

2019 年第一季度的预期: 政体改变



Alex Bellefleur
万信投资首席经济学家兼策略师



Alain Bergeron
万信投资多元化资产配置团队负责人

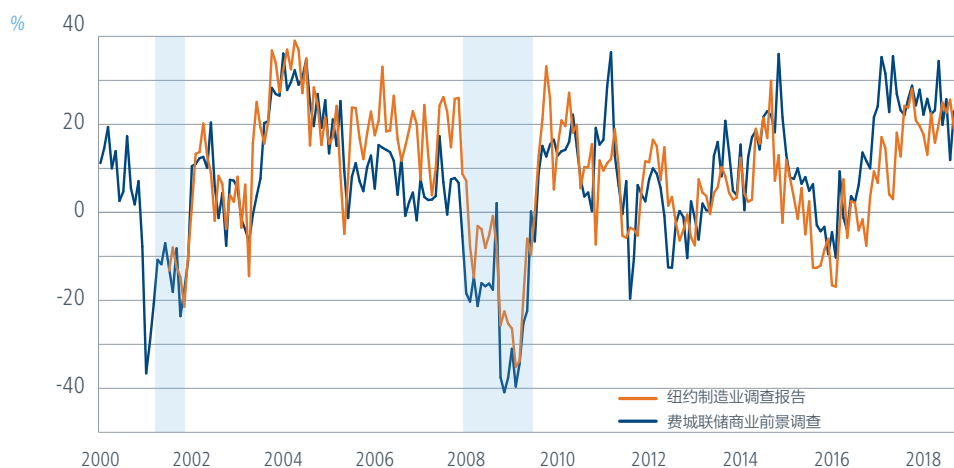
市场回顾

在股市经历了一段长时间的平静和普遍上升趋势后，2018年在2月、10月和12月连续发生了三次猛烈的抛售，造成了剧烈的波动。通胀的逐步回归是2018年前三个季度的一个重要主题，但第四季度反通胀之风又开始刮起，原油价格的大幅下跌在货币和债券市场引发了涟漪效应。摩根士丹利资本国际指数(MSCI ACWI Index)第二季度以本币计价下跌13.2%，以加元计价下跌7.2%。值得注意的是，美国标准普尔500指数表现不佳，在第四季度下跌14.2%，扭转了过去几年表现优于大盘的趋势。彭博巴克莱全球债券综合指数对冲加元上涨1.7%，加拿大债券表现更好，上涨2.3%。

展望及策略

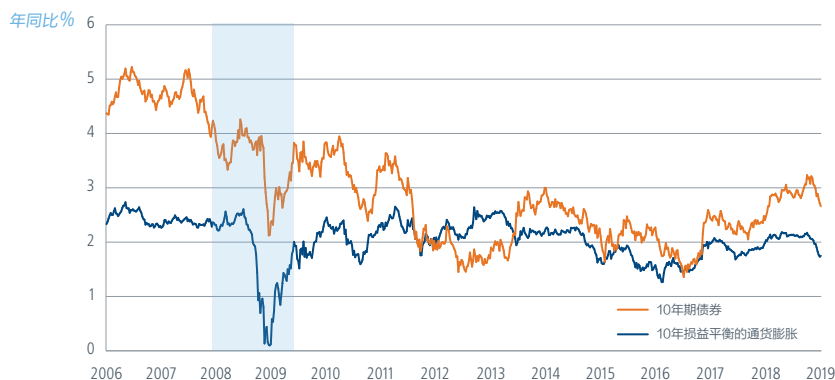
正如我们在前几个季度所指出的，全球经济增长正在减速。美国是最后一个出现这种增长减速的主要经济体，因为它首先出现在新兴市场，然后出现在欧洲和亚洲的发达市场。直到不久前，美国的抗跌能力还支撑着美国资产相对于世界其他地区的出色表现。随着美联储(Federal Reserve)收紧货币政策的行动日益深入，对利率敏感的经济领域已经开始放缓。尤其值得注意的是，房地产行业的活动已大幅放缓。制造业的增长指标也开始回归现实，表明在经历了强劲的2018年之后，美国的增长正与世界其他国家一道放缓。

图1:美国地区制造业增长
美联储地区制造业增长指数 扩散指数



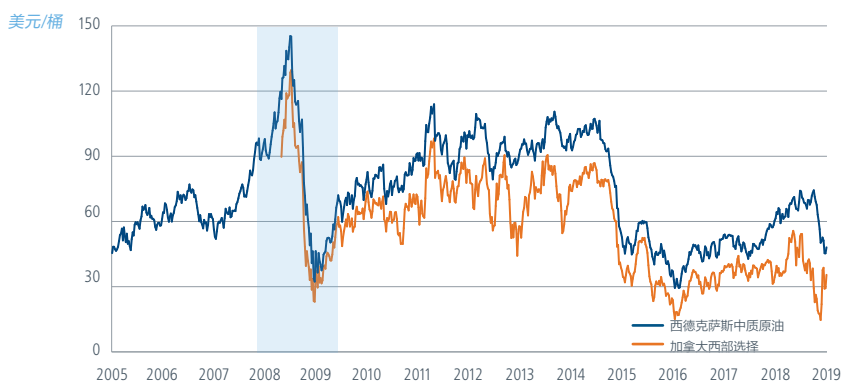
资料来源:万信投资 (Datastream提供费城和纽约联储数据) 阴影区域:美国经济衰退

图2:美国债券收益率与通胀预期比较
10年期国债收益率与10年期损益平衡通胀率比较



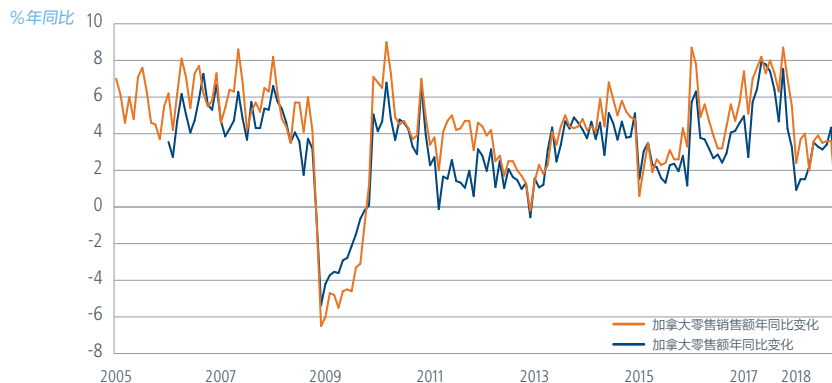
资料来源:万信投资(彭博社数据) 阴影区域:美国经济衰退

图3:加拿大西部精选原油和西德克萨斯中质油之间的差距
每桶原油



资料来源:万信投资公司(彭博社数据) 阴影区域:美国经济衰退

图4:加拿大名义和实际零售额
加拿大零售年同比变化、现值及2012年连锁价格指数



资料来源:万信投资公司(彭博社数据) 阴影区域:美国经济衰退

与2018年趋势相比的另一个突破是近期通胀预期的下降。

事实上,2018年第四季度债券收益率下降的主要原因是通胀预期下降。原油价格的暴跌(西德克萨斯中质油WTI在本季度下跌了40%)导致市场预期通胀前景将更加低迷。与几个月前相比,市场对美联储进一步加息的预期现在要弱得多。

加拿大的资产一直处于压力之下,由于加拿大西部精选(WCS)原油价格较低,加拿大的能源困境雪上加霜。尽管阿尔伯塔省政府削减产量的决定在一定程度上缩小了加拿大西部精选原油和西德克萨斯中质油之间的差距,但加拿大的能源敞口目前基本上仍是一个负面因素,因为油价下跌,而加拿大石油的交易价格仍低于全球基准。在这种艰难的环境下,加元兑美元在第四季度下跌了约7%,因为市场开始怀疑加拿大央行是否会立即进一步加息。

2019年第一季度展望——风险变得更加明显

除非采取进一步的财政刺激措施,我们预计2019年美国经济增长将放缓。很明显,美国经济在经历了一轮不同寻常的后期财政刺激后出现的“高糖效应”正在消失。如上所述,经济中对利率敏感的板块也在放缓。企业资本支出一年前是美国经济的强项,但现在却大幅走软。这表明,实体经济已开始感受到利率正常化的进程。我们不认为美国经济会完全收缩,但我们认为2019年的增长将远远低于2018年的水平。

我们也预计加拿大经济增长将放缓。加拿大经济已经开始了这一进程。这一点在加拿大的消费支出中表现得尤为明显,该支出已从2017年达到的较高增长水平回落至实际水平。与此同时,多伦多和温哥华的房地产市场也已见顶,表明加拿大央行的加息举措已开始在整个体系中发挥作用。我们认为,这种情况可能会持续到2019年。

中国已经突然减速，现在正在考虑实施刺激计划——这将是2019年需要关注的事情。2018年，中国经济对降低金融体系风险和杠杆的政策努力做出了负面回应。政府打击影子银行体系，导致信贷增长大幅放缓。从历史上看，在经济大幅放缓之后，中国政府往往会采取刺激措施，避免经济硬着陆，保持就业和收入增长，这是确保中国社会稳定的两个关键因素。这将表明刺激措施迫在眉睫。事实上，中国政府近几个月来一直在减税，以提振消费。然而，到目前为止，减税的效果并不明显。此外，金融体系去杠杆化和去风险化的努力，在一定程度上限制了政府刺激经济的能力。我们将在2019年初观察中国这种紧张局势的演变。就目前而言，中国似乎没有在有意义地重新加速。

欧洲仍停留在慢车道上。市场参与者曾希望，2018年能在欧洲强劲的2017年基础上发展，为更可持续的扩张打下更坚实的基础。由于欧洲经济增长乏力，市场再次感到失望。全球贸易紧张局势损害了德国等出口导向型欧洲经济体，而意大利和英国的政治不稳定则损害了国内信心。因此，一些欧洲股市指数目前处于熊市区间，对该地区的前瞻性预期远低于去年初。

2019年第一季度投资展望

万信多元化资产策略团队的主要战术观点如下：

- 资产组合:股票相对于现金的比重偏低，债券相对于现金的比重偏低。
- 外汇:相对于G5成员国货币配置，美元略有增持。

在2018年第一季度，多元化资产策略团队对股票相对于现金持中性立场。这是一个重大变化，因为自2016年第二季度以来，我们在全球股市一直持有盈利的配置。在最近的展望中，我们提到了市场中出现的几种交叉趋势，积极和消极的力量大致相互抵消。2018年10月初，多元化资产策略团队开始认为，风险平衡已转向略微负面的一面，这表明需要谨慎的资产组合。这导致我们转向股票和债券相对于现金的减持头寸。这些投资观点反映在我们的对称Symmetry投资组合、ETF投资组合、多策略绝对收益基金(MSARF)以及我们的私人财富池中。

这种变化是由几个因素驱动的。宏观经济指标虽然仍处于扩张区间，但目前显示未来增长将放缓。随着货币环境趋紧和财政刺激力度减弱，我们预计经济仍将保持增长，但将远低于2018年。我们认为，2019年的收益增长可能会放缓，从而减少宏观经济因素对股市的支撑。在股票估值方面，最近股价的下跌提高了多数指标的吸引力。然而，我们对股票估值的评估仍然有些昂贵。最后，我们的行为投资者情绪模型显示，相对于过去几年，最近的情况有所恶化。总而言之，我们认为，这为减持股票提供了理由。

在货币方面，相对于更广泛的一篮子货币，我们继续增持美元。我们对外汇的看法与市场不一致，因为多数策略师似乎预计美元将在2019年贬值。虽然我们认识到，相对于历史平均水平，美元相对于十国集团的估值似乎偏高，但我们宏观和情绪模型对美元的结果是积极的。另一方面，我们持有的欧元头寸偏少。我们仍然认为，欧元区将在增长方面面临挑战，限制欧洲央行使利率正常化的能力。我们认为，这可能会令策略师们的共识失望，他们坚持认为欧元区利率将正常化，欧元将出现反弹。 ■