

关税形势与美联储举措

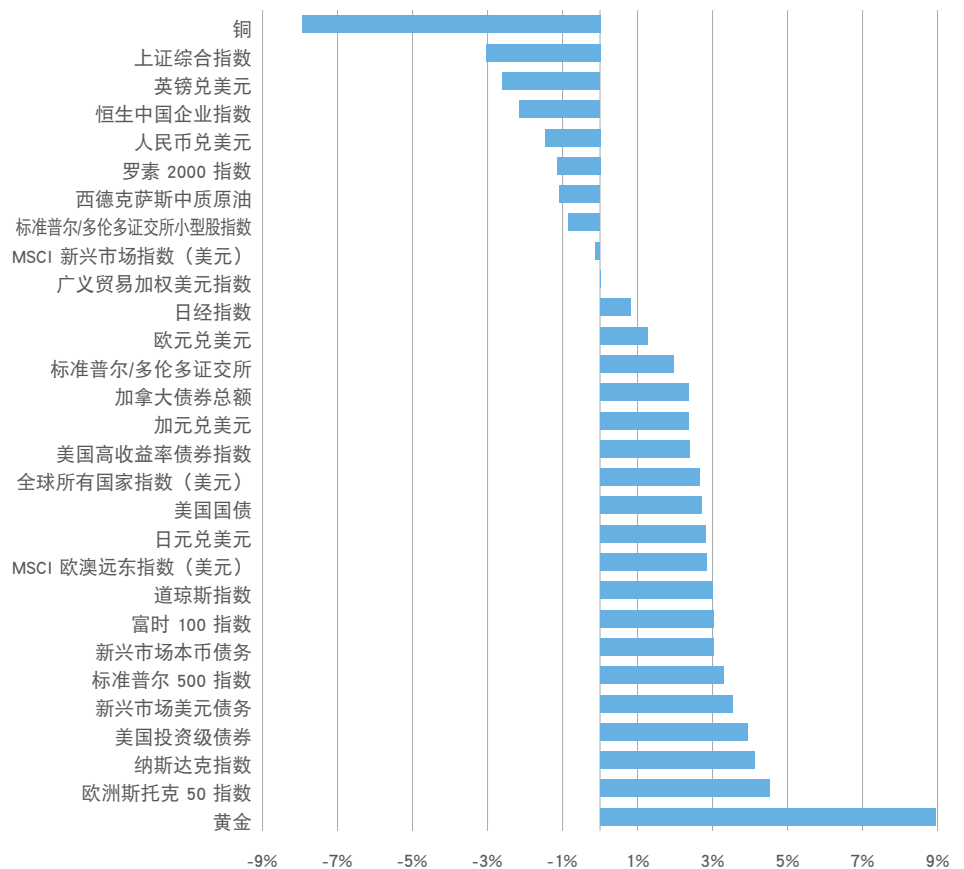


Alex Bellefleur
经济学硕士、
注册金融分析师
首席经济学家兼策略师
万信多元化资产
策略团队

第二季度波折不断，但局面还不算差

如果说今年第一季度的资产价格呈直线上升，第二季度的变动则更加曲折。美国股市在第二季度依旧维持正向走势，但在整个过程中出现大幅波动。尽管股市在第二季度结束时有所上涨，但美国标准普尔 500 指数较六月初的高点下跌 8%，几乎进入回调阶段。此外，全球资产价格在第二季度的表现并不一致，资产类别与中国增长局势和全球贸易（铜、中国股市）表现不佳紧密相连。

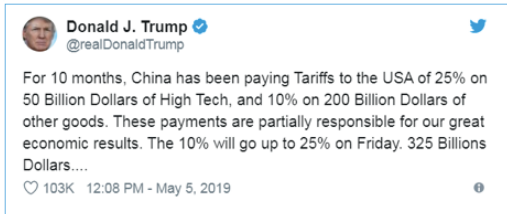
2019 年第二季度总回报率 (%)



数据截至 2019 年 6 月 27 日

关税侠再次出击！

这主要与“关税侠”特朗普于5月5日发表的两条推特有关，他的举动引发全球市场震荡，并反映了该季度（也可能是整个下半年）的关键特征：



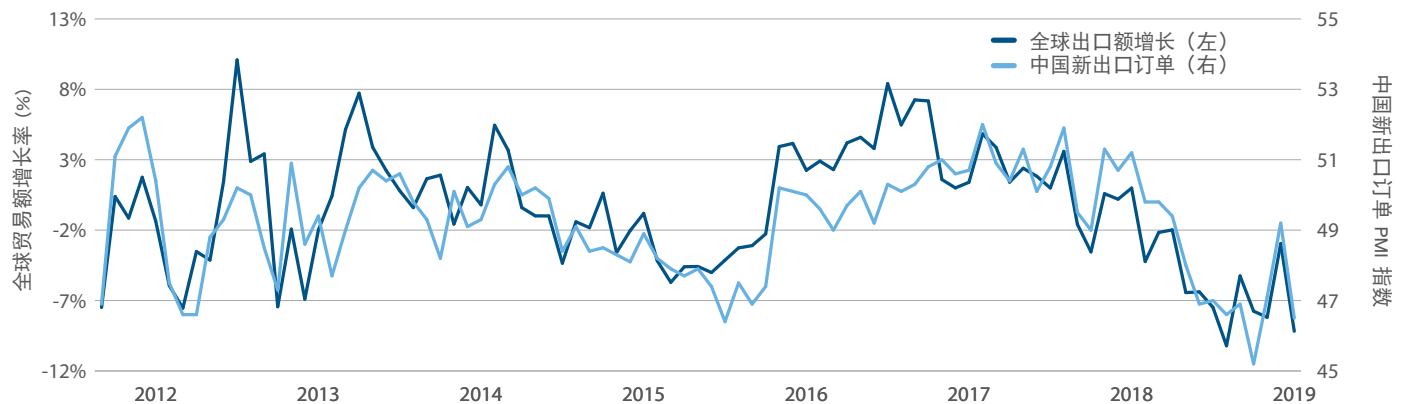
中美之间将要在五月达成全面的贸易协定，这一设想曾促进第一季度风险偏好反弹，而这两条推特让实现这一设想的可能性更加难测。尽管在未来数周或数月仍有可能达成协定，但我们认为协定不大可能满足美国列出的一长串要求，例如知识产权保护和贸易协定实施机制等方面的要求。我们还认为，无论谁在2020年美国总统选举中胜出，中美双边关系都不大可能恢复到2017年以前的局面。中国官媒在提及美国的贸易要求时，使用了“羞辱”一词，表明两国的双边关系在一定程度上出现了无可挽回的裂痕。因此，必须慎重对待贸易战可能对商业信心造成的打击和对供应链的干扰。

中国的应对

中国在全球贸易困境中持续实现平庸的增长。我们还认为，中国不大可能实施2009年和2016年那样的大规模经济刺激计划来应对全球经济低迷。部分原因在于中国致力于去杠杆化、去风险化以及整体从以基础设施为重心、由债务驱动的增长模式转移到偏向国内消费驱动的经济。

中国对全球贸易的敏感度

世界出口额与中国新出口订单百分比 (%)



资料来源：万信投资（CPB、中国物流联合会数据（通过彭博社提供））

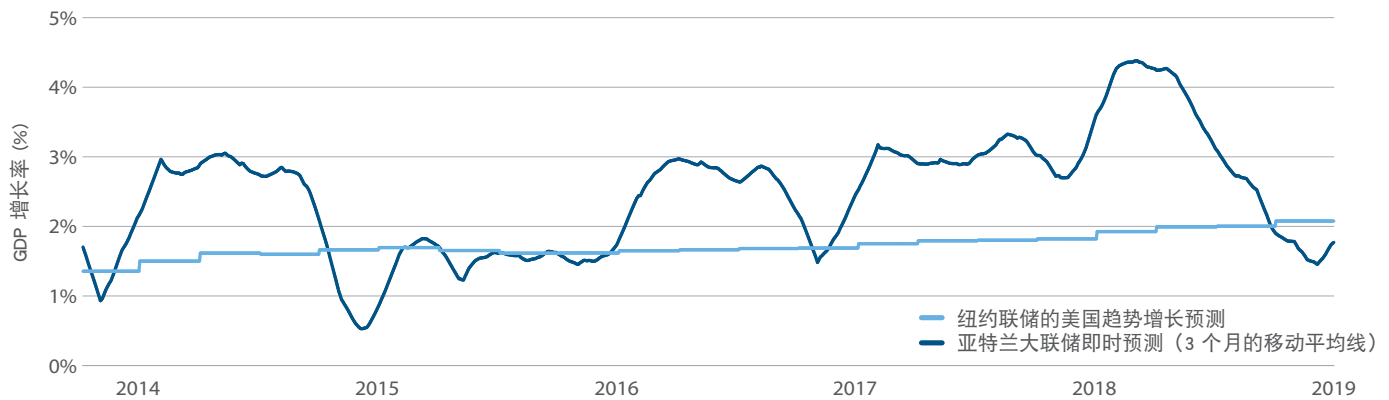
但我们还认为，如果与美国的形势进一步恶化，中国决策者将保持充分的灵活性，放宽政策并设定增长下限。为支持增长，可在货币和财政上实施针对性措施。在此背景下，我们认为中国在未来数月不会给市场带来较大幅度的负面消息。

美国周期：软着陆抑或衰退？

市场面临的关键问题是：对于总量高达 21 万亿美元、主要由内需驱动的美国，贸易战是否足以撼动其经济？最近，越来越多观察家基于贸易问题和内需疲软的迹象，提出对衰退的忧虑。我们的看法略有不同：相对于美国经济会突然陷入衰退的看法，我们认为美国当前的低迷是对于美联储近几年政策收紧而作出的正常滞后反应。人们通常认为，货币政策的影响存在“长期多变的滞后效应”。在过去两年，美联储加息 200 个基点，且其资产负债表规模占国内生产总值 (GDP) 的百分比下降 5 个百分点。这些举措并没有值得嘲讽之处，特别是在没有巨大通胀压力的形势下。因此，在这类紧缩举措，特别是去年财政刺激计划导致增长爆发后，美国经济进入休整期实属正常。

美国当前增长与趋势预测

亚特兰大联储当前 GDP 与纽约联储趋势增长预测对比



资料来源：万信投资（亚特兰大联储、纽约联储数据（通过彭博社提供））

事实上，增长似乎与 2016 年末的水平相近，当时美联储在一年的停滞后又重新实施紧缩政策。现在的不同之处在于美联储的紧缩政策似乎过度，且中央银行似乎正处于向宽松周期转变的过程。同样值得注意的是，以往美联储降息都不会一步到位，而是分几次进行。美联储改变看法是支持我们自 2 月以来策略性增持股票的重要原因，因为美联储这一关键机构为风险资产创造了更为有利的环境。

整体而言，综合考虑影响美国经济的有利和不利因素后，其经济呈现出微妙的局面，但我们认为美国经济倾向于持续增长。尽管有贸易相关的忧虑，以上结论仍然是我们未来数月的投资基础。

美国经济：利弊

不利因素	有利因素
历史上反向收益率曲线曾引发问题	房地产市场目前在软着陆
制造业失去增长势头	低利率将刺激住房按揭贷款再融资和房地产交易活动
资本性支出/耐用品周期滚动	美联储可能进一步放宽政策
汽车销售额最多只能持平	劳动力市场内部（离职率、职位空缺）依旧稳固
大宗商品价格下跌意味着全球需求疲软	消费者财务状况依旧良好
贸易局势依旧动荡	低通货膨胀意味着几乎不会有过度或过热问题
劳动力市场增长（新工作岗位）缺乏动力	信贷市场富有弹性；银行仍然愿意向企业/家庭提供贷款

全球通胀消失的局面

虽然美国经济增长与趋势相近，通胀压力已显著减少。放眼全世界，通胀（不论是已成事实还是预测）均有所下降。在此背景下，我们有关债券市场吸引力的部分指标大幅改善，且我们在第二季度增持了固定收益资产。再说，较之我们在过去几年观察到的紧缩政策效果，美联储正在放宽政策可能会对固定收益回报产生更有利的影响。

没有通胀的情况在欧元区甚至更为明显。欧洲持续面临通缩压力，是多元化资产策略团队长期持有的看法，因此，相对于更广泛的一篮子货币，我们减持欧元，该立场目前保持不变。我们对欧洲通胀持悲观看法，因此，我们最近在另类投资策略（万信多策略绝对回报基金和万信全球宏观资金）上利用了德国政府债券收益率从低位进一步下降的情况。我们依旧认为欧洲中央银行将无法让其货币政策正常化，实际上可能需要在接下来的季度进一步实施宽松政策。我们认为，这会导致相对于加元和美元等其它货币，欧元将继续处于不利境地。

除了以上对于通胀和利率的策略性看法，第二季度给投资者的启发是，要在不同的经济形势下构建强劲的投资组合，债券和期限发挥着关键作用。即使是在低收益率的环境中，为更为动荡的时期持有政府债券也有一定价值，因为它们比以股票为主的投资组合更为多样化。

共同基金投资可能涉及佣金、后续佣金、管理费用及开支。投资前请细阅招股章程。共同基金并不获保证，且价值会经常变动，过往业绩也可能不会重现。

本文件可能载有前瞻性信息，这些信息反映了我们或第三方对未来事件的当前预期或预测。前瞻性信息本质上受限于风险、不确定性和假设等情况，可能会导致实际结果与本文件的内容有重大差异。这些风险、不确定性和假设包括但不限于一般经济、政治和市场因素、利率和汇率、股票和资本市场的波动、商业竞争、技术变革、政府法规变动、税法变动、意外的司法或监管程序和灾难性事件。请审慎考虑这些因素和其他因素，并切忌过度依赖前瞻性信息。本文件所载的前瞻性信息仅截止至2019年6月27日。在任何情况下，都不应期待有关信息将会由于新信息、形势变化、未来事件或其他原因而更新、补充或修正。

本文件的内容（包括事实、观点、意见、建议、产品或证券的描述或参考）不应用作或诠释为投资建议、或作为出售要约、或征求购买要约、或用作所提及的任何实体或证券的举荐、建议或赞助。虽然我们力求准确和完整，但我们不对因依赖本文件内容而产生的任何后果承担责任。