

年度回顾 2018



Alex Bellefleur
万信投资首席经济学家兼策略师

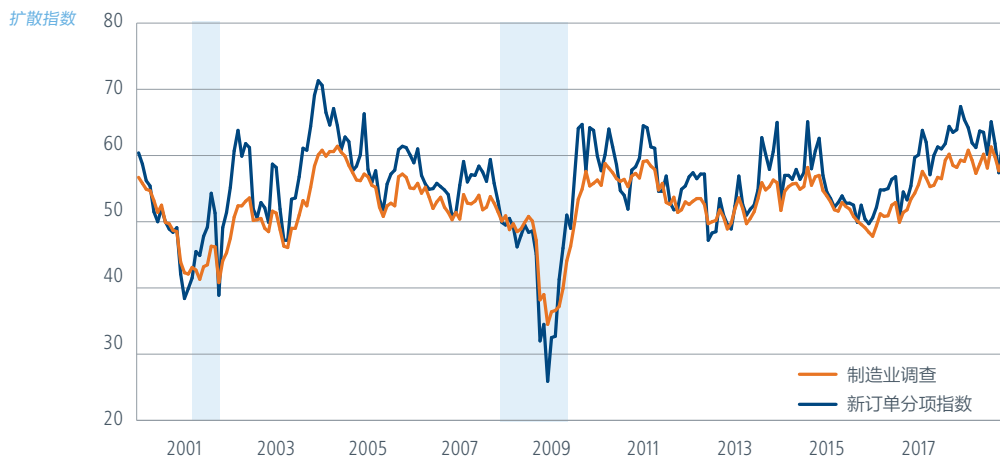
2018年是不同寻常的一年，因为基本上所有资产——从股票到债券和大宗商品——的表现都不及以美元计价的现金。从宏观经济角度看，影响2018年市场回报的三个重要主题是：1)全球增长放缓；2)对全球贸易体系未来的担忧；3)利率正常化，限制了固定收益资产的多元化收益。

全球经济增长放缓

进入2018年，市场预期有所提高。美国正在实施财政刺激，特朗普总统的企业减税政策正在增强信心，欧元区正在朝着更加可持续的经济扩张方向迈进。新兴市场在2017年也表现强劲，导致人们一致推断出近期表现强劲。

从许多方面来看，这最终令市场失望。虽然美国确实成为了全球经济增长的主要驱动力，财政刺激措施也确实有助于经济表现相对强劲，但市场看到了几个增长停滞的迹象。例如，追踪商品生产部门增长的ISM制造业指数在年中左右见顶。

图1:美国制造业增长
ISM制造业指数:综合指数和新订单分项指数



来源: 万信投资 (ISM数据来自Datastream) 阴影区域: 美国经济衰退

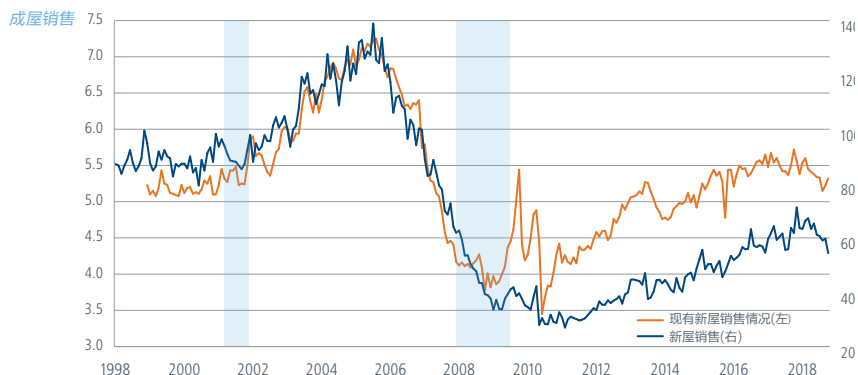
一些利率敏感行业也出现了放缓的迹象，比如房地产市场，在抵押贷款利率上升的背景下，房地产市场的活动指标大幅下降。

2018年，欧洲令人大失所望，因为持续扩张的共识预期没有实现。从意大利的财政和政治不确定性，到英国退出欧盟的条款困惑，欧洲经济增长乏力。对全球贸易增长的担忧加剧了这种情况，因为欧洲经济通常比美国经济更容易受到贸易的影响。

2018年，中国也让投资者感到担忧。中国金融体系去风险和去杠杆化的实验严重影响了经济增长和市场人气。尽管投资者认识到中国经济增长仍处于长期减速过程中，但2018年的减速速度令人担忧。在外汇市场上，人民币相对于美元处于压力之下，这表明中国因经济增长放缓而面临外流压力。

图2:美国房地产市场:销售活动

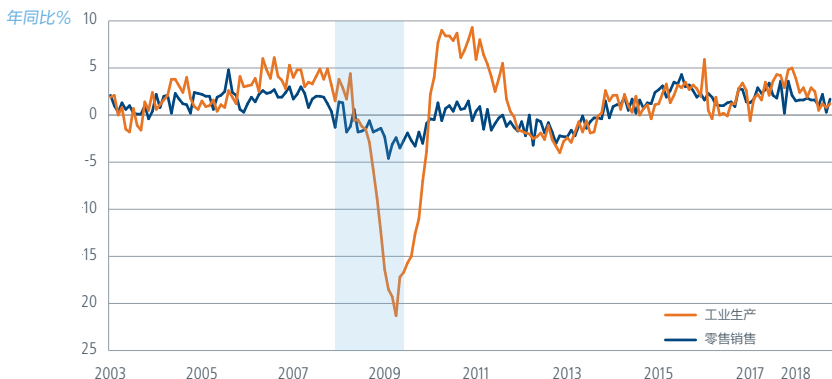
美国现房和新房销售。经季节性调整的年化水平。



资料来源:万信投资(彭博社提供美国人口普查局数据) 阴影区域:美国经济衰退

图3:欧元区零售和工业生产

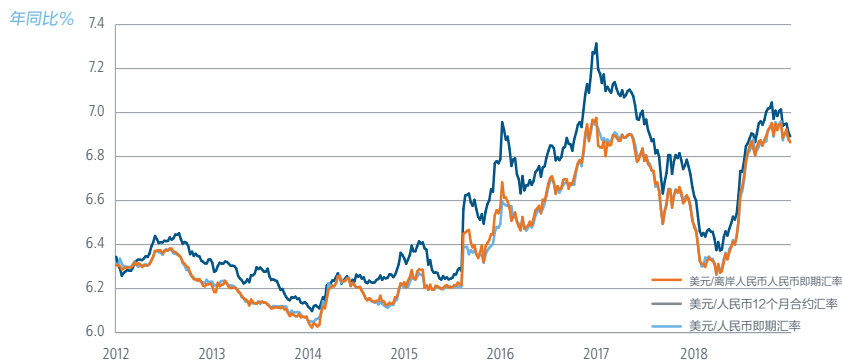
欧元区零售额和工业产值(不含建筑业)同比变化



来源:万信投资(彭博社提供欧洲统计局数据) 阴影区域:美国经济衰退

图4: 美国美元对人民币

人民币/美金



资料来源:万信投资(彭博社数据) 阴影区域:美国经济衰退

对全球贸易的担忧

特朗普总统上任后,曾试图改革美国国际贸易关系,他认为美国受到了贸易伙伴,尤其是中国的不公平对待。虽然美国与加拿大和墨西哥就北美自由贸易协定的未来的贸易争端得到了解决,中美紧张关系在2018年没有完全缓解,可能会持续到2019年。

利率上升

全球增长放缓和贸易紧张等宏观经济主题通常会支持发达市场政府债券,但在2018年,情况并非如此,因为债券和股票之间的相关性在现在的大部分时间里从负相关向正相关转变。其原因包括一些中央银行,包括美联储(Fed)和加拿大央行(BoC),决心使利率正常化。2018年,美联储的两次加息和中国银行的三次加息对北美收益率曲线的前端施加了持续的上行压力。

总体而言,今年实现的和预期的通货膨胀指标有所增加。例如,由于就业增长强劲和美国劳动力市场紧缩,工资通胀开始显著上升。这些因素帮助支撑了债券收益率,尽管股票市场上的风险时有爆发。

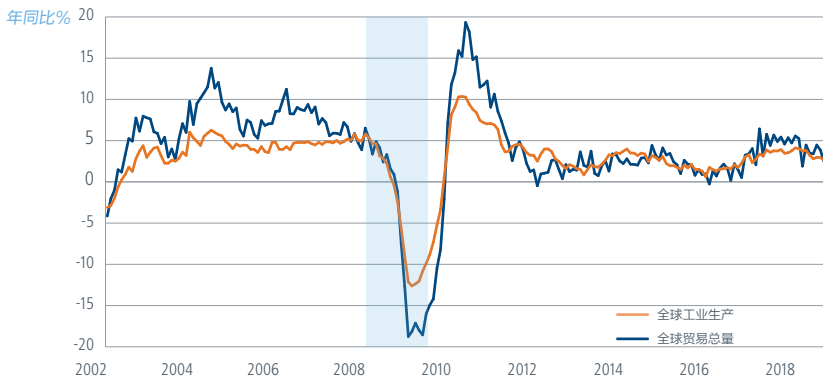
加拿大

2018年,标准普尔/多伦多证券交易所综合指数S&P/TSX Composite Index的总回报率下降了8.9个百分点。加元兑美元汇率下跌7.8%。能源敞口对加拿大来说是一个负面因素,因为原油价格在2018年下半年大幅下跌。加拿大西部精选原油和西德克萨斯中质原油之间的价差对加拿大石油构成了进一步的负面影响。

与此同时,加拿大10年期政府债券在年内大幅升值,但幅度不及美国。中国银行在年内将利率上调75个基点,表明其将逐步实现利率正常化。

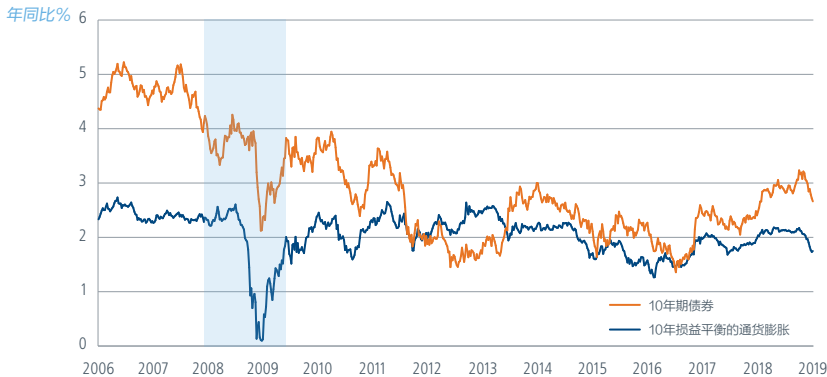
加拿大经济在2018年实现了扩张,但在强劲的2017年之后回落到更正常的水平(年化增长率接近2%)。随着失业率接近充分就业的水平,就业增长放缓。加拿大央行的核心通胀指标在今年大部分时间里都徘徊在2%左右,这表明经济运行处于或接近潜在水平。

图5:全球贸易和工业生产量的增长
世界出口和世界知识产权, 同比增长



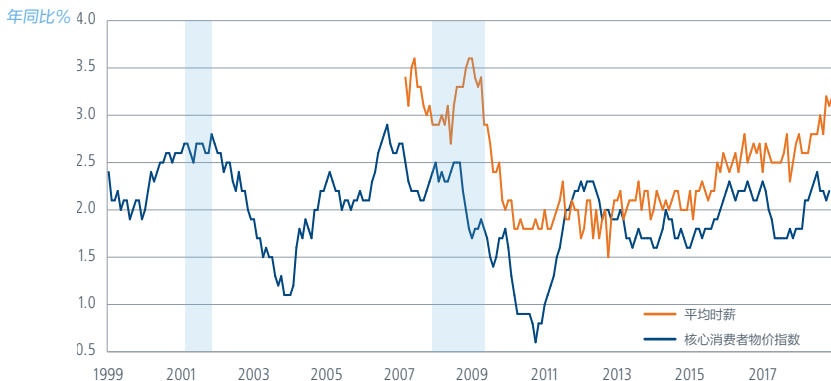
数据来源:万信投资(彭博社提供加拿大国家统计局数据) 阴影区域:美国经济衰退

图6:美国债券收益率与通胀预期之比
10年期国债收益率vs10年期损益平衡通胀率



资料来源:万信投资(彭博社数据) 阴影区域:美国经济衰退

图7:美国工资增长与核心通货膨胀的关系
美国平均时薪和核心通胀, 同比变化百分比



资料来源:万信投资(彭博社数据) 阴影区域:美国经济衰退

美国

从市场和经济角度看,美国在2018年的表现优于其他国家。标准普尔500指数总回报率为4.4, 高于欧洲和亚洲市场。美元兑一篮子发达市场货币升值4.2%, 但在更广泛的贸易加权基础上升值7.6%。这反映出美国企业的收益增长有所改善, 其他发达国家或新兴经济体相比, 美国经济的抗风险能力有所增强。

受经济持续增长和实际收益率高于通胀预期的影响, 美国10年期国债收益率年内上涨约28个基点。美国政府预算赤字扩大及相关债券发行增加, 提振了公债供应, 当时美联储允许其在量化宽松政策下购买的部分公债到期。

美国经济表现出了对贸易紧张和利率上升的弹性, 在2018年第二和第三季度的年化增长率分别为4.2%和3.5%。

然而, 接近年底时, 出现了几个经济放缓的迹象:企业资本支出减少, 住房等对利率敏感的行业感受到利率上升的压力。制造业增长在年中左右见顶。消费者信心也在这一年达到顶峰。

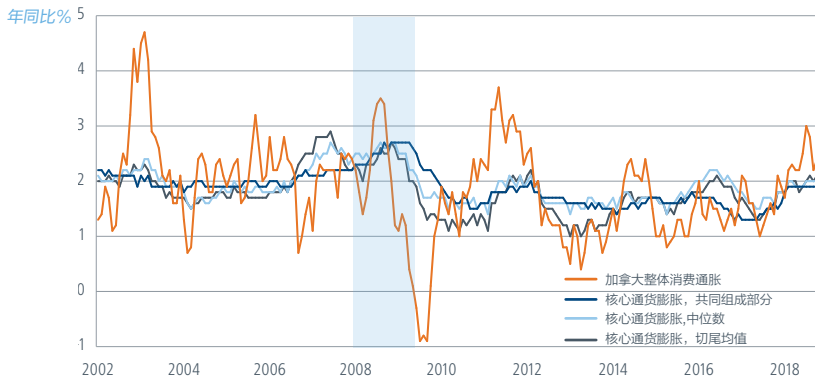
欧洲

2018年欧洲斯托克50指数下跌10.1%。欧元对美元下跌了4.5%。有几个因素对欧元区资产产生了负面影响。今年初, 市场认识到该单一货币区的成长和盈利预期过高。全球贸易紧张加剧了欧元区此前的增长放缓。

今年3月, 意大利大选产生了一个悬浮议会, 并就组建政府进行了数周的谈判。在增长放缓的背景下, 意大利资产仍面临压力, 并拖累欧洲市场。

图8:加拿大通货膨胀指数

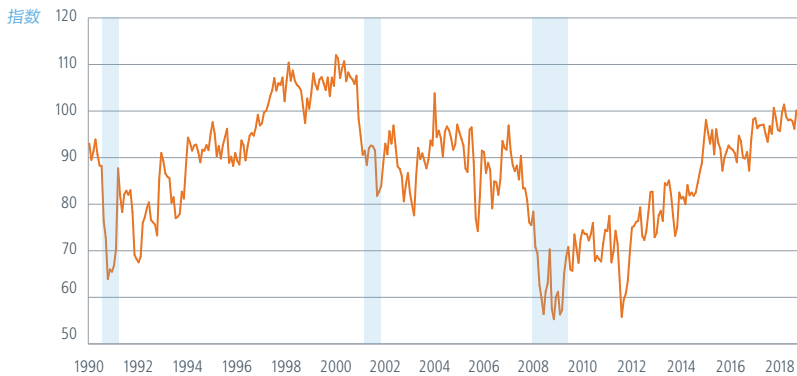
加拿大核心通货膨胀指标和通货膨胀趋势, 同比百分比



数据来源:万信投资(彭博社提供加拿大国家统计局数据) 阴影区域:美国经济衰退

图9:美国消费者信心

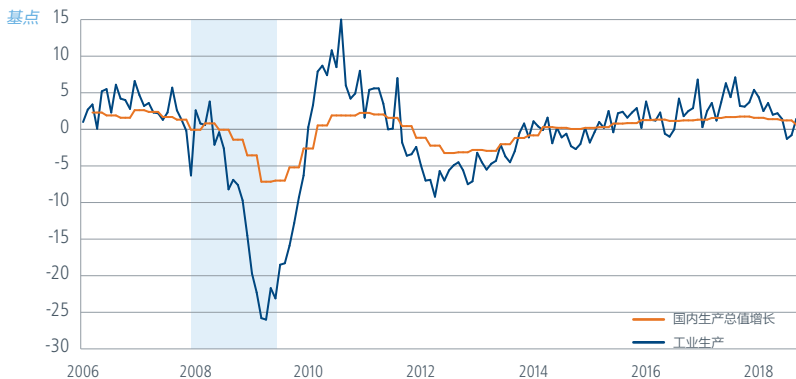
密歇根大学消费者信心指数



来源:万信投资(彭博社提供密歇根大学数据) 阴影区域:美国经济衰退

图10:意大利工业生产和国内生产总值增长

%



资料来源:万信投资(彭博社提供Istat数据) 阴影区域:美国经济衰退

英国

2018年, 富时100指数下跌8.8%, 英镑兑美元下跌5.6%。今年大部分时间里, 英国和欧盟之间的协议一直在变化, 英国首相特里萨·梅(Theresa May)试图安抚她所在的保守党核心小组中支持英国脱欧的一派, 同时就一项能让剩余欧盟成员国满意的协议进行谈判。

同时, 英格兰银行将银行利率从0.5%提高到0.75%。与欧洲贸易伙伴一样, 英国经济在2018年全年失去了增长动力, 制造业增长稳步下滑, 实际GDP增长率依然低迷。

日本

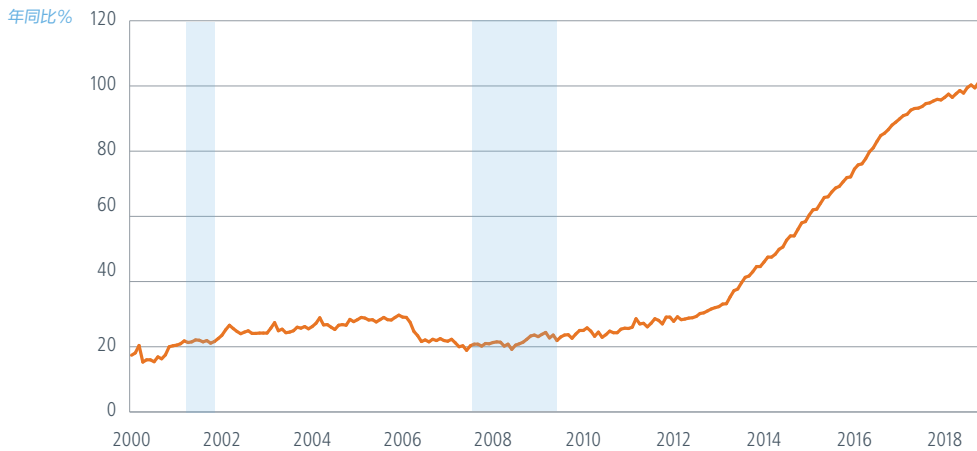
日经225指数下跌10.4%, 日元兑美元汇率基本持平。尽管日本股市有着严重的周期性和出口型构成, 但其表现仍优于欧洲股市, 主要原因是日本避免了去年欧洲出现的政治和政策灾难。虽然全球贸易放缓和中国的困境对日本来说是挑战, 但日本企业相对强劲的盈利对市场表现做出了积极贡献。尽管全球经济放缓, 日本国内生产总值连续两个季度出现负增长, 但日本央行持续(尽管是逐渐减少)的货币宽松政策, 为改善金融环境做出了贡献。

中国

2018年, 上证综合指数下跌22.7%, 人民币兑美元汇率下跌5.3%。中国与美国的关系不断恶化, 导致包括大型资本化股票在内的数种中国资产价格表现不佳。曾在2017年受到市场青睐的中国科技企业, 在2018年因中国经济增长恶化和全球贸易紧张加剧而步履维艰。

与此同时, 中国金融体系的风险化解和稳定国内信贷的改革对基础设施投资、工业生产和零售销售产生了负面影响。今年第三季度, 中国实际GDP年化增长率降至6.5%, 与政府目标一致, 但处于10年来的最低水平。

图11:日本银行资产负债表占GDP的百分比
日本央行总资产占GDP的百分比



来源:万信投资(彭博社提供日本银行数据) 阴影区域:美国经济衰退

新兴市场

摩根士丹利国际资本新兴市场指数在2018年下跌了14.5%。新兴市场在2018年经历了一系列小规模危机。早些时候,阿根廷(从技术上讲是一个前沿市场,但也是一个吸引“热钱流动”的市场)的事态发展给投资者带来了负面影响。尽管阿根廷在2017年表现出色,但该国央行在通胀上升、投资者信心下降以及比索和国内股市暴跌的背景下,仍在降息。

今年夏天,投资者的注意力转向了土耳其。围绕美国牧师被拘留、油价上涨、经常项目赤字不断扩大以及政治干预货币政策的争议造成了不利局面,从5月到8月,里拉兑美元汇率暴跌44%。

去年第四季度,墨西哥成为人们关注的焦点,新任总统取消新机场计划的决定动摇了投资者的信心。从8月底到11月底,墨西哥股市暴跌了30%。

总体而言,2018年美元走强对新兴市场来说是个问题。不过,随着摩根士丹利国际资本新兴市场指数企稳,甚至略好于标准普尔500指数,这类资产的命运在10月前后开始发生转变。随着估值变得更具吸引力,投资者似乎正逐渐回归新兴市场。 ■

中文译本仅供参考,以英文本为准。

For Advisor Use Only. No portion of this communication may be reproduced or distributed to the public as it does not comply with investor sales communication rules. Mackenzie disclaims any responsibility for any advisor sharing this with investors.

Commissions, trailing commissions, management fees and expenses all may be associated with mutual fund investments and the use of an asset allocation service. Please read the prospectus of the mutual funds in which investment may be made under the asset allocation service before investing. The indicated rates of return are the historical annual compounded total returns assuming the investment strategy recommended by the asset allocation service is used and after deduction of the fees and charges in respect of the service. The returns are based on the historical annual compounded total returns of the participating funds including changes in unit value and reinvestment of all distributions and does not take into account sales, redemption, distribution or optional charges or income taxes payable by any security holder in respect of a participating fund that would have reduced returns. Mutual funds are not guaranteed, their values change frequently and past performance may not be repeated.

This document includes forward-looking information that is based on forecasts of future events as of December 31, 2018. Mackenzie Financial Corporation will not necessarily update the information to reflect changes after that date. Forward-looking statements are not guarantees of future performance and risks and uncertainties often cause actual results to differ materially from forward-looking information or expectations. Some of these risks are changes to or volatility in the economy, politics, securities markets, interest rates, currency exchange rates, business competition, capital markets, technology, laws, or when catastrophic events occur. Do not place undue reliance on forward-looking information. In addition, any statement about companies is not an endorsement or recommendation to buy or sell any security.

The content of this magazine (including facts, views, opinions, recommendations, descriptions of or references to, products or securities) is not to be used or construed as investment advice, as an offer to sell or the solicitation of an offer to buy, or an endorsement, recommendation or sponsorship of any entity or security cited. Although we endeavour to ensure its accuracy and completeness, we assume no responsibility for any reliance upon it.

Index performance does not include the impact of fees, commissions, and expenses that would be payable by investors in the investment products that seek to track an index. Unlike mutual funds, the returns and principal of GICs are guaranteed.