



2021 年 5 月 31 日

## 市场评论

**经济前景：**5 月份，通胀数据成为市场的焦点，因为在 5 月份，不少的通胀数据均反映通胀压力在全球正大幅上升、特别是在中国和美国。5 月中旬，中国政府公布了 4 月份的消费者和生产者物价指数，虽然消费者物价只录得按年 0.9% 的升幅，但生产者物价指数却录得 6.8% 的按年升幅，这反映在不少商品和原材料价格在过去大半年的大幅上升所影响下，生产者物价已因而受到影响而出现大幅上升。太平洋对岸的美国，亦在 5 月中旬公布了 4 月份的通胀数据，消费者和生产者物价指数都录得十多年来最大的升幅(消费者物价指数的升幅是 4.2%，是 2008 年以来录得最大的升幅；生产者物价指数的升幅是 6.2%，是 2010 年有该统计以来最大的升幅)。很明显，最近物价的上升幅度已达到令人需要大幅关注的程度，因为除了消费者物价指数上升的幅度已是多年的高位外，生产者物价的上升幅度更高和更夸张，而根据一般经济的逻辑，生产者将会把部分、甚至全部的生产物价升幅转嫁给消费者，令消费者物价最终将录得更大的上升压力。而且，根据近日大部分商品和原材料价格的走势，它们上升的趋势很可能最少再持续多几个月，令通胀压力在未来几个月将极大机会继

续维持高企。

本来，适度的通胀并不会对经济造成任何的坏影响。但若通胀压力持续、甚至持续增大，这将有可能会对经济带来不利的影响。首先，若通胀持续维持高企，这将有可能会对消费者的购买能力造成考验，因高物价将可能打击消费者的购物意欲和实际的购物金额。其次，若通胀持续维持高企，会有可能令央行被迫考虑对货币政策进行调整，以避免通胀出现失控、甚至对经济稳定造成不稳的风险。一旦央行需要收紧货币政策去压制通胀，经济动力有可能因此而受到打击。

我们预期，高通胀最少会持续好几个月、甚至持续至今年年底。虽然我们不认为今次的物价上升属于结构性和长久性，因为今次的物价上升不是来自供应出现甚么结构性的问题、亦不是来自需求出现甚么结构性的大幅上升。我们相信今次的物价上升主要是来自疫情所造成的“滞后”需求所带动，因为在上年疫情在全球严重肆虐下，不少的消费和生产都因为各地政府的防疫政策而未能被满足，令这些消费和生产滞后至去年底和今年才重新出现，令消费和生产突然间在短时期内出现大幅的上升，原有正常的商品和原材料供应当然不能满足这些“滞后”消费和生产所带来需求的突然上升，令不少商品和原材料的供求出现紧张、甚至十分紧张，致令不少的商品和原材料价格出现大幅的上涨。就以铁矿石和铜为例，它们的价格在今年就分别曾最多上升超过 1/3(至 5 月底，今年铁矿石价格升 9.5%、今年铜价格升 28.6%)。而在过去一年，铁矿石价格升了 47%、铜价格升了 89%。我们相信商品和原材料价格高企的情况，将一直持续下去、直至这些“滞后”需求被完全填补后才结束，所以，这很可能需要再多好几个月、甚至大约大半年的时间。

**股市：**5 月份，环球股市最终成功摆脱市场担忧通胀压力不断上升这负面因素(5 月中旬，市场因为担忧通胀压力不断上升，曾令股市出现明显的调整)，到最后继续录得明显的上升。成熟市场方面，美股升 2.2%、欧股升 2.6%、日股升 0.1%。新兴市场方面，亚股升 1.2%、整个新兴市场股市升 2.3%、

港股升 2.0%。

如下文所言，在 5 月中旬，由于中美两国的通胀数据均反映通胀压力录得大幅上升，不但令美国十年期国债孳息率再次上升并迫近 1.7% 这接近一年的高位，亦令部分投资者担心通胀压力上涨会令联储局有提早启动收紧货币政策的可能。5 月中旬，美国道琼斯工业平均指数曾出现近 5% 的跌幅，而美国纳斯达克指数亦曾出现近 9% 的跌幅。及后，由于联储局多翻强调近日的通胀上升只属暂时性，而虽然近日公布的物价升幅比联储局的预期为高，但这并没有影响联储局维持现行超宽松货币政策的决定。而另一方面，中国人民银行亦提出没有在短期内加强收紧货币政策的意图。在联储局多次向市场大派定心丸后，市场对通胀的忧虑出现明显的舒缓，而股市亦从 5 月中旬的调整中迅速恢复过来。

当然，我们并不完全认为通胀对股市所造成的心理威胁已完全消除，因为我们预期在未来几个月，中美的物价升幅将很可能持续维持高企，这将随时为股市吹起另一次的通胀忧虑潮。

**债市：**5 月份，美国和德国两大指标性国债孳息率再次出现分歧的走势。美国十年期国债孳息率在 5 月份录得轻微的回落，由 1.62% 回落至 1.59%；而德国十年期国债孳息率在 5 月份则录得轻微的上升，由 -0.203% 上升至 -0.188%。

虽然如上文所言，美国通胀数据在 4 月份录得明显的上升，反映通胀压力正大幅地增加，但美国国债息率在 5 月份最终都未有因通胀压力增大而录得上升。虽然，美国十年期国债息率曾在 5 月中再次录得迫近 1.7% 这接近过去一年的高位，但在联储局不继向市场大派定心丸、强调不会因近日的通胀上升而改变现行超宽松的货币政策下，令债息最终再次由高位回落，跌回 1.6% 以下的水平。至于德国、以至其他欧元区主要国家的国债息率，继续受到市场对控制疫情、以至经济复苏的乐观情绪所推动，它们的十年期国债息率在 5 月份都录得轻微的上升。

受惠于美国国债息率下跌，再加上市场乐观情绪持续高涨，风险较高的高收益企业债和新兴市场债在 5 月份都得到资金推动而录得上升。环球高收益企业债指数在 5 月份录得 0.9% 的升幅。不过，我们要在此提醒相关的投资者，因为高收益企业债与国债的息差已从 2020 年的高位录得大幅收窄，甚至息差已进一步收窄至最少过去三十年的最低位，反映高收益企业债能给与投资者的额外回报已越来越小，但这些高收益企业债背后的风险却未必如额外回报般大幅下降，因而令这些高收益企业债的风险回报比率变得更加不吸引。至于环球新兴市场债指数，在 5 月份录得 0.9% 的升幅。

**商品**：商品价格指数在 5 月份录得 2.1% 的升幅。和疫情发生前的水平相比，商品价格指数的上升幅度已达 15% (虽不算很多、但亦不算小)。至于商品三大分类指数在 5 月份的表现，能源升 3.6%、金属升 4.8%、而农产品则跌 1.4%。

5 月份，中国政府曾试图打压商品价格的升势，因为自上年下半年开始，不少主要工业用商品和原材料价格都出现大幅上升的情况，令中国政府不得不出手试图令价格降温，以免经济复苏被商品和原材料价格的疯狂上涨所伤害。5 月中旬以来，以国务院总理李克强为首的中国官员加大力度对自然资源问题发声，中国国务院更表示，将采取措施保障大宗商品供给，遏制价格不合理上涨。早前，包括中国国家市场监管总局和证监会在内的六家政府机构联合约谈了大宗商品行业代表，警告他们称，政府对操纵市场、哄抬价格、囤积居奇等违法行为采取「零容忍」态度，与会者包括行业协会和商品生产者的代表。受到中国政府试图打压商品价格升势的消息所影响，商品价格指数在 5 月份曾一度出现明显的回调，回调幅度曾达 5%。不过，我们认为对于打压商品价格，相信中国政府可做的实事较有限。一来，中国本身亦因为对货品需求的上升 (不论是来自国内或来自出口所带动) 而对商品需求录得大幅的上升 (这些实际需求根本压不下去、亦不应该压下去)；二来，中国并非主要的商品生产国，而且大部分商品都是依靠进口，所以无法在供应上做甚么大动作去压抑商品价格；三来，

商品价格上升非中国独有的现象，这是全球性的现象，中国经济即使已强大起来，也不可能单独去影响全球对商品的需求。

因此，如我们在早前所言，我们相信在短期内，商品价格仍主要受“滞后”需求所推动、所主导。我们相信商品价格在过去大半年之所以出现大幅上升，是受到“滞后”需求所刺激，因而令全球对商品的需求突然(和在短时间内)出现急增的情况(而价格上升并非因供应出现问题所致)。当这些“滞后”需求被重新填补/消散后，相信近日商品价格的急升浪亦会随之而结束，而这情况可能要等到今年第四季度、甚至今年年底。

## 组合评论

5 月份，我们的进取型、增长型和平衡型投资组合分别录得 2.4%、2.0%和 1.9%的上升。

现时，投资组合(以增长型计)维持把每月新投入资金(每月新供款，如有)的 55%投放在股票基金、35%投放在债券基金和 10%投放在商品基金(但对于已买入的基金单位，投资组合的资产分配为约 30%在美元货币基金、10-15%在环球及新兴市场债券基金、约 10%在成熟市场股票基金、35-40%在新兴市场股票基金、和约 10%在商品股票基金)。

**股票基金方面：**5 月份，我们未有为投资组合中的股票基金再次作出变动，因为在经过过去几次的减持后，投资组合中的股票基金比例已由上年年底时的十分进取、回落至现时相对较中性、甚至小幅偏保守的水平。由于我们认为现时的股市水平明显高于全球经济的基本面(全球经济全面复苏之路仍遥远，而疫情在全球仍维持严重、在部分地区甚至出现反弹，但不少股市已完全收复疫情所带来

的失地、甚至大幅高于疫情发生前的水平，因而现时股市的风险回报比率并不吸引，我们无意在现时改变现行的资产分配比例(持有相对中性、甚至小幅偏保守的股票基金持仓)。

5 月份，除了泰国和印尼基金外，我们所持有的股票基金都录得上升。成熟市场方面，环球股票基金升 1.8%、环球基建基金升 0.7%。新兴市场方面，亚洲股票基金升 2.6%(表现优于市场指标)、越南股票基金升 6.9%(表现大幅优于市场指标)、泰国股票基金跌 0.8%、印尼股票基金跌 0.1%、两只中国股票基金分别升 4.2%(表现大幅优于市场指标)和 0.4%、最后东欧股票基金升 6.5%(表现大幅优于市场指标)。

**债券基金方面**：5 月份，受惠于美国十年期国债孳息率录得下跌所刺激(虽然同一时间，另一个主要国债德国十年期国债孳息率录得上升，但由于美债息对全球债市的影响力远远高于德债息的影响力，所以环球债市大体还是跟美国债息走)，环球债市同步录得上升的表现。5 月份，我们所持有的新兴市场债基金录得 1.1%的升幅。从我们在上年 3 月 20 日买入到今年 5 月底，此基金已有 31%的升幅，已达到我们在上年 3 月份买入时所订下的 25-30%盈利目标(我们仍然未有把基金卖出，主要是考虑到由于我们已对股票基金作出部分减持，所以我们决定暂时保留新兴市场债基金在投资组合之中)。至于环球债券基金，在 5 月份升 1.1%。

**商品基金方面**：5 月份，我们所持有的两只商品基金继续受惠于商品价格上升而录得上升，一只上升 4.1%、另一只上升 5.0%(年初至 5 月底，两只基金分别上升了 24%和 14%)。

## **重要告示及豁免责任声明:**

此文件为资产管理集团有限公司的财产。本文中所载之任何数据仅供参考之用，不应被视为邀请、要约或招揽任何证券买卖、建议任何证券买卖或建议采取任何投资策略。资产管理集团致力确保在本文中所提供数据的准确性和可靠性，但并不保证其完全准确和可靠，也不对由于任何不准确或遗漏所引起的任何损失或损害承担任何责任。本文中的部分资料可能包含有关对未来事件或对国家、市场或公司未来财务表现的预测或其他前瞻性陈述，而这些预测或前瞻性陈述只是作者之个人观点，最终实际事件或结果可能会和预测或前瞻性陈述出现巨大的差异。本文中包含的任何意见或估计都是基于一般原则所编写的，读者不应以此作为任何建议。资产管理集团保留随时对本文中任何表达的意见进行修改或更正的权利，恕不另行通知本文的收件人。禁止任何未经授权的披露、使用或传播本文的全部或部分内容，亦不得将文件复制、拷贝或提供给未经授权的第三者。投资涉及风险，由于汇率或市场波动等不同的市场风险，任何投资的价值及其收入都有可能出现增加或减少，而过去所显示的表现数据亦并不代表未来的表现。本文的收件人如对本文所包含的任何资料有任何疑问，收件人应寻求专业意见。本文未经证券及期货事务监察委员会审阅或批准。

如有任何意见或查询，请电邮至 [info@asset-mg.com](mailto:info@asset-mg.com) 与我们联系。

资产管理集团有限公司

香港干诺道西一一八号四十楼零二室

电话: (852) 3970 9595 传真: (852) 3107 0932