅反彈，而信用利差也自 8 月份高點收窄。

結合目前對於市場環境及各央行政策判斷，市場對中美雙方達成協議的概率有所上升，即使雙方仍有不可退讓的底線，但或有可能可以先在雙方較有共識部分達成協議，至於未有共識部分繼續談判，惟目前市場對中美的貿易衝突反應已開始鈍化，若有一點利好消息都可大幅提振市場風險偏好，但我們並不會預期雙方達成小部分協定便會使全球央行對於經濟的預期由擔憂衰退轉向抑制擴張，因此全球央行大概率在第四季度仍會維持較寬鬆的貨幣政策與基調。歐央行已在 9 月份會議宣佈降息同時即將於 11 月份開始新一輪的 QE，結合上述判斷，在對收益率仍有一定追求的前提下，我們認為信用債在第四季度仍能提供一定程度回報，根據 1995 年預防式降息的歷史經驗（見圖 33），只要在美聯儲尚未從預防式降息轉向衰退式降息前，我們偏好高收益信用債，並且也觀察到目前高收益與投資級債信用利差之差距也來到今年以來高點，亦接近 2012 年以來平均水平，高收益債優勢逐漸顯現；而因為美元債絕對收益率較歐洲高出 2-3%，所以地區方面則偏好亞洲與美國優於歐洲。

1995 年預防式降息前後一年信用債表現 (圖 33)

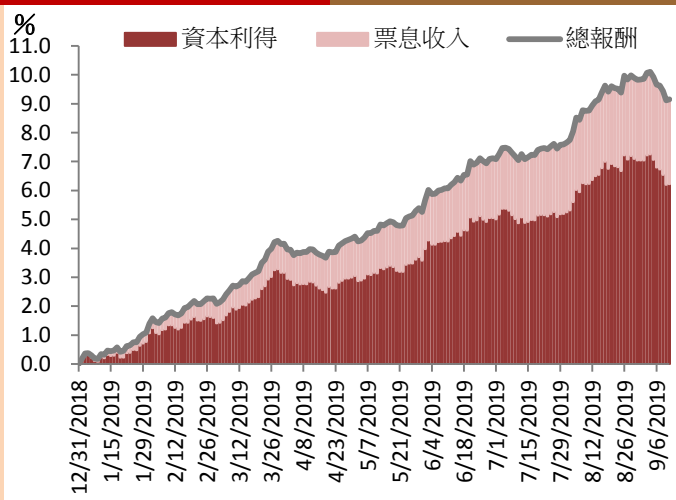


資料來源：Bloomberg · 截至 2019/09/12

(三) 中資美元債

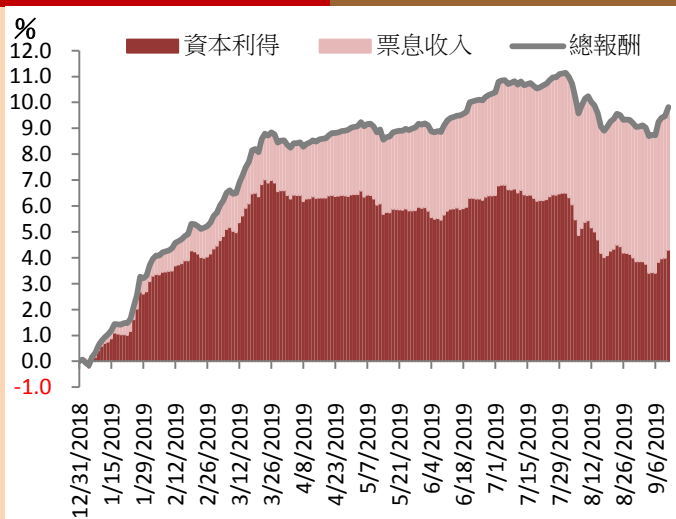
第三季度中資美元債表現分化，變動方向與全球信用債一致，投資級債因美債收益率下行幅度較多，抵消其信用利差走擴之勢，使其在第三季度仍有正回報（見圖 34），而高收益債則因為信用利差大幅走擴，超過了同期限美債的下行幅度，使高收益債收益率呈上升走勢（見圖 35）。除了受外部環境影響外，內部環境對中資美元債影響更大，在 7 月 12 日中國國家發展和改革委員會發佈的 778 號文明確收緊了境內房地產企業在境外的融資渠道，同時境內不論是中央或是地方政府亦推出了一系列抑制房地產市場過熱的政策，再次強調房住不炒的基調，因此雖有各類寬鬆政策，但也無法避免房企信用利差走擴之勢。

中資美元投資級債今年以來表現拆分 (圖 34)



資料來源：Bloomberg，截至 2019/9/12

中資美元高收益債今年以來表現拆分 (圖 35)

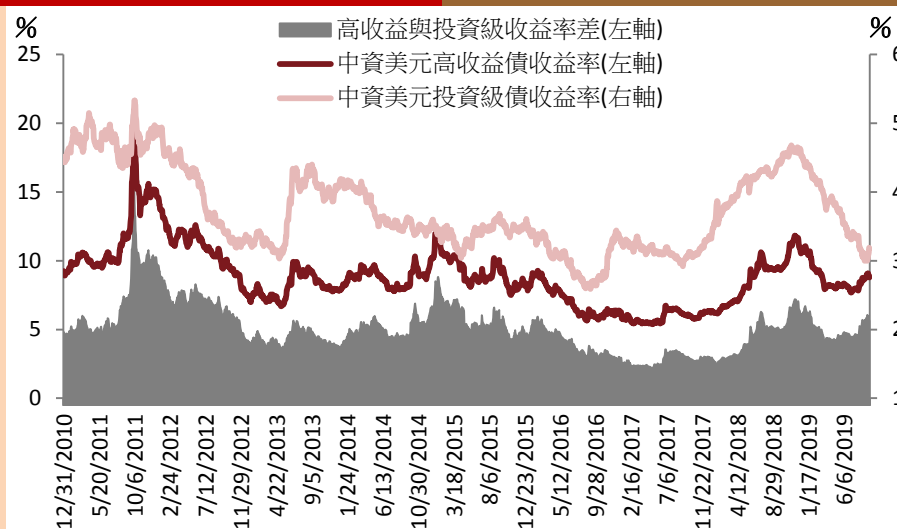


資料來源：Bloomberg，截至 2019/9/12

觀察目前中資美元債市場趨勢，首先在估值方面，目前投資與高收益債呈現分化走勢，投資級債估值已非常接近歷史低點，而高收益債由於第三季度的走擴，目前來到 2018 年以來中間偏上位置，高收益債超投資級債同期限 2.5 倍絕對收益率（見圖 36），以估值角度而言更看好高收益債。而政策方面，在中國政府仍強調房住不炒、抑制房地產市場發生泡沫情況而未見政策放鬆的前提下，高收益的房企債券難有資本利得，但在經濟下行壓力仍大的情況下，亦不致於讓房企出現大規模違約情況，而境內已開始從信用寬鬆轉向貨幣政策寬鬆，全面降準或只是第一步，未來不排除有降息可能，因此對非房企的企業債來說將會受惠於雙寬鬆政策。綜上所述，第四季度我們依舊看好中資美元債，整體市場受惠於境內境外同時放鬆的

貨幣政策，可能出現利率利差雙降走勢，而高收益房企雖難有資本利得，但若能避開可能違約的發行人，較高的票息收入亦能給投資組合產生一定的防禦效果。

中資美元高收益與投資級債收益率差 (圖 36)

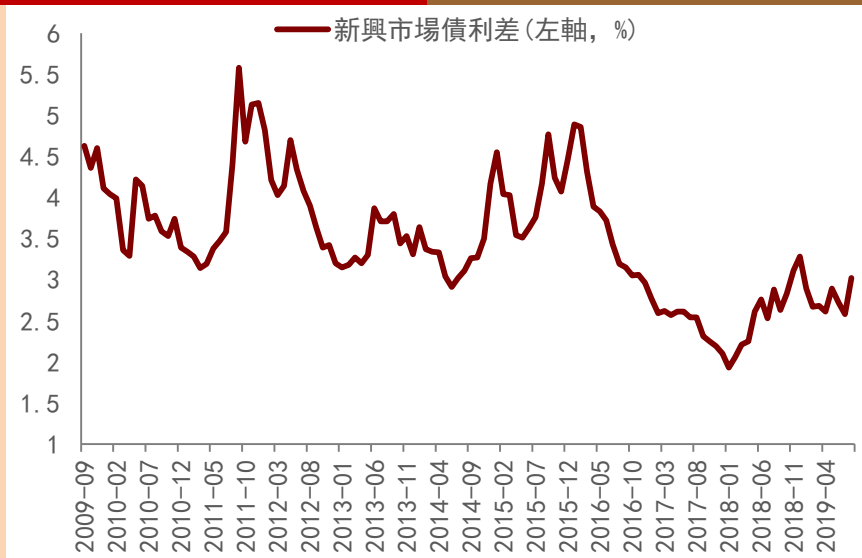


資料來源：Bloomberg, 截至 2019/9/12

(四) 新興市場債

隨著發達國家美、歐、日央行偏向寬鬆的貨幣政策，美聯儲第四季度仍有一定的概率降息 50-75 個基點，在此寬鬆氛圍下，新興市場下半年也開啟了一波降息潮，不僅僅是印度已於上半年降息，印尼、韓國、泰國、南非等皆加入降息的行列，讓新興市場資金寬鬆，有機會支撐資本市場。然而新興市場債券仍受到經濟表現制約，只有在經濟表現好的情況下才具吸引資金的能力，資金面的流向仍以發達國家為主，尤以美元資產的美股、美債；以近期資金流向可知整體資金面多追求投資級債券，顯示資金訴求以穩定、安全為主。疊加目前新興市場債券的利差位置在近十年第 35 百分位（見圖 37），利差是在偏低位置，將來利差再縮窄賺取資本利得空間有限。因此，雖然降息潮有利新興市場債券，但美元資產仍為強勢與利差空間有限有關，我們不認為新興市場債會展現牛市表現，尤其新興市場債券組成中，多數降息的新興亞洲佔比有限，僅約 15%，多由拉丁美洲或新興東歐區域組成，包括阿根廷、委內瑞拉、土耳其等基本而較差的市場，該市場內部政局極不穩定，也讓資金不願進入，因此整體的表現將受限制。總括來說，雖然發達國家與新興亞洲以降息環境為主，但新興市場債佔比較高的拉美、新興東歐等市場政局較不穩定，屬風險性資產的新興市場債相較於投資級債較不受資金青睞，且整體利差空間有限，因此我們認為資本利得空間非牛市環境，但新興市場債券仍可視為派息的來源。而個別市場上可關注央行有降息空間且政經相對穩定環境的市場。

新興市場債利差資本利得空間縮減 (圖 37)



資料來源：Bloomberg，截至 2019/8/31 (月度資料)

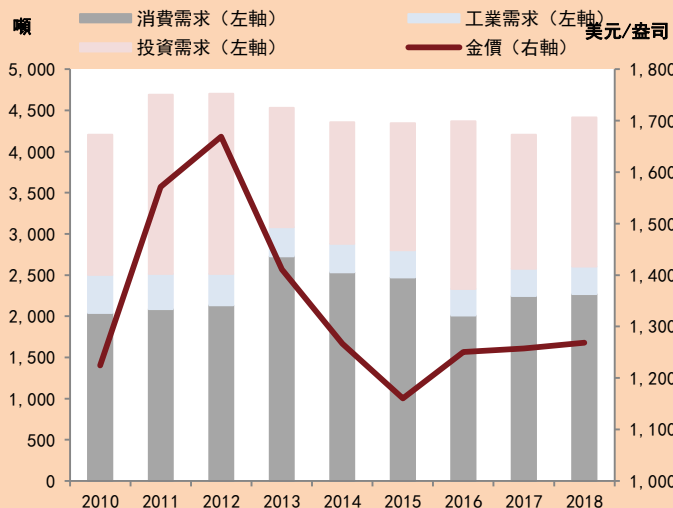
商品走勢

(一) 黃金：投資需求有望持續旺盛

從 2019 年年初至今，我們看到黃金和美國十年期國債實際收益率呈現高度的負相關：第二季度降息預期驟起和避險需求急增導致美國十年期國債收益率大幅下行，進入 9 月後出現反彈；與之相應的金價在第三季度首兩個月快速上漲，近期雖出現回落，但整個第三季度金價的漲幅相當可觀。

在金價已經上行一段時期後，後續需求增量在哪裡？我們認為投資需求有望提供增量。投資需求和金價走勢有較強的正相關性，而消費需求和金價走勢有較弱的負相關（見圖 38）：（1）2013 年金價同比大幅下行，黃金的消費需求是上漲的，投資需求則出現大幅減少；（2）2016 年黃金價格同比上行，但是消費需求是下降的，而投資需求再次出現和金價相同的上行走勢。從黃金交易所交易基金（“ETF”）持倉和金價的歷史數據亦可以看出兩者之間的強正相關性。目前，我們認為這一波黃金價格的上漲，ETF 持倉的漲幅滯後於金價的漲幅，稍後黃金 ETF 持倉有可能繼續上漲。

黃金下游需求拆分和黃金價格（圖 38）



資料來源：Wind，截至 2019/09/12

黃金作為非生息資產，投資價值高度取決於持有黃金的機會成本。全球央行近期紛紛開啟降息週期，據統計，全球已有超過美金 16 萬億美元的負收益率國債；70%的發達國家主權債已經是實際負利率，剩下的 30%的實際收益率也已經在 1%以下。

當前持有黃金機會成本很低，且隨著負利率的加深，黃金投資吸引力亦將提升。我們預計以 ETF 和各央行購買為主的黃金投資需求在第四季度有望繼續提升，美國十年期國債名義和實際收益率趨勢仍將向下，金價中樞仍有機會上行。

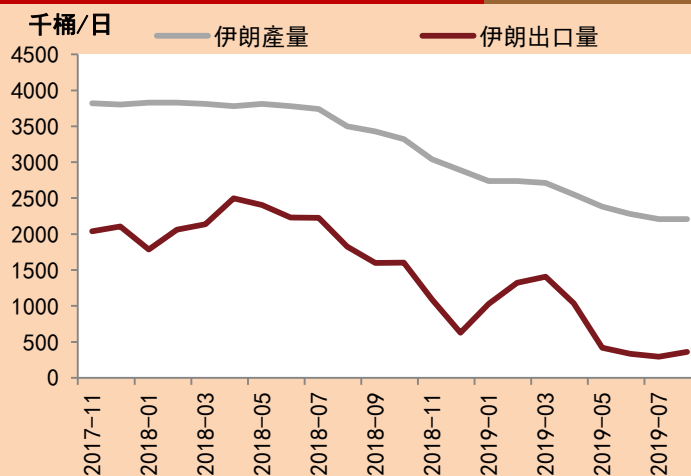
(二) 原油：油價關注焦點重回供應端

首先，石油輸出國組織減產繼續。雖然對需求預期的擔憂持續存在，但從最新的供需平衡來看，由於石油輸出國組織嚴格執行了減產，因此石油輸出國組織實際產量低於倒算出來的供需完全平衡時需要的石油輸出國組織供應量，意味著從供需基本面的情況來看，即使市場已經持續如預期下滑，但只要第四季度石油輸出國組織繼續執行減產，那麼供需基本面不會出現大幅的供應過剩。基本假設是供需均衡，但近期地緣政治的影響有可能打破均衡，影響第四季度供應的兩個大的變數在於沙特和伊朗的供應。

沙特方面：沙特油田受到武裝襲擊，影響 500 萬桶/日的原油產能，佔當前沙特產量的一半。如果後續沙特證實短期內可以復產，油價將會只是短期的波動，一旦復產有可能回吐漲幅。如果後續消息指向沙特無法很快復產，且沙特油田被持續攻擊，則將是另一種情況。目前石油輸出國組織剔除伊朗和沙特外的富餘產能為 100 多萬桶/日，加上俄羅斯和美國頁岩油的富餘產能也難以完全彌補沙特 500 萬桶/日的降幅。如果沙特的產量兩個月內無法修復，即使考慮到各國動用原油儲備救市的情況，市場仍會預期原油供應緊缺（參考此前市場在伊朗剛開始被制裁時預期伊朗供應會降到零），油價後續仍有較大機會上行。

伊朗方面：從近期各方面的市場消息來看，美國總統特朗普有可能會考慮放鬆對伊朗的制裁，和伊朗領導人見面。如果美伊之間談判開啟，壓抑已久的伊朗原油出口有可能會由低位回升。最新的 8 月數據顯示伊朗的出口量已經從此前高峰時期的超過 200 萬桶/日降至現在接近 30 萬桶/日的水平（見圖 39），因此一旦伊朗出口數量反彈，邊際的增量效應很大。但是和沙特減產的事件相比，伊朗供應端可能出現增長的時間點最早也是在 2019 年年底，可預見伊朗在第四季度大部分時間原油出口仍將被壓抑。整體來看，我們認為第四季度原油價格有可能呈現前高後低，需要密切觀察供應端的變化。

伊朗原油產量 (圖 39)



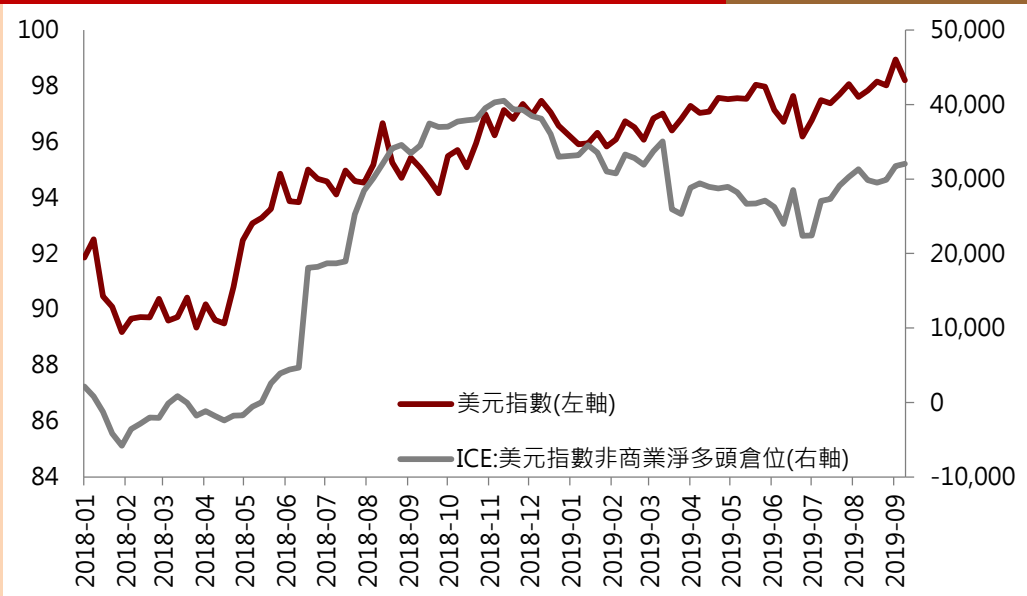
資料來源：Bloomberg，截至 2019/8/31(月度資料)

外匯走勢

美元

今年以來美元指數維持在高位，原本多數研究報告指出美聯儲將開啟降息週期，美元應逐漸從高位開始下滑。但美元指數在第三季度卻持續上漲至年內最高點 99.8 附近，如果觀察市場對美元多空情緒的期貨市場，可發現自 2018 年中以來，期貨市場對美元淨多倉水平基本呈現相對高位的狀況（見圖 40），顯示市場並不認同多數研究看空美元的觀點，多數資金仍往美元移動。

期貨市場對美元指數淨多頭維持相對高位 (圖 40)



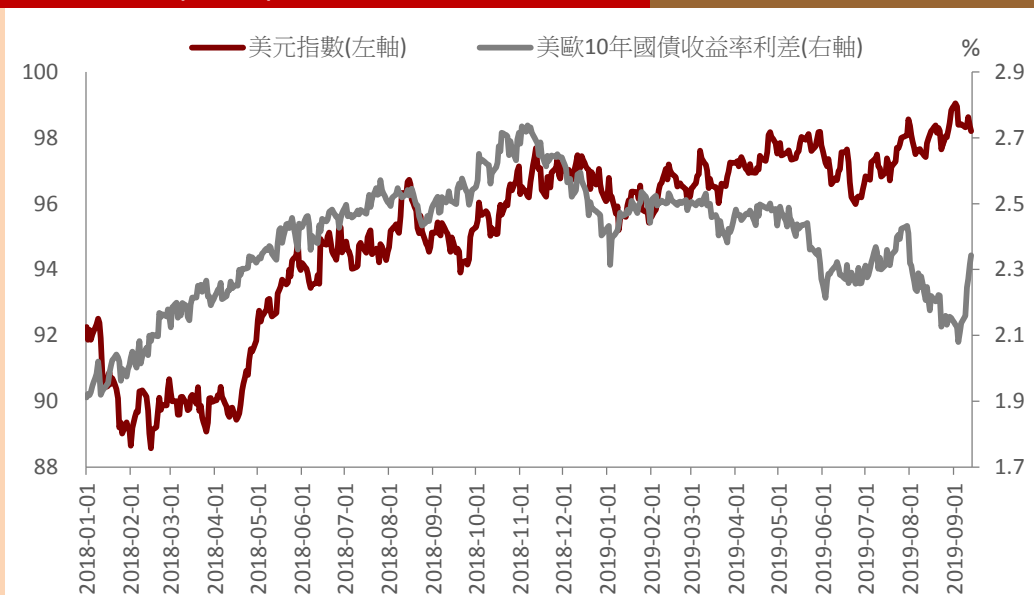
資料來源：Wind，截至 2019/9/10 (周度數據)

美元的漲跌與美聯儲升降息週期並非直接相關，如美聯儲在 2000 年開始降息，但美元在 2001 年仍上漲至 120 左右水平，就是反映資金從新興市場撤退回流美元資產的現象；而 2008-2009 年美元上漲也是反映避險情緒高漲而對美元需求增加，因此除非第四季度市場開始流出美元資產，否則美元要出現趨勢性下跌的概率仍低。

資金雖大概率仍流向美元資產，但美元要繼續大幅上漲仍有很大壓力：首先由於美國製造業景氣下滑，預示美國經濟將放緩，觀察 2018 年以來美元指數與美歐經濟狀況，可發現美元指數與美國經濟優於歐元區經濟的態勢有明顯相關，而目前美歐製造業景氣差距已開始縮小，一定程度將壓抑美元強勢表現；此外影響資金流向美元的重要指標是美歐之間的長債利

差，一般而言當美元收益率較高，資金會流向高利率的美元資產，反之資金會流出美元資產，但近半年以來，美歐長債利差大幅收窄，但美元仍維持相對高位（見圖 41），我們認為這是因為歐日地區負利率債券存量大幅增加，導致美元資產相比其他貨幣資產仍具吸引力的原因，不過美元與美歐利差脫鉤的現象，以歷史來看不會維持很長時間，因此若美歐利差不大幅收窄，美元或也面臨一定下跌壓力。

美元與美歐長債利差出現脫鉤 (圖 41)



資料來源：Wind · 截至 2019/9/13

近期美元的高位引起美國特朗普總統的抱怨，部分市場揣測他將在外匯市場打壓美元走勢。不過美國在外匯市場干預美元，主要是透過其存在美聯儲的外匯穩定基金 (ESF) 進行操作，歷史來看主要有 3 次，分別是 1995 年的墨西哥債務風暴，美國透過 ESF 購買美元穩定匯率，其次是 1998 年的亞洲金融危機，美國透過 ESF 賣出美元壓制市場避險情緒對美元的需求，最後是 2000 年金融海嘯市場拋售歐元，美國聯合其他國家買入歐元穩定匯率。不過即使已經經歷上述幾次，短期或有一定程度的影響，但中長期來看都無法改變美元當時的趨勢，主要是 ESF 可動用的幾百億美元資金相對外匯市場的交易量仍相對有限，因此我們認為即使特朗普對美元高位反感，但美元的走勢最終仍將取決市場對美元資產的偏好度。

歐元

在歐央行 9 月議息會議推出了一系列的貨幣寬鬆政策（見圖 42），包括：（1）重啟 QE，自 11 月 1 日起每月購債歐元 200 億；（2）下調存款利率 10 個基點至 -0.5%；（3）調整利率政策指引為“保持利率不變或者更低，直至通脹穩步靠近目標”；（4）實施利率分級制度，暫定為法定存款準備金的 6 倍額度被豁免負利率（按照 0% 實施）。

我們認為新一輪 QE 的每月購買規模雖然比市場預期的歐元 300 億要少，但是其持續時間會比較長，按照歐央行的說法，本輪 QE “持續至開始加息才停止”。調整利率政策指引實質上也是取消了此前的時間限制，改為和通脹掛鉤，並且在 9 月會議上歐央行調低了此前設定的 TLTROIII 的投放利率，實質上是比此前降了 10 個基點。調低後的 TLTROIII 投放利率為 -0.5-0%，比上一輪 TLTROII 投放利率 -0.4%-0% 要低。

從歐央行上一輪 QE 開啟的前後歐元走勢來看，2015 年 1 月歐央行公佈要投放 QE，在歐央行公佈 QE 前後歐元走勢偏弱，但 2015 年 3 月開啟 QE 的投放後不久，歐元和歐債收益率即在 2015 年 3 月中旬見底。我們預計現在到 11 月開啟 QE 之前歐元有可能仍偏弱，但是 11 月正式開啟之後歐元可能會有反彈。歐央行 9 月議息會議定調後，第四季度歐央行基本沒有加大寬鬆的空間。此外由於低基期效應，歐元區通脹在 2019 年年底有可能存在翹尾效應。歐元區財政刺激政策料將逐漸吸引更多的關注，將成為第四季度的政策重點。歐元在第四季度後期有可能走強，整個第四季度的走勢我們預計是先跌後漲。

歐元匯率和德債收益率走勢（圖 42）



資料來源：Wind · 截至 2019/9/13

日元

2019 年第 3 季日元走勢反復上落，USD/JPY 最高見 109.30，最低更曾見 104.45 水平，收報 108.06，日元第 3 季微升 0.34%。

9 月日本央行維持指標利率在負 0.1% 不變，但暗示下次議息可能加推放寬貨幣政策。日本央行行長黑田東彥表示，雖然經濟前景未迅速惡化，通脹仍然有動力向目標邁進，但由於全球經濟風險加劇，決策官員認同有更大逼切性需要放寬貨幣政策應對。

另外，美國貿易代表萊特希澤與日本駐美國大使杉山晉輔在白宮簽署兩份協定，涵蓋美金 550 億元的農業和數碼貿易。其中日本會降低美金 72 億元美國牛肉和豬肉農產品的關稅，同時在六年內，將美國小麥入口免稅的配額，提高至 15 萬公噸，與早前美國退出的《跨太平洋夥伴關係協議》相近，而最重要是美國承諾不會向日本車加徵關稅。

隨著美聯儲年內第二次減息，加上全球主要央行不斷放鴿及落實減息，日元與美元及其他主要貨幣利差因素將減退。現時日元主要受避險情緒支持，以目前環球貿易緊張局勢，中美貿易談判看來艱辛及漫長，加上英國「脫歐」的不確定性，避險需求仍會繼續令日元受惠。不過，日央行有可能加推量寬，限制日元上漲勢頭。技術上，USD/JPY 上方重要阻力為 109.50 水平，下方重要支持在 106.20 及 105.00，第 4 季估計 USD/JPY 仍在 105 至 110 上落。

澳元

2019 年第 3 季 AUD/USD 顯著下跌，由最高 0.7082 開始下挫，最低曾見 0.6675 水平，收報 0.6749，第 3 季下跌 3.10%。10 月初澳洲儲備銀行（「澳儲行」）進一步減息，指標利率降至 0.75% 的歷史低位，符合市場預期。今次是當地繼 6 月及 7 月後年內第三度減息，累計減息 75 點子。

澳儲行相信是次減息將支持就業及收入增長，認為全球經濟前景仍處於合理水平，但風險偏向下行，而當地消費前景是主要的不確定性。澳儲行預告，會於必要時進一步採取放寬政策，支持經濟增長及達成通脹目標，預期明年 2020 整體及基本通脹將略低於 2%，2021 年通脹才可升至 2% 以上。利率期貨顯示，市場預期澳儲行在 11 月有六成機會再減息四分一厘。澳洲貨幣政策跟年初預期出現逆轉，2019 年已減息 3 次，指標利率降至 0.75% 的歷史低位，不過澳儲行繼續發放「鴿派」言論，並暗示可能再減息，加上中美貿易談判如陷僵局，對澳洲出口及經濟影響深遠，特別是 AUD/USD 跌破 0.70 關口後，澳元整體走勢轉差。預期澳元走勢仍受中美貿易戰發展、澳洲國內樓市、GDP、失業率、國內消費及通脹率所影響，而澳儲行會再觀察上述因素，調整其貨幣政策。技術上，AUD/USD 上方阻力為 0.6900，下方支持在 0.6650 及 0.6520 水平。如經濟數據沒有顯著改善，重上 0.70 關口以上水平機會不大，第 4 季估計 AUD/USD 將在 0.65 至 0.70 上落。

重要免責聲明

本文內容包括環球動向、股票市場（香港股票除外）、債市走勢由招商銀行私人銀行部提供，其中所引用資訊和資料均來源於公開資料，招商銀行私人銀行部力求引用資訊和資料的客觀與公正，但對這些資訊和資料的準確性及完整性不做任何保證，不保證該資訊和資料未經任何更新，也不保證以這些資訊和資料作出的任何參考觀點或建議不會發生任何變更。在任何情況下，招商銀行不就本文中的任何內容對任何投資做出任何形式的擔保，據此投資，責任自負。

本文版權歸招商銀行所有，未獲得招商銀行事先書面授權，任何機構和個人不得對本文進行任何形式的複製、發表或傳播。如需引用或獲得招商銀行書面許可予以轉載、刊發時，需注明出處為“招商銀行”。任何機構、個人不得對本文進行有悖原意的刪節和修改。

本報告僅代表招商銀行私人銀行部對中國境內資本市場的設想、分析及見解，並不代表招商銀行的整體立場，亦不構成對任何人的投資建議，也沒有考慮到個別投資者特殊的投資目標、財務狀況或需求。投資者應當充分考慮自身特定狀況、充分考慮本文中的任何意見或建議是否符合其特定狀況，並完整理解和使用本文內容，不應視本文為做出投資決策的唯一因素。招商銀行及招商銀行私人銀行部以往任何報告、本文的內容及其準確程度不應作為日後任何報告的樣本或擔保。

招商銀行版權所有並保留一切權利。

免責聲明：本文件由招商永隆銀行（「本行」）私人銀行及財富管理部（「本部」）編制，旨在向招商永隆「私人銀行」客戶及根據香港的《證券及期貨條例》第 571 章或據此制定的規則所定義的專業投資者派發。本檔可能載有研究分析的文章或引述研究檔，但它不是一份有監管目的的投資研究或推薦，因為它並不構成實質的研究或分析。本檔的用意只是提供本部在寫作日期時的觀察和看法，並可能隨時間改變。這些觀察和看法可能與本行其他部門或附屬公司或其他市場參與者的專有立場不同或不一致。本檔所載資料（包括意見及估計）乃秉誠提供，並取自於所示日期相信為可靠之資料來源。然而，本行並無核實所有資料，故不應加以依賴，閣下需作出獨立判斷。本行並無責任更新資料或改正任何其後顯現之錯誤。在任何情況下，本行概不作出任何陳述或保證（明示或暗示），亦不就使用本文件的任何陳述或意見而引致的損失承擔責任。

投資涉及風險，本檔提供的證券 / 投資產品價格可升亦可跌，甚至會變成毫無價值，過往業績資料並非未來業績的指標，投資者有機會損失全部投資。本檔提供之任何投資建議並未考慮個別投資者的特定投資目標及 / 或財政資源，因此未必適合所有投資者。投資者應自行運用獨立思考能力評估投資此等產品的適合性與涉及之風險，如認為需要，於作出任何認購或購買行動前諮詢其法律、財務、稅務、會計及其他獨立專業顧問，以確保作出適合其本身情況（如公民權、稅務限制）、投資目的、財務狀況及其他獨特需要的投資決定。

本檔並沒有獲監管機構包括證券及期貨事務監察委員會認可。閣下作出任何投資決定前，應詳細閱讀有關證券 / 投資產品的銷售檔，以瞭解包括風險因素等詳細資料。

未經本行事先許可，任何人士不得翻印、傳送、傳閱或派發本檔給予任何管轄地區或國家的個人或法人。若分發或使用本檔違反任何管轄地區或國家的法律或規例，則本檔不得為任何個人或法人在該管轄地區或國家分發或使用。

自 2008 年始，招商永隆銀行有限公司為招商銀行集團成員。招商局集團內的公司及 / 或其高級職員、董事、代理人及雇員可能持有不時在本檔所述全部或任何證券或投資的倉盤，亦可能會為本身買賣全部或任何該等證券或投資項目。招商局集團內的公司可能會就該等證券提供投資服務、承銷該等證券或作為該等證券的莊家。招商局集團可能會就因應該等證券或投資專案而提供的服務賺得佣金或其他費用。

© 2019 招商永隆銀行有限公司 版權所有，不得翻印。

Disclaimer: This document has been prepared by the Private Banking and Wealth Management Department (“the Department”) of CMB Wing Lung Bank (“the Bank”) for distribution to the CMB Wing Lung Private Banking Clients and the Professional Investors as defined under the Securities and Futures Ordinance (Chapter 571 of the Laws of Hong Kong) or rules made thereunder. Although this document may contain some research analysis or quote research reports, it is not investment research or a research recommendation for regulatory purposes as it does not constitute substantive research or analysis. This document is intended only to provide observations and views of the Department as at the date of writing, and such observations and views are subject to change in the passage of time. Observations and views contained in this document may be different from, or inconsistent with, the observations and views of other departments or the subsidiaries of the Bank or other market participants. The information contained in this document (including information in the form of opinions or estimates) is provided in good faith and has been obtained and derived from sources believed to be reliable as at the date indicated. However, the Bank has not verified all such information and thus, it should not be relied upon in lieu of making independent judgment. The Bank may not, and has no obligation to, update the information or correct any inaccuracy which subsequently becomes apparent. The Bank does not make any representation or warranty (expressed or implied), or accepts any responsibility or liability whatsoever for a loss arising from the use of this document.

Investment involves risk, and the value of the securities/investment products may go down as well as up, or even become worthless. Past performance is not indicative of future performance. Under certain circumstances an investor may sustain a total loss of their investment. The information contained in this document and its contents may not suit every investor’s needs. Therefore, an investor should make his or her own appraisal of the risks involved in investing in securities/investment products and should consult his or her own legal, financial, tax, accounting and other independent professional advisors, to ensure that any investment decision made is suitable with regard to his or her own circumstances (including but not limited to his or her civic rights and tax restrictions), investment purposes, financial positions and any other specific needs.

This document has not been authorized by any regulatory authority including the Securities and Futures Commission of Hong Kong. Please read the relevant terms and conditions together with the risk disclosure statements in the relevant documents of the securities/investment products before making any investment decisions.

This document may not be reproduced, transmitted, circulated or distributed to any other person or entity in any jurisdiction or country without the prior permission of the Bank. This document is not intended for distribution to, or used by, any person or entity in any jurisdiction or country where such distribution or use would contravene the local law or regulation of that jurisdiction or country.

CMB Wing Lung Bank Limited has become a member of China Merchants Bank Group since 2008. Members of China Merchants Group, their senior management, directors, agents and employees may from time to time have a position (on a principal basis or otherwise); or from time to time conduct transactions in all or any of the securities or investment products mentioned herein. Members of China Merchants Group may provide services or act as an underwriter, sponsor or coordinator of any company and affiliates of such company whose securities are mentioned herein. China Merchants Bank Group may derive commission fees or other charges from providing the abovementioned services.

© 2019 CMB Wing Lung Bank Limited. All rights reserved.