

# 分歧方程式

## 年中展望

2018年6月



汇丰

# 分歧方程式

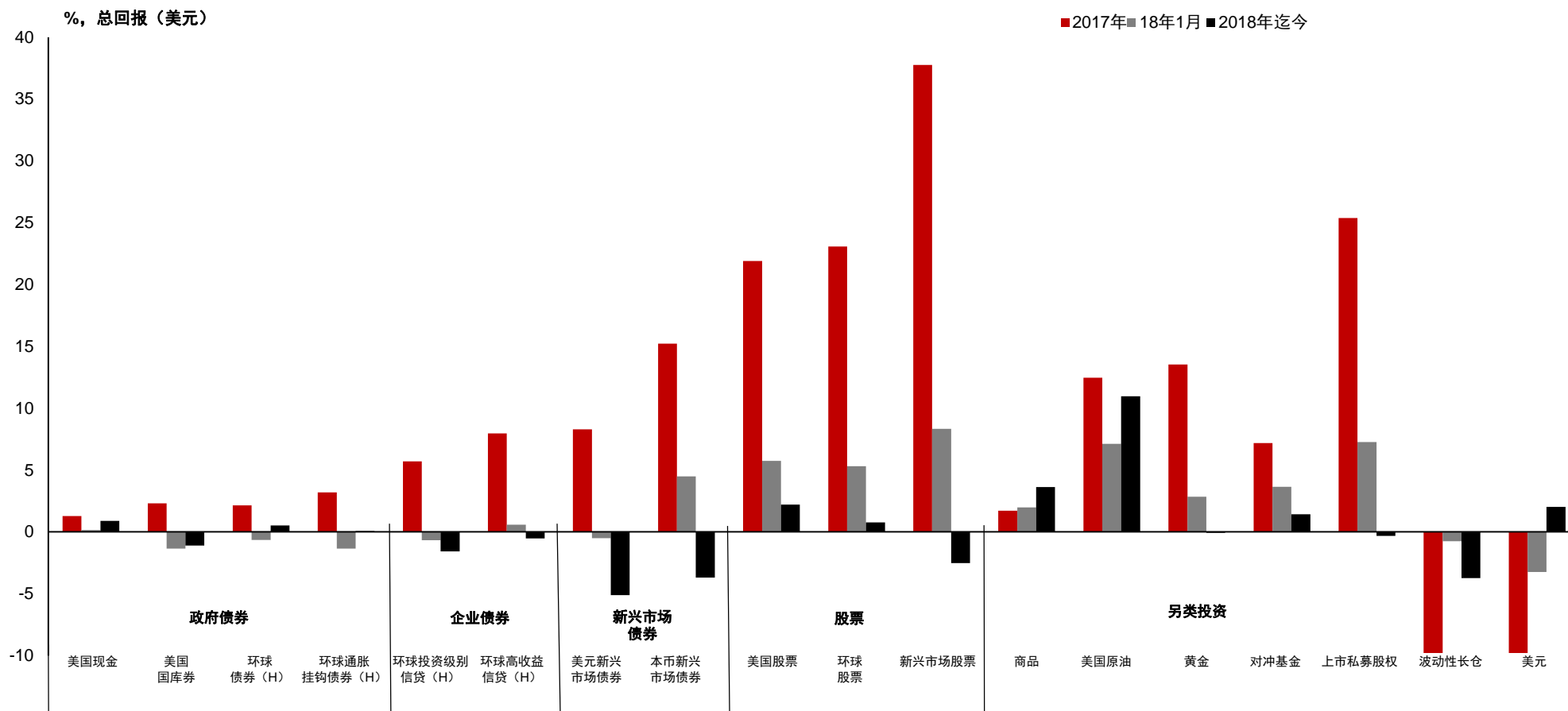
## 概要

- ◆ 2018年至今，金融市场经历了一个更为波动（亦也许「更为正常」）的阶段。有四个「风浪」为金融市场带来影响：
  - 美国通胀加快及利率风险重新定价
  - 环球贸易关系紧张及政局不明朗
  - 经济增长放缓
  - 在美元升值下对新兴市场的忧虑
- ◆ 环球增长仍然稳健，环球通胀相对低企，但不同经济体之间的经济趋势愈见分歧
  - 美国推行财政刺激措施，而且存在经济过热风险，而欧洲及日本则渐失增长动力，通胀再度回软
  - 同时，大部分新兴市场继续处于增长良好及通胀相对低企的「最佳位置」
- ◆ 投资者需要物色「以合理价格提供增长」的市场
  - 我们认为部分环球股票及新兴市场资产类别（股票及本币债券）估值吸引
  - 环球债券提供的可持续回报偏低，并面对不利的经济环境
  - 然而，经过美国利率风险的大幅重新定价后，我们认为部分美国债券市场现在显得吸引
  - 我们对信贷市场维持审慎

# 市场剖析

## 资产类别2018年与2017年的表现比较

- ◆ 2018年初，环球同步增长，通胀低企，波动性低，股票等高风险资产回报十分强劲；但踏入2月份，风险被重新定价
- ◆ 环球股票的总回报（资产价格升幅 + 股息 / 票息）现时为零，大部分债券的总回报偏低，甚至出现负数。商品（尤其是石油）属于异数，在2018年回报强劲

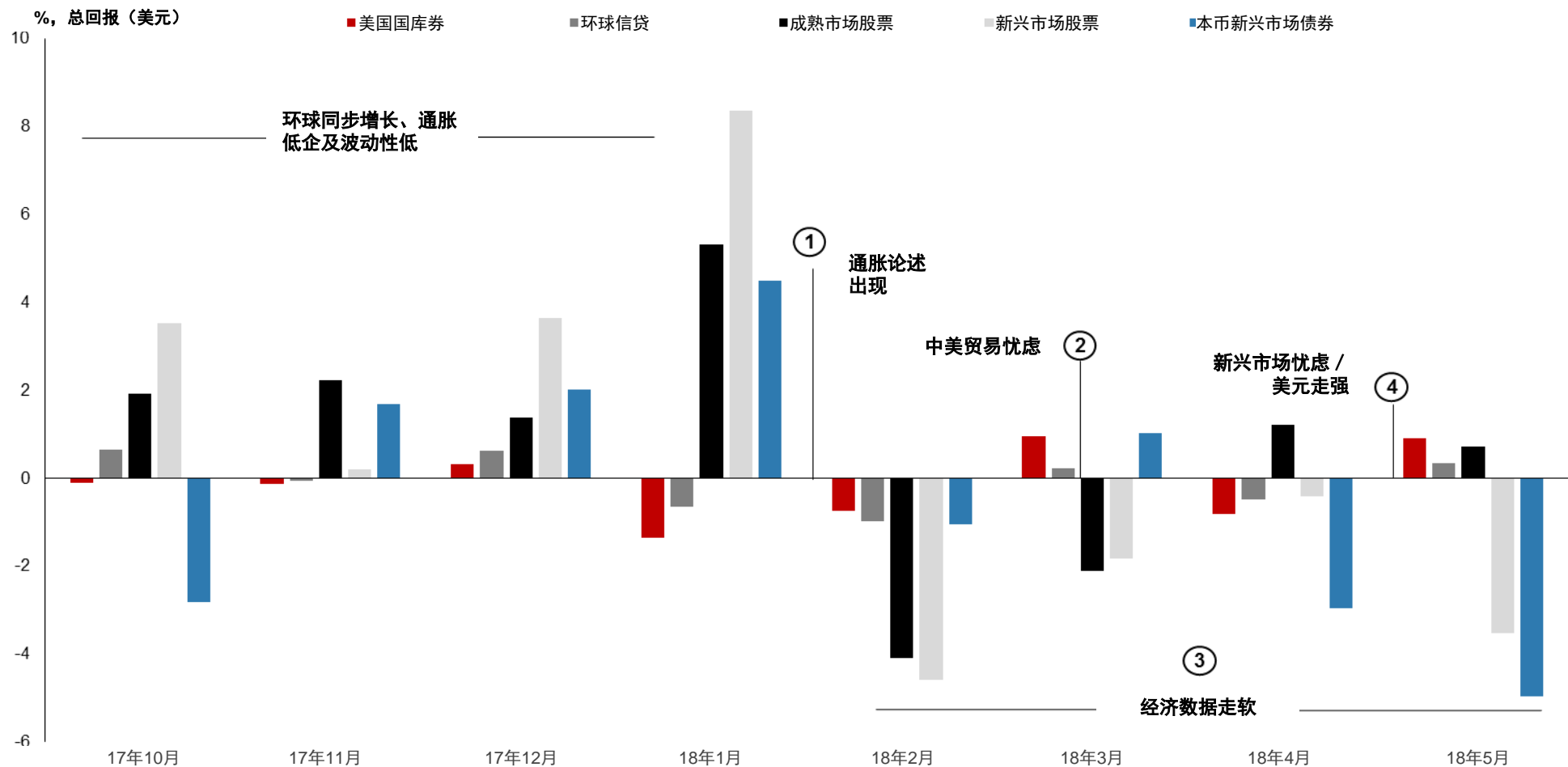


资料来源：彭博。除非另有说明，否则2017年1月1日至2018年5月31日的全部资产类别回报显示为美元总回报（无对冲）。H—指货币对冲美元的总回报。过去的业绩并不代表将来的回报。

# 今年投资者面对的四个「风浪」

## 资产类别表现

- ◆ 自2月以来，投资者面对四个负面「风浪」：(1) 通胀论述及利率忧虑增加；(2) 政局不明朗及环球贸易关系紧张；(3) 对环球增长走软的认知；及(4) 关于新兴市场的忧虑



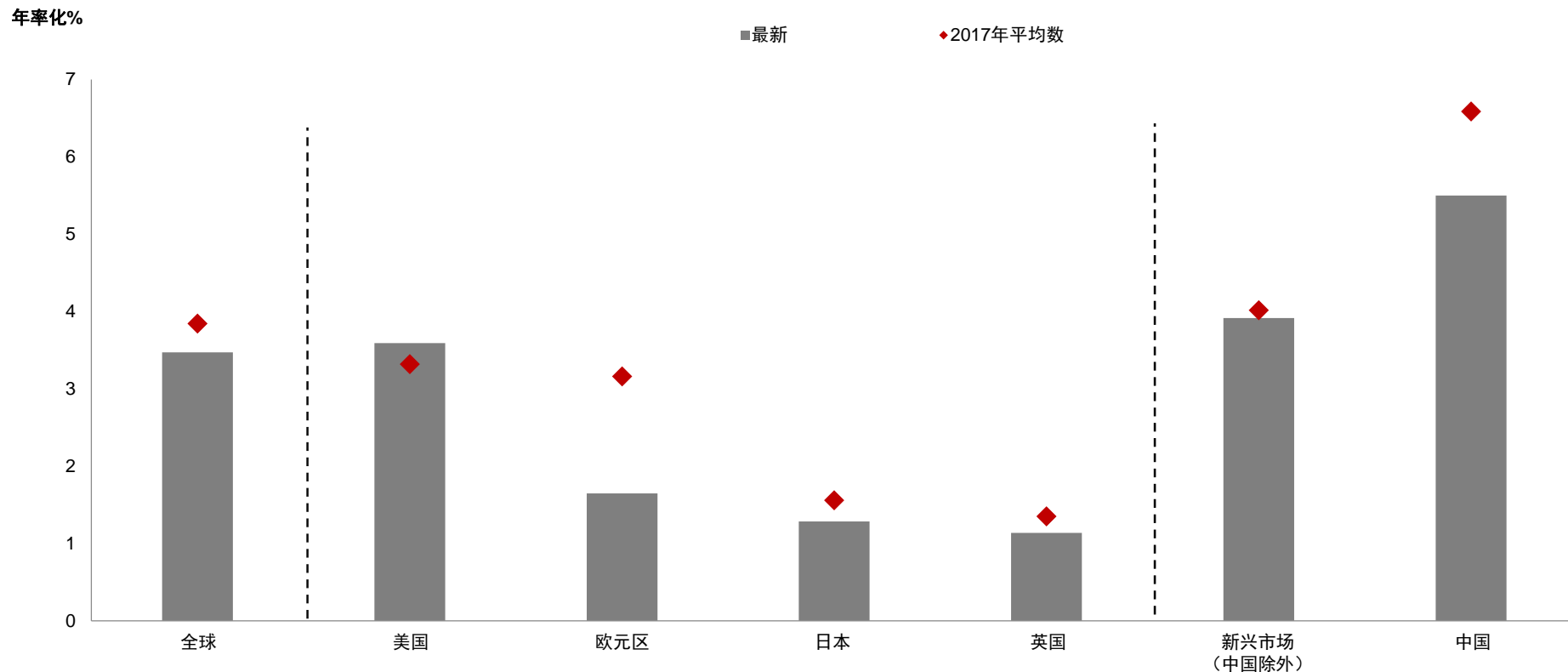
资料来源：汇丰环球投资管理，彭博，2018年6月。所载之任何观点只反映制作本文时之观点，并会不时转变而不作通知。过去的业绩并不代表将来的回报。

# 先进经济体失去一些增长动力

## 追踪全球经济现状

- ◆ 我们使用称为「Nowcasting」的「大数据」方式追踪环球及各国的经济增长现状
- ◆ 环球增长仍见稳健，但先进经济体失去经济动力
- ◆ 新兴经济体的增长趋势较为坚韧

### Nowcast「大数据」计算经济增长—成熟市场与新兴市场的基础经济活动强劲



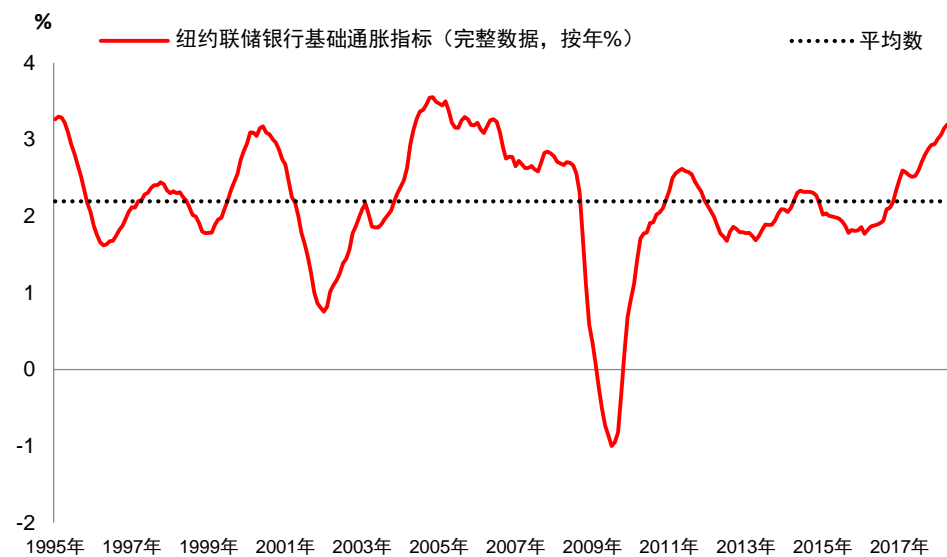
资料来源：汇丰环球投资管理，环球投资策略，2018年6月。所载之任何观点只反映制作本文时之观点，并会不时转变而不作通知。本文所载任何预测、预计或目标仅供参考，且并非任何形式的保证。HSBC Global Asset Management (UK) Limited 概不就未能达成任何预测、预计或目标承担责任。

# 经济趋势分歧

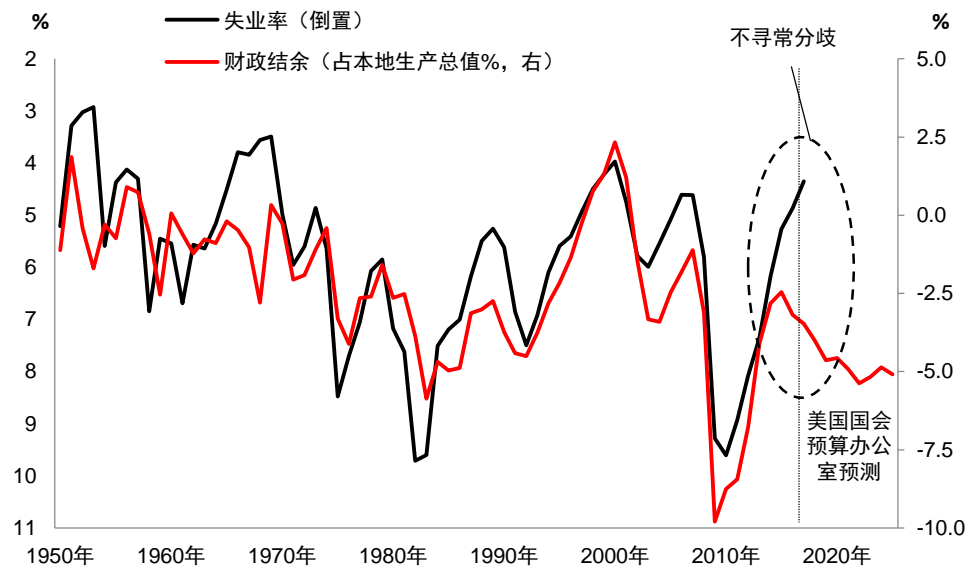
## 美国面临经济过热的风险

- ◆ 尽管经济增长略有放缓，但美国经济继续以高于趋势的步伐扩张，通胀压力日增
- ◆ 财政刺激方案在不寻常的商业周期阶段推出
- ◆ 失业率接近历史低位
- ◆ 经济过热风险显著

### 价格压力日增



### 失业率与财政预算出现不寻常分歧



资料来源：汇丰环球投资管理，2018年6月。所载之任何观点只反映制作本文时之观点，并会不时转变而不作通知。本文所载任何预测、预计或目标仅供参考，且并非任何形式的保证。HSBC Global Asset Management (UK) Limited 概不就未能达成任何预测、预计或目标承担责任。



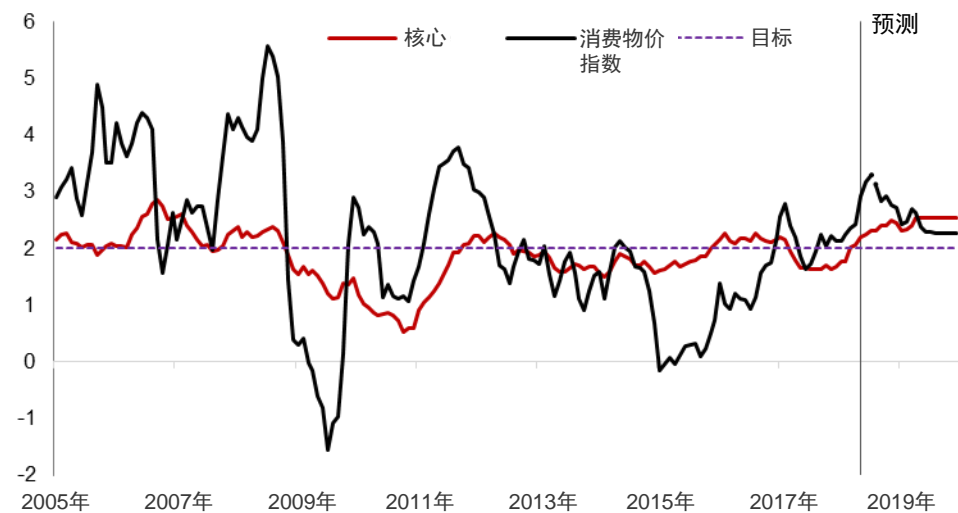
# 经济趋势分歧

## 欧洲及日本处于通胀低企的困局

- ◆ 先进经济体的增长出现周期性分歧（美国相对于欧洲 / 日本）
- ◆ 通胀亦出现周期性分歧
- ◆ 美国以外的地方价格压力沉寂
- ◆ 在欧洲及日本，通胀不太可能在短期内达到目标水平

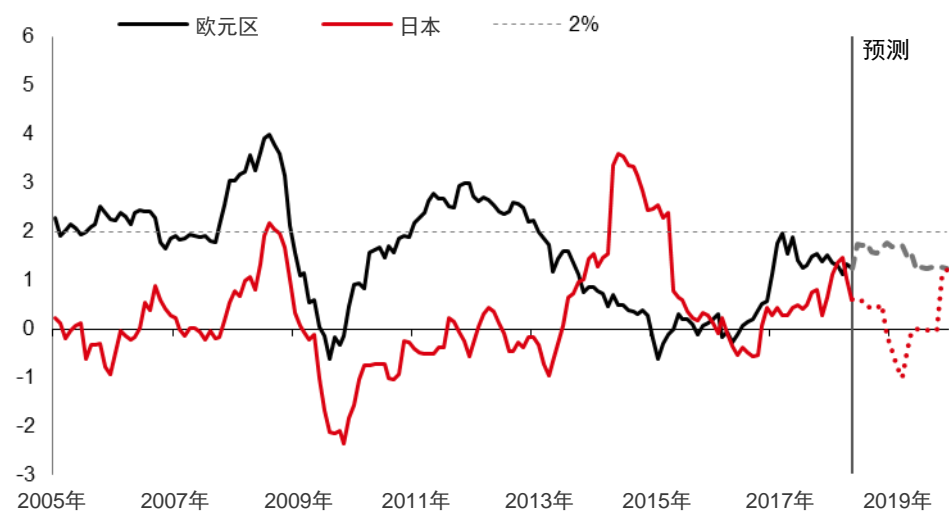
### 美国通胀预测<sup>1</sup>

按年%



### 欧洲及日本通胀预测<sup>1</sup>

按年%



1. 由下而上的通胀板块模型，以预测通胀的短期均值回归关系为基础。资料来源：Datastream，汇丰环球投资管理，2018年6月。所载之任何观点只反映制作本文时之观点，并会不时转变而不作通知。本文所载任何预测、预计或目标仅供参考，且并非任何形式的保证。HSBC Global Asset Management (UK) Limited 概不就未能达成任何预测、预计或目标承担责任。

# 经济趋势分歧

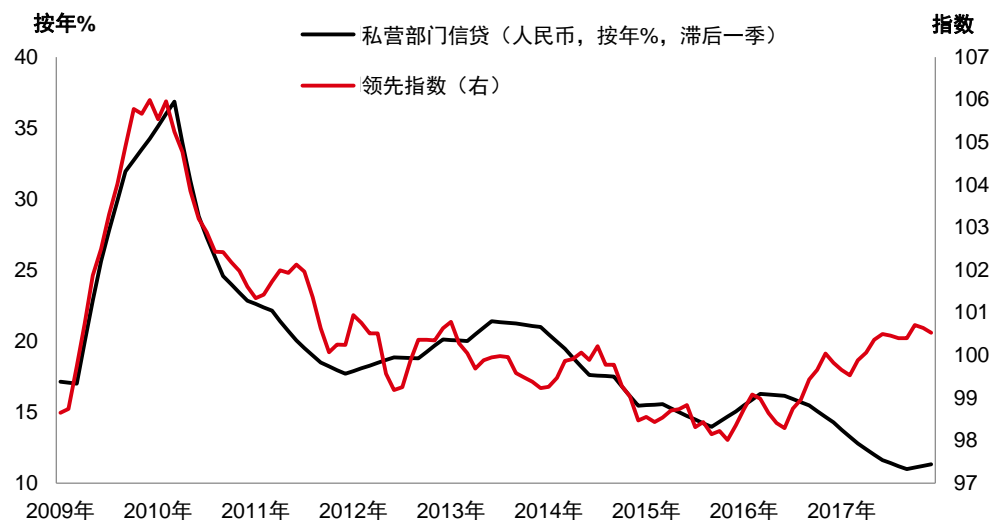
## 新兴市场处于经济最佳位置

- ◆ 与此同时，新兴经济体仍然处于增长理想及通胀低企的最佳位置
- ◆ 新兴市场的整体通胀达到周期新低位
- ◆ 新兴市场能否保持在这个最佳位置？这取决于：(1) 中国去杠杆的过程是否顺利，及 (2) 美元能否避过进一步急剧升值
- ◆ 整体来说，在当下波动而复杂的环境中，关键在于善加甄别而动态地管理投资组合

### 通胀见新低



### 中国顺利去杠杆属关键



注：用以计算中国领先指数的分项包括：恒生中国内地流通指数、工业销售、M2货币供应、新固定资产投资、物流指数（主要港口的货运及运输量总额）、房地产投资（土地及住宅物业建筑）、消费者预期指数、国债息差（年期7年以上的国债与年期少于1年的国债之间的差价）。资料来源：彭博，Macrobond，汇丰环球投资管理，2018年6月。所载之任何观点只反映制作本文时之观点，并会不时转变而不作通知。

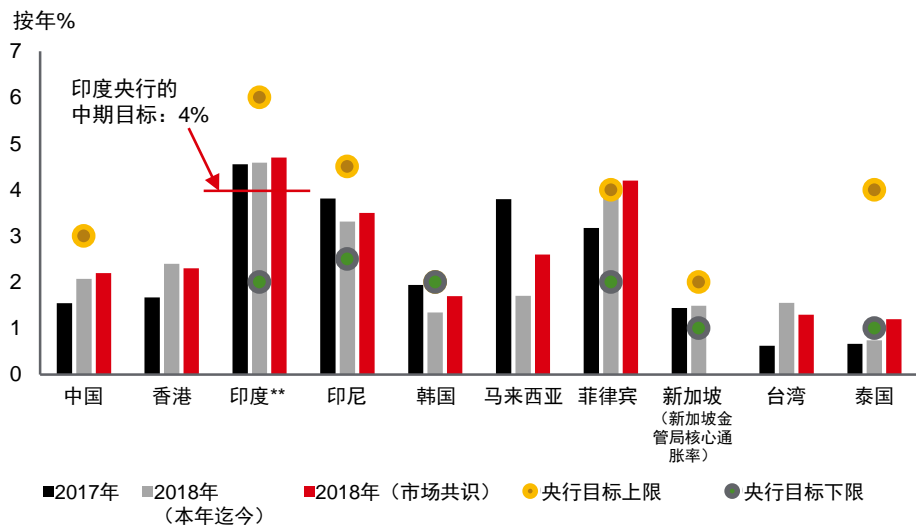


# 亚洲

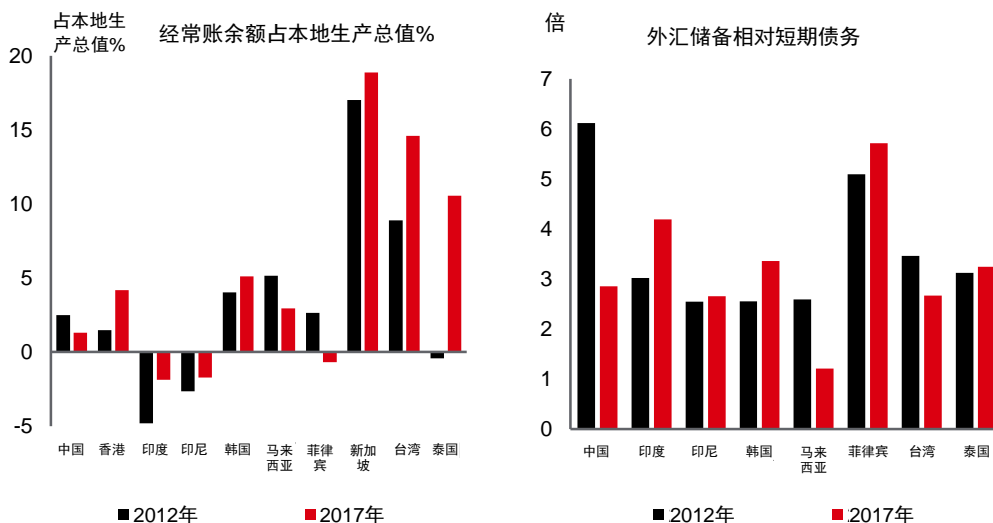
## 亚洲新兴市场更有能力抵御外来冲击

- ◆ 在更具挑战性的环球环境下，亚洲新兴市场整体拥有稳健的宏观基本因素、充裕的外汇储备及政策能力
- ◆ 自2013年「缩减恐慌」以来，大部分经济体的贸易赤字、财政短缺及通胀方面的宏观失衡情况已经减轻
- ◆ 大部分国家现时的实际利率高于2013年，尤其是印度及印尼
- ◆ 亚洲的宏观基本因素利好，加上政策警觉性佳，灵活的汇率制度及通胀目标货币政策具公信力，而且拥有正面的改革前景

### 实际通胀与央行目标及市场共识



### 亚洲新兴市场的对外贸易逆差及外汇储备



注：印度的财政年度数据

资料来源：CEIC，彭博，汇丰环球投资管理，数据截至2018年4月。所载之任何观点只反映制作本文时之观点，并会不时转变而不作通知。

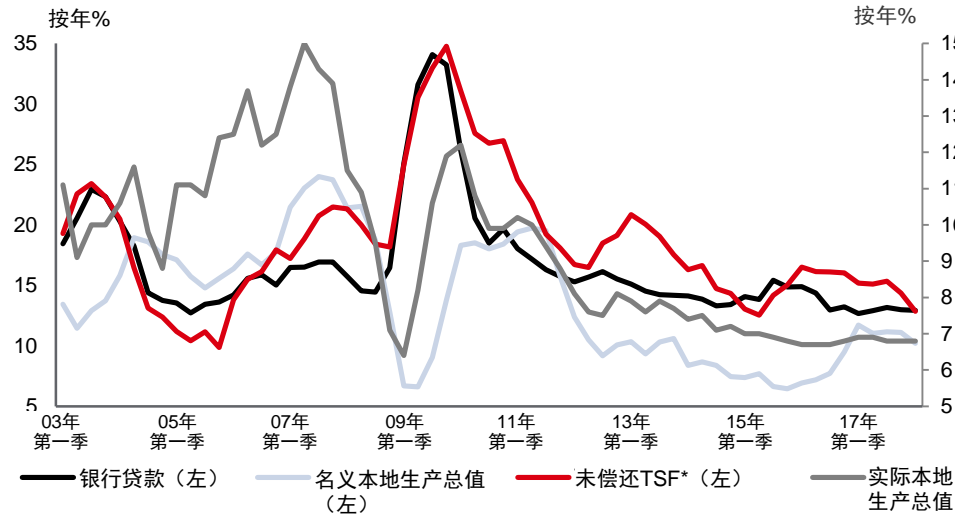
# 亚洲

## 中国在工业升级及经济重整下增长保持韧性

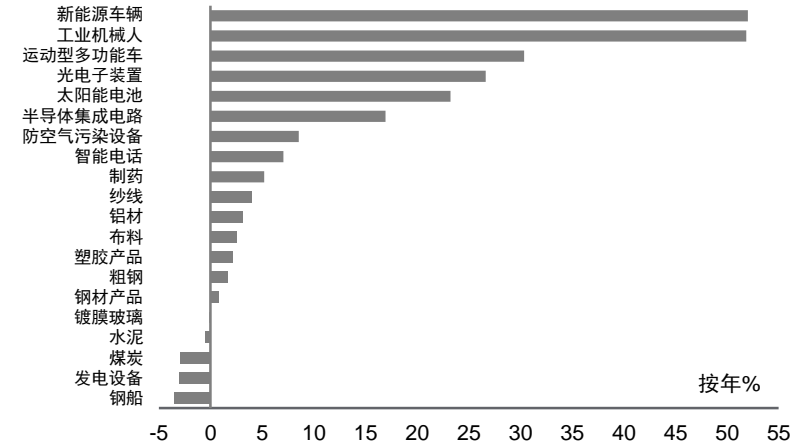
- ◆ 尽管信贷增长放缓，但中国经济坚韧，原因可能是新的行业增长动力出现而不太依赖信贷
- ◆ 工业升级逐渐加速，创新及经济结构继续随着经济重整（迈向消费及服务）而改善，此乃去杠杆的关键
- ◆ 暂时来说，信贷增长的大部分跌幅源于非银行因素或影子银行活动，此对经济活动的影响远远低于银行贷款

中国经济增长应保持坚韧，此乃受惠于经济持续重整……

……以及工业升级。增长有望减少对信贷的依赖



工业生产（按年%；2015-17年度平均数）



注：\* TSF = 社会融资总量（已就地方政府债务置换调整）。

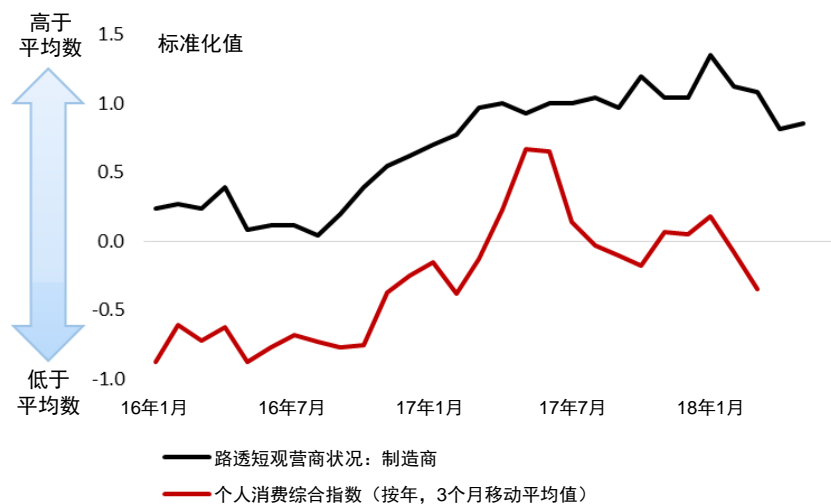
资料来源：CEIC，彭博，汇丰环球投资管理，数据截至2018年4月。所载之任何观点只反映制作本文时之观点，并会不时转变而不作通知。

# 亚洲

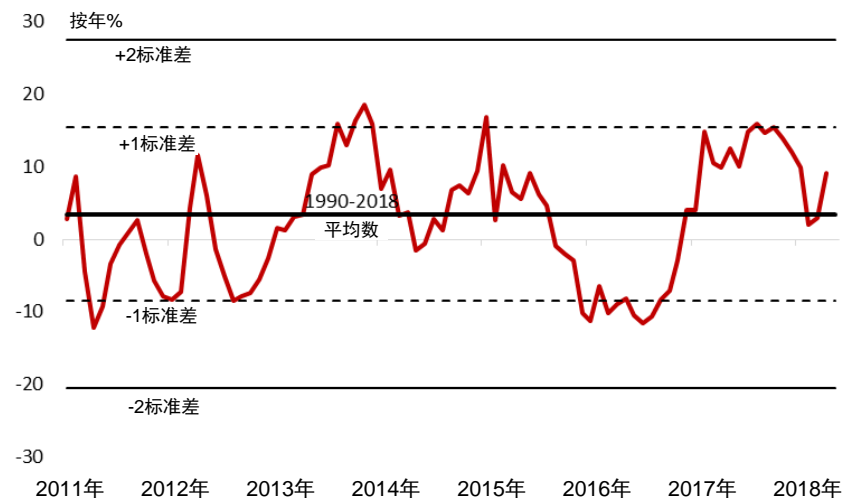
## 日本第一季经济增长停滞，部分源于一次性因素

- ◆ 日本第一季本地生产总值按季下跌0.1%，是2015年底以来的首次。国内需求疲软，可能是受一次性因素影响（尤其冬季天气严峻）；私人非住宅投资有望在第二季反弹
- ◆ 尽管劳动市场非常紧张（事求人比率处于1974年以来的最高水平），但家庭消费仍然受到薪金增长轻微所抑制
- ◆ 对外贸易仍是日本的关键增长动力。美国与其他出口国（包括日本）之间的贸易关系紧张，可能造成负面影响
- ◆ 由于通胀仍然利好，且日本计划下一次在2019年10月增加销售税（由8%调升至10%），因此在可见将来央行开始把政策正常化的机会不大

### 过去12个月日本消费者需求疲软，而企业继续蓬勃发展



### 经过第一季急剧放缓后，日本出口增长在4月轻微反弹



资料来源：汇丰环球投资管理，数据截至2018年6月。所载之任何观点只反映制作本文时之观点，并会不时转变而不作通知。

# 分歧方程式

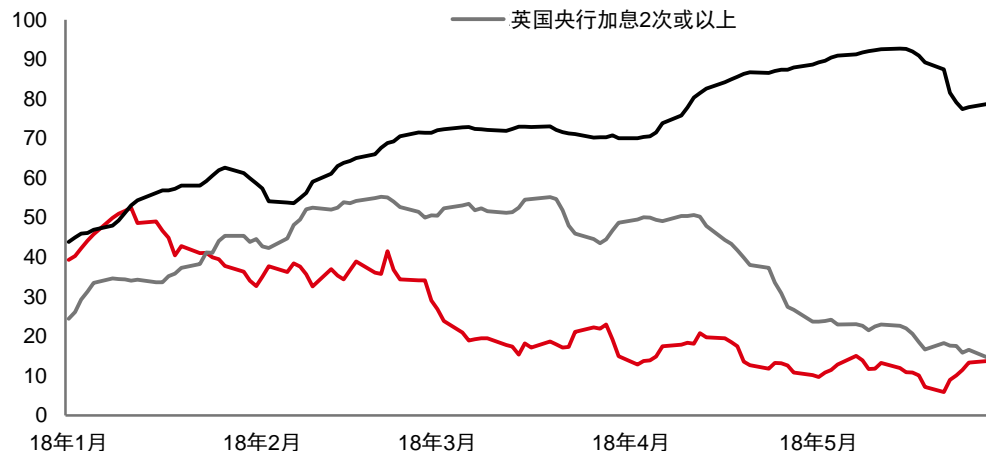
## 经济分歧 = 政策分歧

- ◆ 美国通胀已经回升，令联储局继续处于紧缩政策之路。市场对联储局利率前景作出显著的重新定价
  - 然而，联储局对于2019/20年度的利率预期仍比市场鹰派
- ◆ 至于其他国家，通胀疲软 / 减弱令其央行变得更加鸽派
  - 目前，欧洲央行在2018年12月之前结束量宽措施的机会不大 → 政策分歧已经重新浮现

### 政策分歧

2019年12月 - 市场引伸机率, %

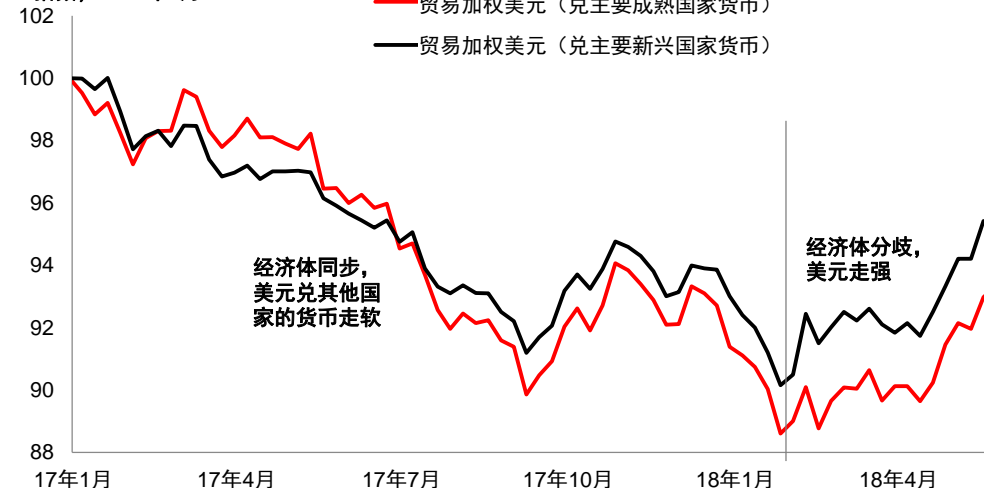
— 欧洲央行存款利率 > -0.4%  
— 联储局加息3次或以上  
— 英国央行加息2次或以上



### 通胀分歧 = 政策分歧 = 汇率变动

指数, 2017年1月 = 100

— 贸易加权美元 (兑主要成熟国家货币)  
— 贸易加权美元 (兑主要新兴国家货币)



资料来源: 彭博, 汇丰环球投资管理, 2018年6月。本文所载任何预测、预计或目标仅供参考, 且并非任何形式的保证。所载之任何观点只反映制作本文时之观点, 并不会不时转变而不作通知。

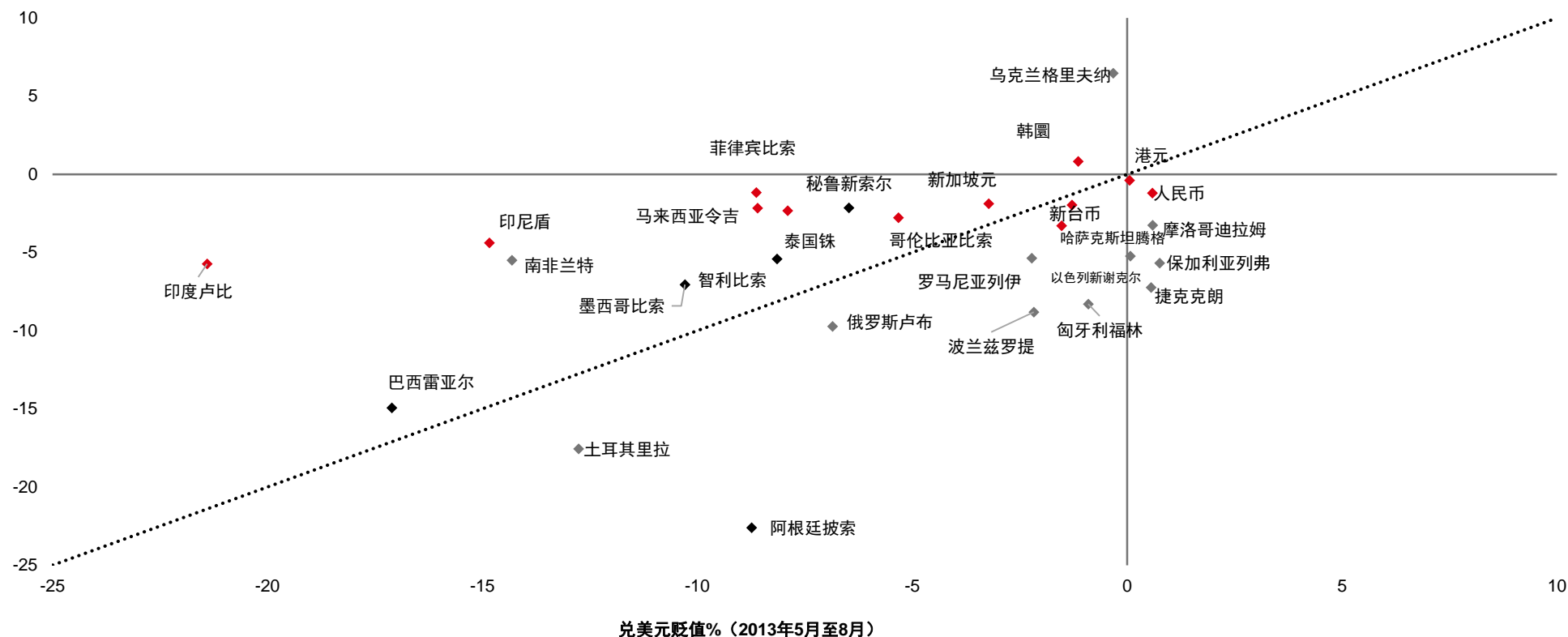
# 在美元升值下对新兴市场的忧虑

## 美元急升乃因经济增长及通胀趋势分歧

- ◆ 美元的升势在第二季开始，为新兴市场带来负面影响
- ◆ 投资者关注美国国库券息率上升及美元强势将影响新兴市场经济体的稳定性，情况犹如2013年的「缩减恐慌」
- ◆ 我们相信经济分歧的情况将在2018年余下时间持续，因此，美元有可能再进一步走强（但幅度不会像近期般急剧）。有机会改变此情况的一个风险因素是美国通胀及加息速度比预期快

### 缩减恐慌时间与近期新兴市场外汇跌势之比较

兑美元贬值%（2018年2月至5月）



资料来源：彭博，Datastream，汇丰环球投资管理，2018年6月。所载之任何观点只反映制作本文时之观点，并不会不时转变而不作通知。

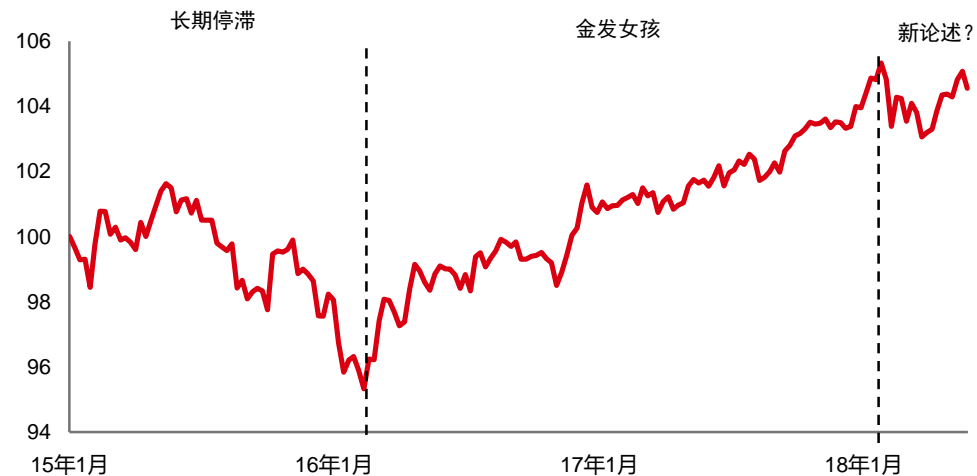
# 市场在反映甚么？

## 对增长及通胀风险的观感

- ◆ 2018年上半年期间，市场对风险的观感有所改变
- ◆ 市场对增长的观感自年初以来变得平坦
- ◆ 市场再度出现对通胀风险的观感（尤其是美国）

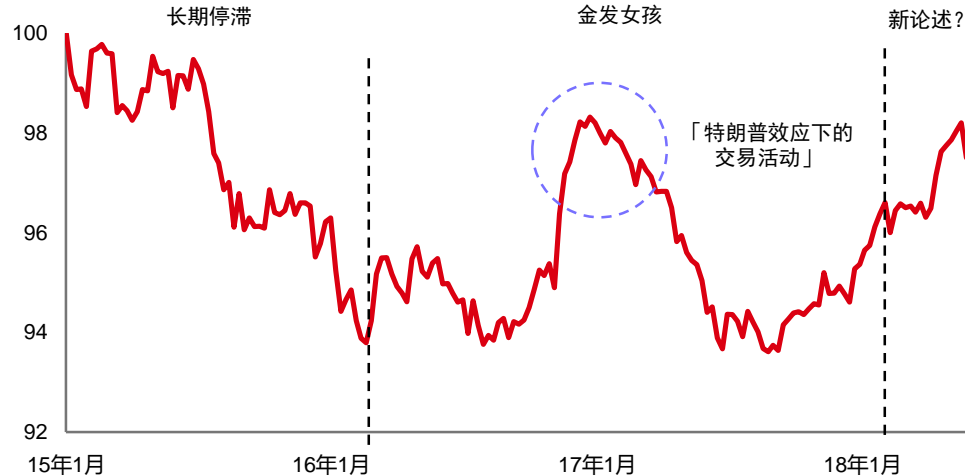
### 市场引伸的增长指标

汇丰环球投资管理的市场引伸增长指数



### 市场引伸的通胀指标

汇丰环球投资管理的市场引伸通胀指数



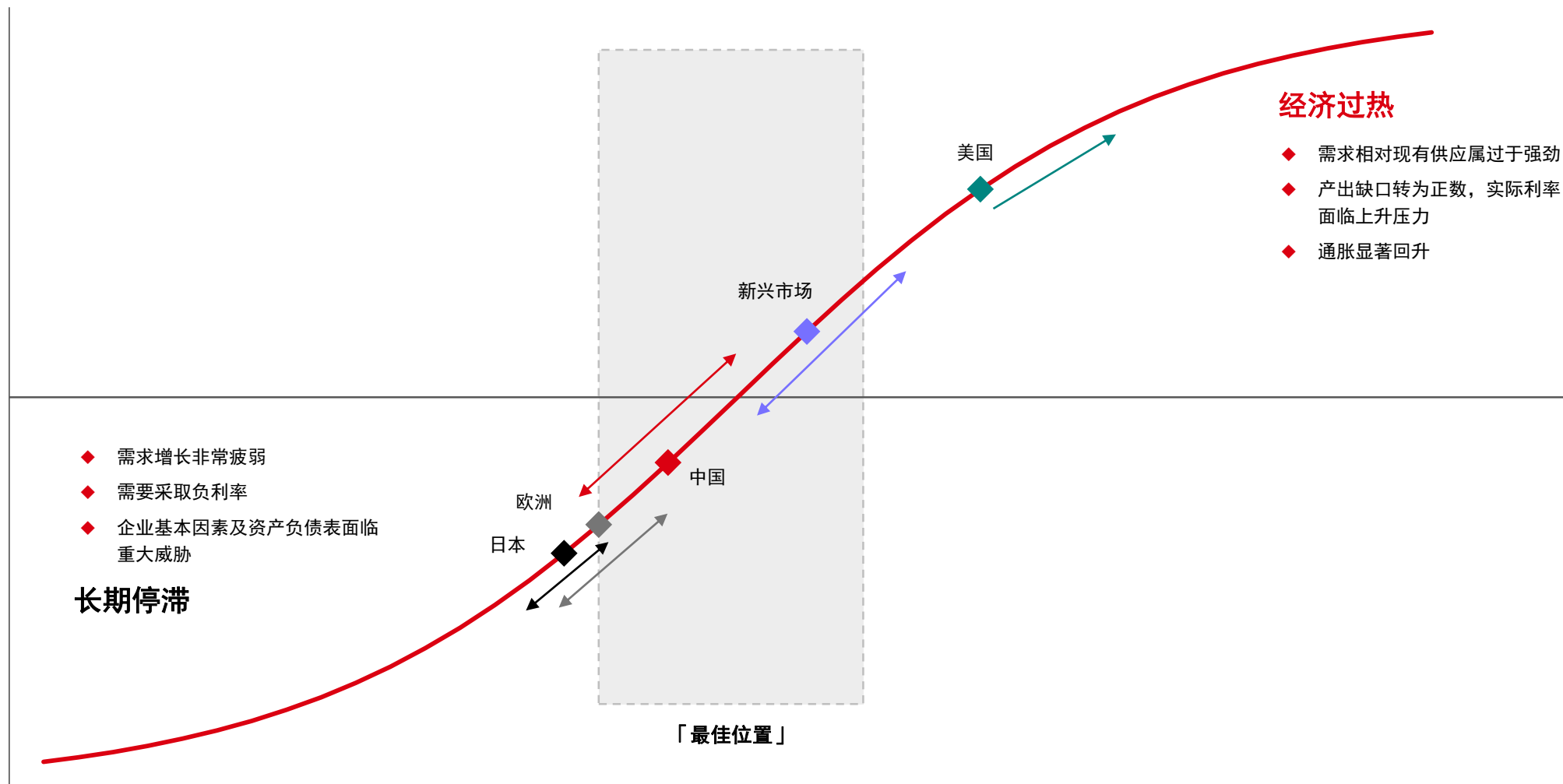
资料来源：汇丰环球投资管理，2018年6月。所载之任何观点只反映制作本文时之观点，并会不时转变而不作通知。



# J曲线

## 主要经济体的风险平衡

风险平衡

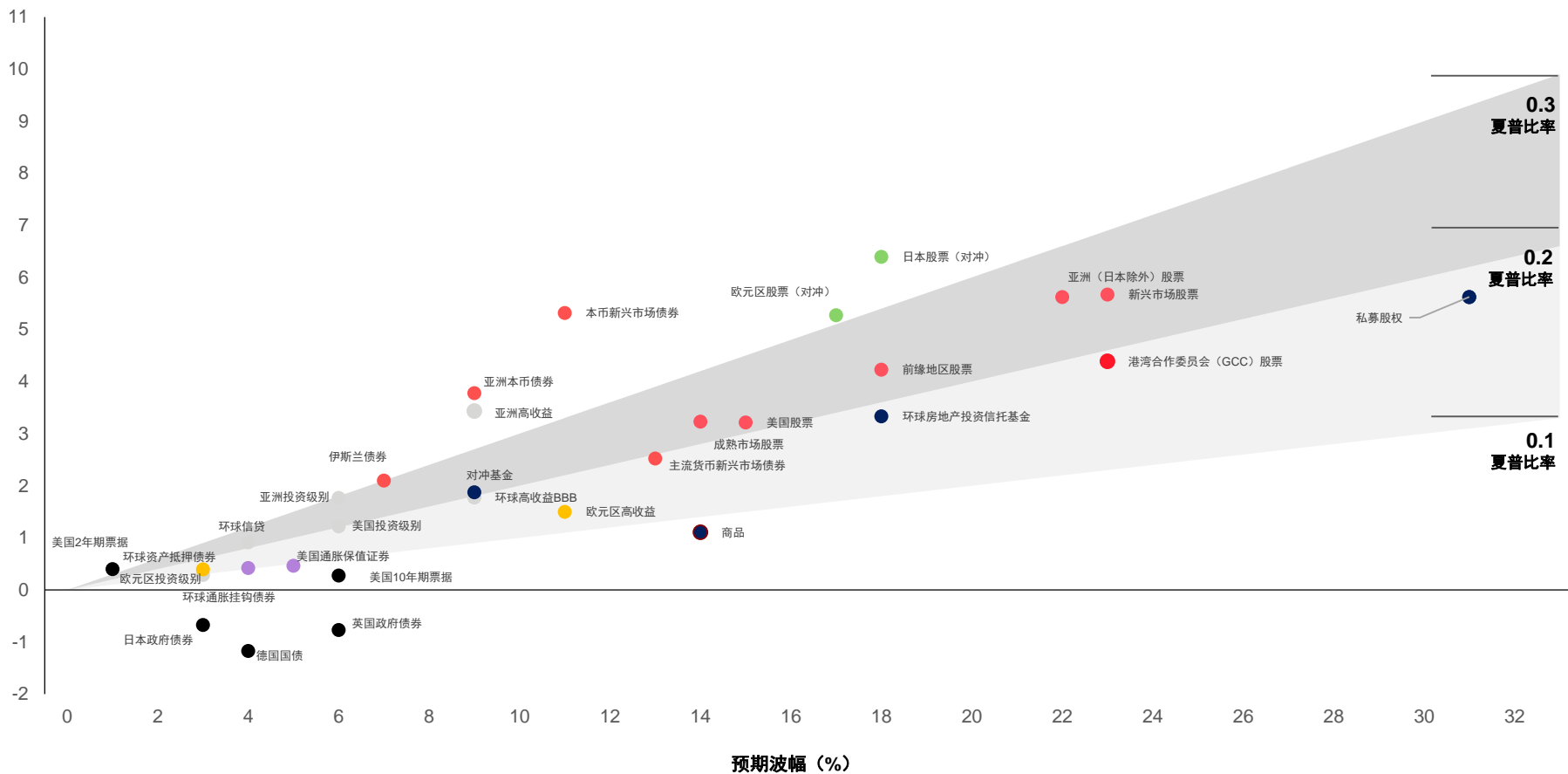


资料来源：汇丰环球投资管理，2018年6月。所载之任何观点只反映制作本文时之观点，并不会不时转变而不作通知。

# 资产类别的排序

## 今日的引伸市场潜在回报

预期风险溢价 (%、名义、美元)



环球固定收益资产乃以美元对冲显示。本币新兴市场债券、股票及另类资产以无对冲显示。

资料来源：汇丰环球投资管理，2018年6月。所载之任何观点只反映制作本文时之观点，并会不时转变而不作通知。过去的业绩并不代表将来的回报。

# 概要

## 关键主题

### ◆ 主题#1：分歧方程式

- 全球经济已离开2017年的最佳位置，但增长仍见稳健
- 增长及通胀趋势变得不太同步，并更趋分歧

### ◆ 主题#2：波幅（稍为）回归

- 通胀风险及政局不明朗因素为金融市场制造偶尔波动空间
- 不过，经济增长良好及宏观经济波动性低，表示我们仍处于低波幅的境况

### ◆ 主题#3：价格合理的增长

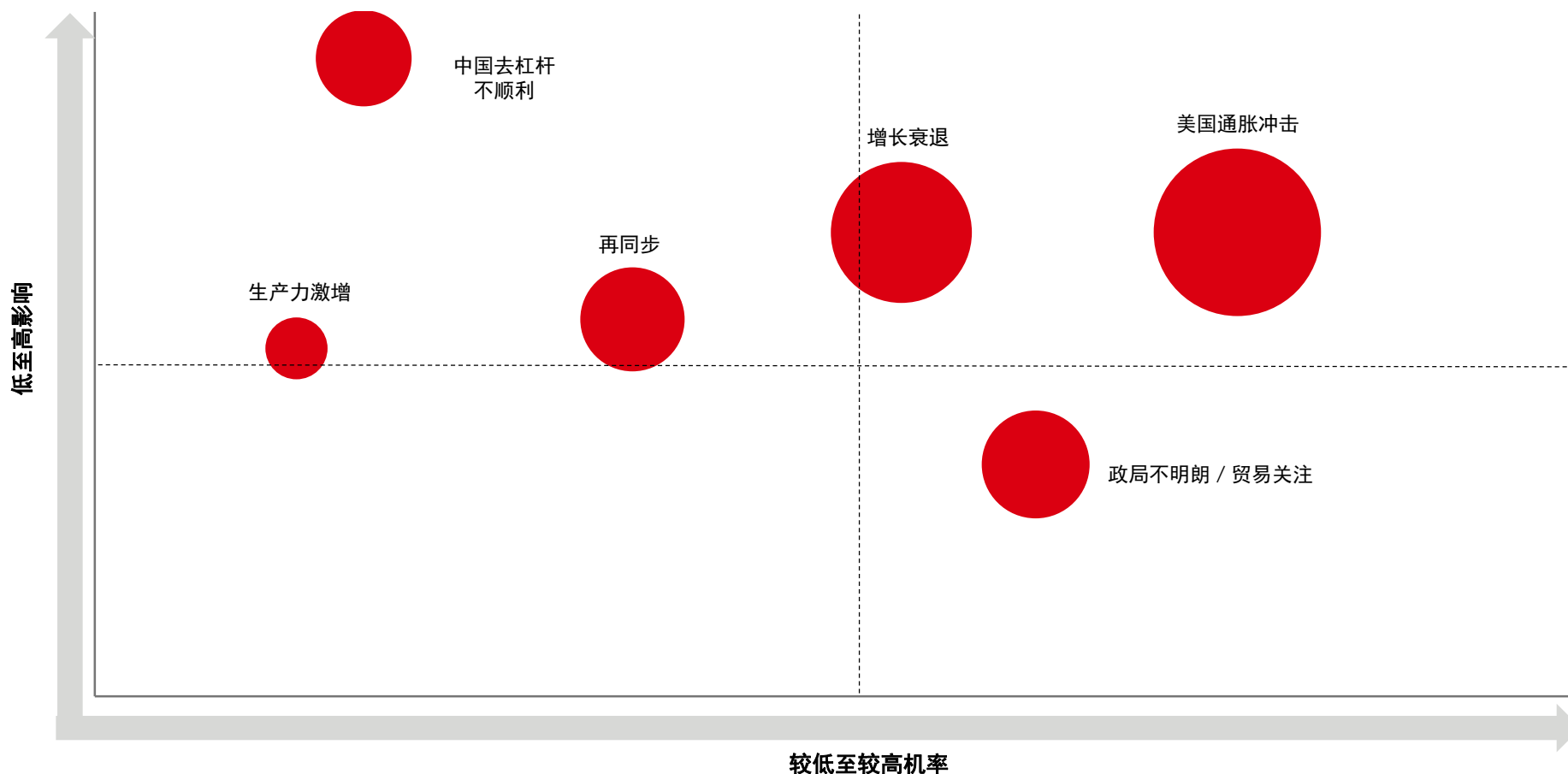
- 专注于以价格相对吸引的方式，「投注」增长保持理想
- 欧洲和日本股市以及新兴市场资产类别提供吸引的预期回报

### ◆ 主题#4：债券处于转捩点

- 通胀加快及环球债券估值过高，为债券的安全概念带来挑战
- 投资者需要稍具创意，寻找市场认知的「避风港」

## 前景的风险因素

- ◆ 金融市场未来数月的主要风险是美国通胀冲击。这将导致利率升幅加快，为全球经济体带来连锁效应
- ◆ 其它重要风险关乎政治及贸易协议的当前忧虑
- ◆ 投资不会全无风险，投资价值可升可跌。在当下环境中，有数项潜在风险特别明显。一如以往，关键是对我们的资产配置策略采取主动部署



资料来源：汇丰环球投资管理，2018年6月。所载之任何观点只反映制作本文时之观点，并会不时转变而不作通知。本文所载任何预测、预计或目标仅供参考，且并非任何形式的保证。HSBC Global Asset Management (UK) Limited 概不就未能达成任何预测、预计或目标承担责任。

## 致客户的重要信息：

警告：本文件的内容未经任何香港或任何其他司法管辖区的监管机构审阅。建议您就相关投资及本文件内容审慎行事。如您对本文件的内容有任何疑问，应向独立人士寻求专业意见。

本文件由香港上海汇丰银行有限公司（「本行」）在香港经营受管制业务期间发布，可在其他可合法分发本文件的司法管辖区进行分发，并仅供收件人使用。本文件内容不得复制或进一步分发予任何人士或实体作任何用途，不论是全部或部分内容。本文件不得分发予美国、加拿大或澳洲，或任何其他分发本文件属非法行为的司法管辖区。所有未经授权复制或使用本文件的行为均属使用者的责任，并可能引致法律诉讼。

本文件没有合约价值，并不是且不应被诠释为进行任何投资买卖，或认购或参与任何服务的要约或要约招揽或建议。本行并没有建议或招揽任何基于本文件的行动。

本文件内列明的信息及 / 或表达的意见由汇丰环球投资管理有限公司提供。我们没有义务向您发布任何进一步的刊物或更新本文件的内容，该等内容或随时变更，并不另行通知。该等内容仅表示作为一般信息用途的一般市场信息及 / 或评论，并不构成买卖投资项目的投资建议或推荐或回报保证。本行没有参与有关信息及意见的准备工作。本行对本文件内的信息及 / 或意见之准确性及 / 或完整性不作任何担保、申述或保证，亦不承担任何责任，包括任何从相信为可靠但未有独立进行验证的来源取得之第三方信息。任何情况下，本行或汇丰集团均不对任何与您使用本文件或依赖或使用或无法使用本文件内信息相关的任何损害、损失或法律责任承担任何责任，包括但不限于直接或间接、特殊、附带、相应而生的损害、损失或法律责任。

如您持有汇丰环球投资管理有限公司管理的个人投资组合，本文件内的意见不一定代表目前投资组合的构成部分。汇丰环球投资管理有限公司管理的个人投资组合主要反映个别客户的投资目标、风险喜好、投资年期及市场流动性。

本文件内含的信息未有按您的个人情况审阅。请注意，此信息并非用作协助作出法律、财政或其他咨询问题的决定，亦不应作为任何投资或其他决定的依据。您应根据您的投资经验、目标、财政资源及有关情况，仔细考虑所有投资观点及投资产品是否合适。您可自行作出投资决定，但除非向您出售产品的中介人根据您的财政情况、投资经验及投资目标，向您说明该产品适合您，否则不应投资于任何产品。您应细阅相关产品销售文件了解详情。

本文件内部分陈述可视为前瞻性陈述，提供目前对未来事件的预期或预测。有关前瞻性陈述并非未来表现或事件的担保，并涉及风险及不稳定因素。该等陈述不代表任何一项投资，仅用作说明用途。客户须注意，不能保证本文件内描述的经济状况会在未来维持不变。实际结果可能因多种因素而与有关前瞻性陈述所描述的情况有重大差异。我们不保证该等前瞻性陈述内的期望将获证实或能够实现，警告您不要过份依赖有关陈述。我们没有义务更新本文件内的前瞻性陈述，不论是基于新信息、未来事件或其他原因，亦没有义务更新实际结果与前瞻性陈述预期不同的原因。

投资涉及风险，必须注意投资的资本价值，且所得收益可升可跌，甚至变得毫无价值，投资者可能无法取回最初投资的金额。本文件内列出的过往表现并非未来表现的可靠指标，不应依赖任何此内的预测、预期及模拟作为未来结果的指标。有关过往表现的资料可能过时。有关最新信息请联络您的客户经理。

任何市场的投资均可能出现极大波动，并受多种因直接及间接因素造成不同幅度的突发波动影响。这些特征可导致涉及有关市场的人士蒙受巨大损失。若提早撤回或终止投资，或无法取回投资全额。除一般投资风险外，国际投资可能涉及因货币价值出现不利波动、公认会计原则之差别或特定司法管辖区经济或政治不稳而造成的资本损失风险。范围狭窄的投资及较小规模的公司一般会出现较大波动。不能保证交易表现正面。新兴市场的投资本质上涉及较高风险，可能较其他成熟市场固有的投资出现较大波动。新兴市场的经济大幅取决于国际贸易，因此一直以来并可能继续会受贸易壁垒、外汇管制、相对市值控制调整及其他贸易国家实施或协商的保障措​​施不利影响。有关经济亦一直并可能继续受其贸易国的经济情况不利影响。互惠基金投资受市场风险影响，您应细阅所有计划相关文件。

版权所有 © 香港上海汇丰银行有限公司 2018。保留一切权利。未经香港上海汇丰银行有限公司事先书面许可，不得以任何形式或任何方式（无论是电子、机械、影印、摄录或其他方式）复制或传送本刊物任何部分或将其任何部分储存于检索系统内。

由香港上海汇丰银行有限公司刊发  
Issued by The Hongkong and Shanghai Banking Corporation Limited

Exp: 11/12/2018

