

關稅形勢 VS 聯儲局措施



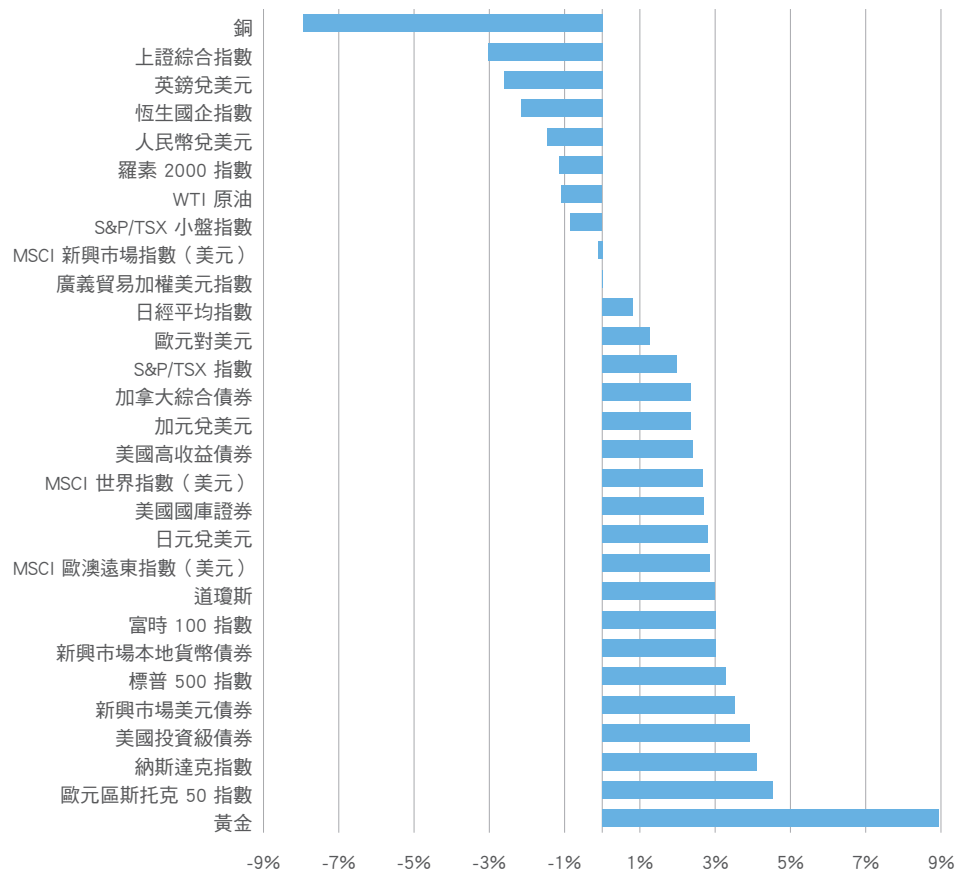
Alex Bellefleur，
經濟學碩士，
特許金融分析師

首席經濟師兼策略師，
萬信多元資產策略團隊

本季度雖然崎嶇不穩，但卻非形勢惡劣

若說資產價格在本年首季直線上升，那麼第二季的路線則應該是較為迂迴曲折。這一季，美股雖然仍能維持走勢向好，但過程中跌宕甚大。即便美股於季尾停留於正面區，但標普 500 指數仍在六月初某些時候自高位下跌 8%，幾乎跌入回調區。此外，全球資產價格並未在第二季表現一致，與中國內地增長情況和全球貿易（銅、內地股票等）掛鈎的資產級別表現也未如理想。

2019 年第二季總回報率 (%)



資料以 2019 年 6 月 27 日當時為準

關稅俠再次出擊！

這很大原因是由於「關稅俠」特朗普在 5 月 5 日發出的兩篇推特貼文，導致全球市場大為震驚，使得該季度（也許包括本年餘下時間）展現的未來趨向明朗：



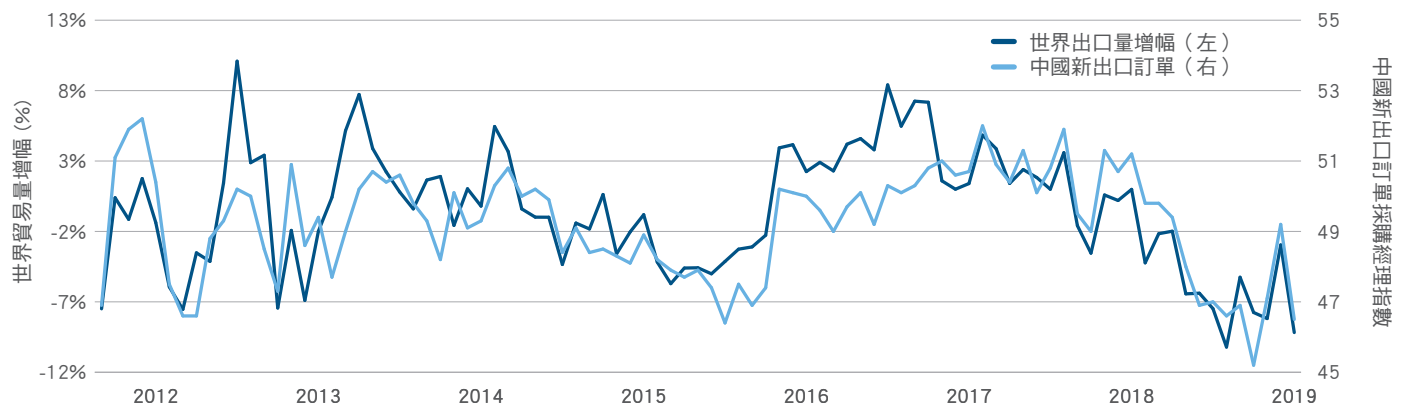
市場原本憧憬，中美即將於五月份達成綜合貿易協議，但這些貼文一出，頓時令促使第一季風險反彈的這一假設變得搖搖欲墜。儘管協議仍可能於未來數週或數月內達成，但在我們看來，有關協議似乎不大可能滿足美國的一長串要求，這些要求包括保障知識產權，以及貿易協議執行機制等等。我們亦認為，無論誰勝出 2020 年美國總統大選，中美雙邊關係都不大可能恢復至 2017 年前的狀態。而內地官媒用上「羞辱」一詞來形容美國的貿易需求，也使我們認為中美雙邊關係已出現不可修復的裂痕。有鑒於此，我們必須認真看待貿易戰對商業信心造成的潛在傷害，以及對供應鏈帶來的破壞。

中國的回應

在全球貿易環境艱難的情況下，中國不斷公佈的增長數字毫無驚喜。我們認為中國不太可能像 2009 年和 2016 年般，針對全球經濟增長放緩，再度採取大規模的振興經濟措施。其中的部分原因是因為，內地政府致力推動去槓桿化並降低風險，逐步遠離以基建為重心、由債務所推動的經濟增長模式，轉為建立以內需為動力的經濟體系。

中國對全球貿易的敏感度

世界出口量與中國新進口訂單百分比 (%)



資料來源：萬信投資 (CPB, 中國物流與採購聯合會；資料經由彭博取得)

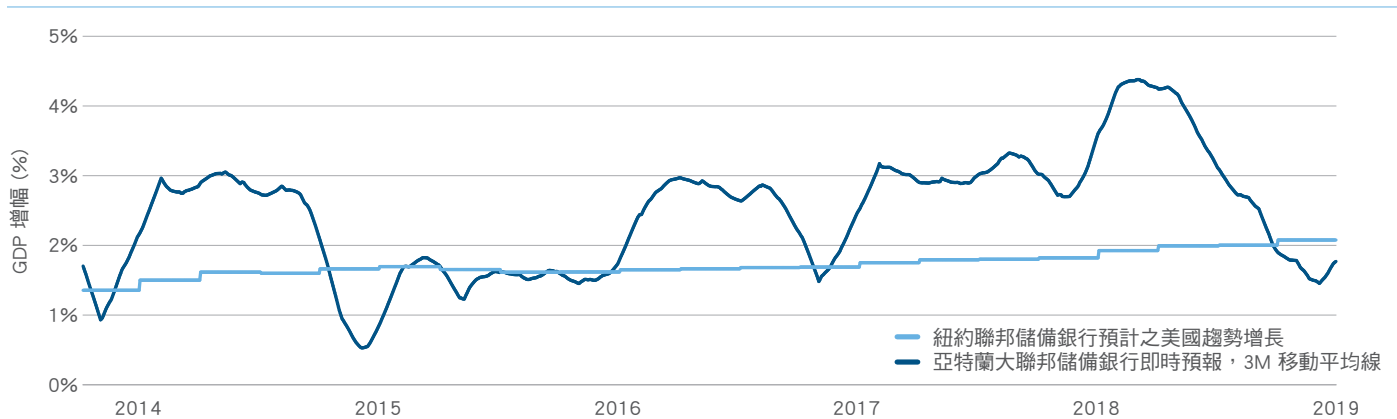
但我們也認為，中國政策制定者對寬鬆政策保留有足夠的靈活性，為增長做好了最壞情況的打算，以應對萬一與美國關係進一步惡化的情況。他們可於貨幣及財政方面採取針對性措施，從而為經濟增長提供支援。因此，我們不認為中國會在接下來數月出現震驚市場的大規模負面變化。

美國週期：軟著陸或經濟衰退？

市場對中美貿易戰的主要疑問是：貿易戰是否足以傾覆美國經濟——這個市值 21 兆美元、主要由本國內需所推動的經濟體？最近，由於一連串貿易問題與本地經濟疲弱的訊號帶來的影響，越來越多觀察者提出了出現經濟衰退的憂慮。然而，我們的觀點稍有不同：與倏忽間陷入衰退正好相反，我們將現時美國經濟增長放緩，詮釋為聯儲局過去幾年收緊政策的正常延期反應。人們常說：貨幣政策的效用發揮「有漫長且充滿變數的延遲」。過去兩年間，聯儲局將利率提高了 200 個基點，並將其相對於 GDP 的資產負債表規模縮窄了 5 個百分點。這些措施不應被嗤之以鼻，尤其是在欠缺實質通脹壓力的前提下。故此，在推行這些緊縮措施後，特別是經歷去年因財政振興措施而導致極速增長後，美國經濟稍稍放緩一下，實在是正常不過。

美國對目前增長的預測 vs 趨勢

亞特蘭大聯儲銀行現時 GDP vs 紐約聯儲銀行預測的趨勢增長



資料來源：萬信投資（亞特蘭大聯儲銀行、紐約聯儲銀行；資料經由彭博取得）

事實上，增長似乎大約處於 2016 年底的水平——當時聯儲局在時隔一年之後，恢復了其緊縮措施。如今差別在於聯儲局的緊縮措施似乎快將終結，而央行也似乎正著手安排進入寬鬆週期。另外，還有一點很值得注意，那就是歷史上每當聯儲局削減的時候往往都不止一次，而是多次。聯儲局這番思想變化，對我們自二月份起實施的策略性增持股票之舉，實為一支重要的強心針，這是因為聯儲局的策略轉向為風險資產營造出更為正面的環境。

整體而言，目前影響著美國經濟的各種正負力量顯示出了微妙的局面，儘管我們仍然認為傾向持續增長。縱使關乎貿易的恐懼確實存在，這仍會是我們在未來數月的個案基礎。

美國經濟：正反觀點

負面因素	正面因素
過去，倒掛收益率曲線曾引發問題	軟著陸目前正於房屋市場上演
製造業缺乏增長勢頭	低利率會刺激按揭貸款重組及房屋活動
資本支出/耐用品週期輪換	聯儲局或有可能推出更多寬鬆措施
汽車銷售最佳情況維持平穩	勞動市場內部數據（離職率、新職位開放）維持穩定
商品價格下跌，顯示全球需求疲弱	消費者財務定位仍屬有利位置
貿易狀況動蕩如舊	低通脹顯示過剩甚少或無經濟過熱情況
勞動市場改善措施（職位創建）失去動力	信貸市場保持彈性；銀行仍願意借貸予公司/家庭

全球通脹消失局面

當美國經濟增長緊貼趨勢發展的時候，通脹壓力便大幅下滑。綜觀全球，通脹（不論是已成事實或純為預測）均有所下跌。在此情況下，我們部分債券市場吸引力指標出現了可觀的提升，我們亦在第二季增持了固定收益資產。同樣，由於聯儲局趨向推出寬鬆措施，相對於過去幾年的緊縮政策而言，這對固定收益回報更為有利。

通脹無存的情況在歐元區更為明顯。歐洲的通縮壓力不斷持續，已成多元化資產策略團隊長久以來的觀點，我們透過在眾多貨幣中減持歐元來表達此觀點，如今情況依然未變。最近，我們亦透過利用德國政府債券收益率的下滑（該債券的收益率原先就很低，後來更是進一步下跌）在我們的另類投資策略（萬信多元化資產策略絕對回報基金及萬信全球宏觀基金）中表達了對歐洲通脹的悲觀想法。我們依然認為歐洲央行將無法使其貨幣政策常規化，事實上他們可能需要在接下來的季度進一步推出寬鬆措施。我們認為，這對於歐元相對其他貨幣（如加元和美元）來說，依然並非有利之舉。

除了上述對通脹和利率的策略觀點外，第二季亦提醒了投資者，債券和持續性在構建可安然應對不同經濟情況的投資組合時所擔當的關鍵角色。即時在低收益率環境中，持有政府債券對於這些更加浮動的時期來說仍頗具價值，因為這些債券相比起股票帶動的投資組合，更能持續帶來有效的風險擴散。

互惠基金投資可能涉及佣金、隨後佣金、管理費用及開支。投資前請先閱讀招股簡章。互惠基金並不獲保證，其價值會經常變動，過往業績亦可能不會重現。

本文件可能含有前瞻性資訊，這些資訊反映了我們或第三方目前對於未來事件的期望或預測。前瞻性資訊本質上會受風險、不確定因素、假設及其他事項所影響，可能導致實際結果與此處所述情況有本質上的區別。這些風險、不確定因素及假設包括但不限於一般經濟、政治及市場因素、利率和外匯兌換率、股票和資本市場的波動、商業競爭、技術變化、政府條例變更、稅務法律變更、意料之外的司法或監管聆訊，以及災難事件。請慎重考慮上述和其他因素，切勿毫無保留地依賴前瞻性資訊。此處所載的前瞻性資訊僅以2019年6月27日當時為準。任何情況下，皆不應期望該等資訊因取得新資訊、情況有變、未來事件或其他原因而獲得更新、補充或修訂。

本文件的內容（包括事實、觀點、意見、建議、產品或證券的描述或參考），不應用作或詮釋為投資建議、或作為出售要約、或徵求購買要約、或用作所提及任何實體或證券之舉薦、建議或贊助。雖然我們力求準確及完整，但對任何對之依賴者並不負任何責任。