

# 分歧方程式

## 年中展望

2018年6月



滙豐

# 分歧方程式

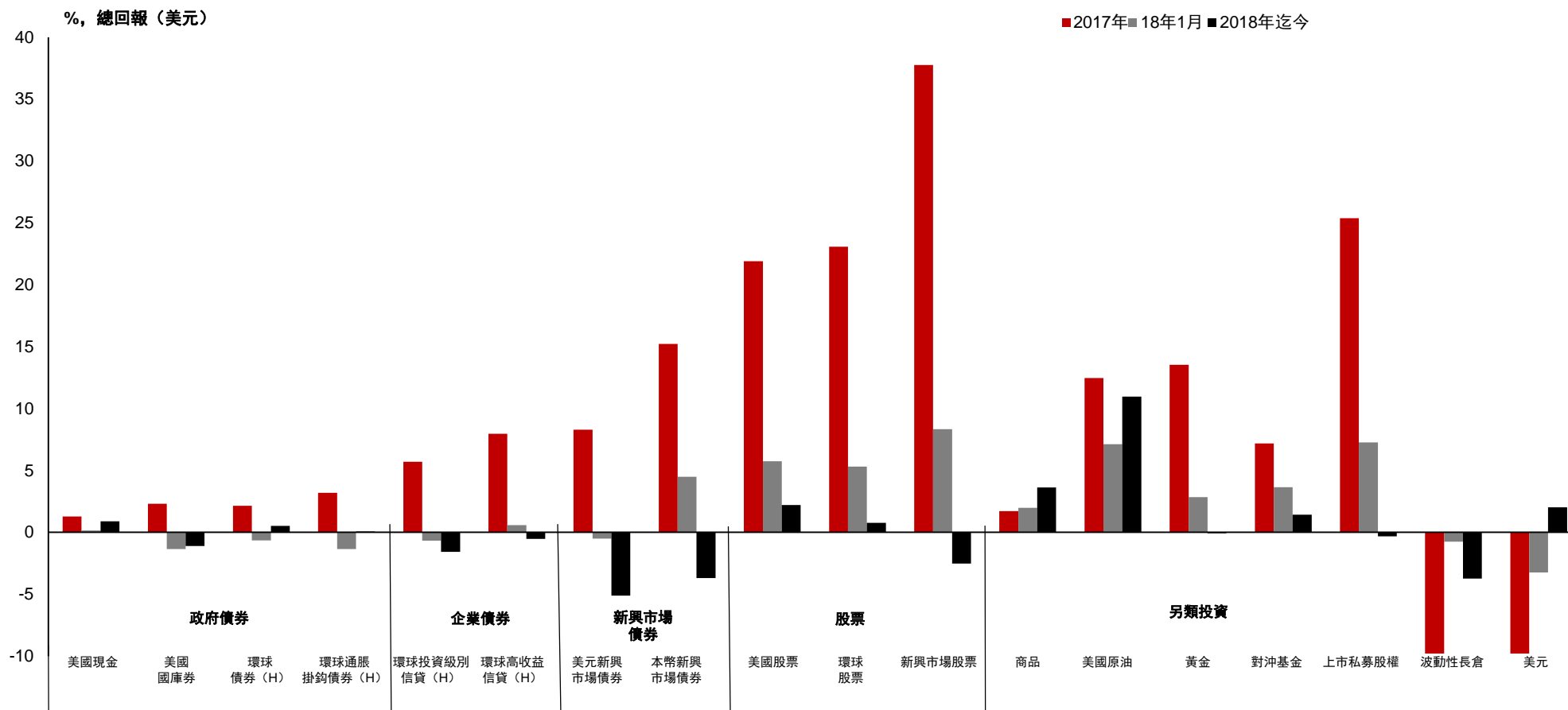
## 概要

- ◆ 2018年至今，金融市場經歷了一個更為波動（亦也許「更為正常」）的階段。有四個「風浪」為金融市場帶來影響：
  - 美國通脹加快及利率風險重新定價
  - 環球貿易關係緊張及政局不明朗
  - 經濟增長放緩
  - 在美元升值下對新興市場的憂慮
- ◆ 環球增長仍然穩健，環球通脹相對低企，但不同經濟體之間的經濟趨勢愈見分歧
  - 美國推行財政刺激措施，而且存在經濟過熱風險，而歐洲及日本則漸失增長動力，通脹再度回軟
  - 同時，大部分新興市場繼續處於增長良好及通脹相對低企的「最佳位置」
- ◆ 投資者需要物色「以合理價格提供增長」的市場
  - 我們認為部分環球股票及新興市場資產類別（股票及本幣債券）估值吸引
  - 環球債券提供的可持續回報偏低，並面對不利的經濟環境
  - 然而，經過美國利率風險的大幅重新定價後，我們認為部分美國債券市場現在顯得吸引
  - 我們對信貸市場維持審慎

# 市場剖析

## 資產類別2018年與2017年的表現比較

- ◆ 2018年初，環球同步增長，通脹低企，波動性低，股票等高風險資產回報十分強勁；但踏入2月份，風險被重新定價
- ◆ 環球股票的總回報（資產價格升幅 + 股息 / 票息）現時為零，大部分債券的總回報偏低，甚至出現負數。商品（尤其是石油）屬於異數，在2018年回報強勁

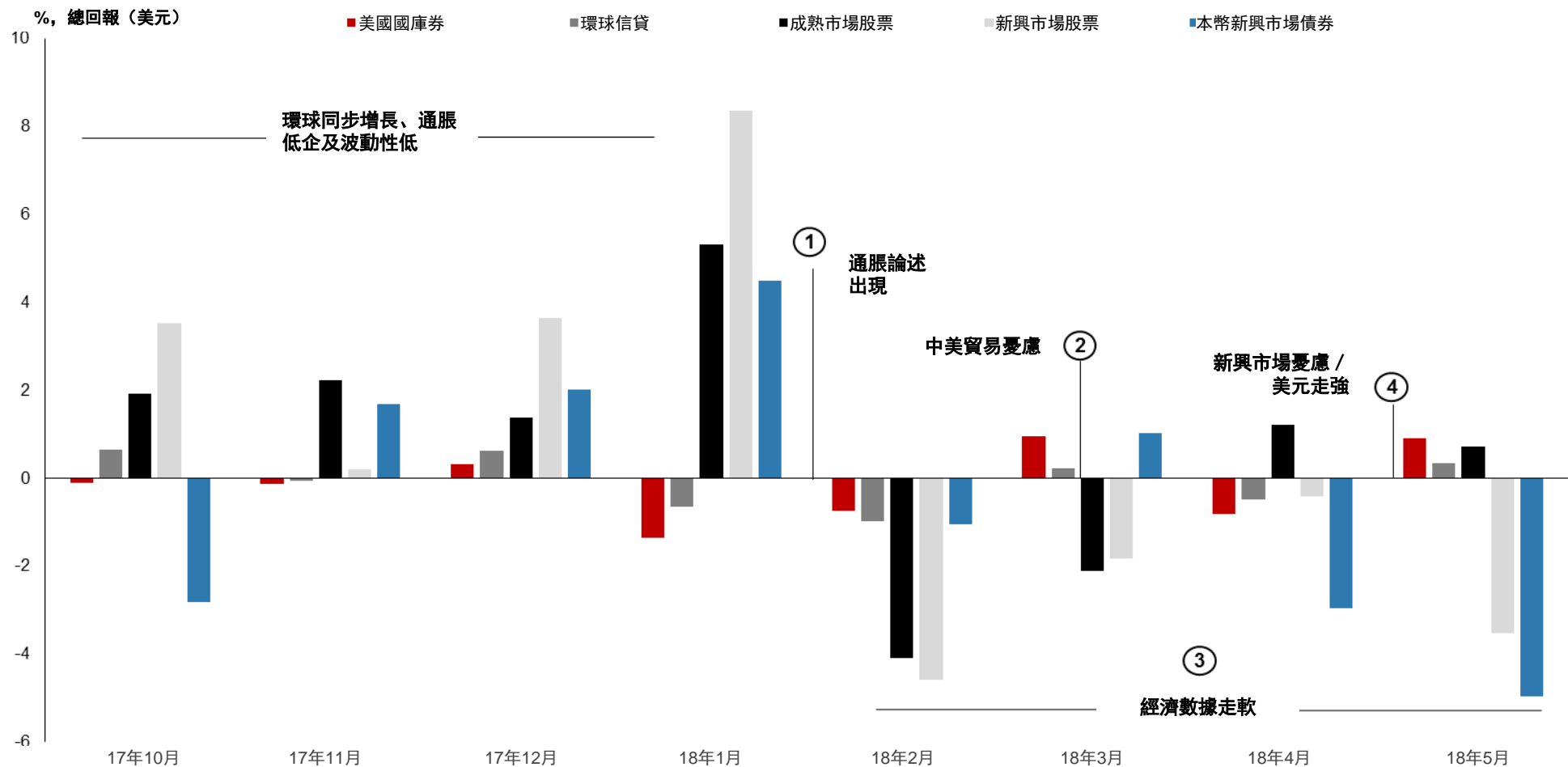


資料來源：彭博。除非另有說明，否則2017年1月1日至2018年5月31日的全部資產類別回報顯示為美元總回報（無對沖）。H—指貨幣對沖美元的總回報。過去的業績並不代表將來的回報。

# 今年投資者面對的四個「風浪」

## 資產類別表現

- ◆ 自2月以來，投資者面對四個負面「風浪」：(1) 通脹論述及利率憂慮增加；(2) 政局不明朗及環球貿易關係緊張；(3) 對環球增長走軟的認知；及(4) 關於新興市場的憂慮



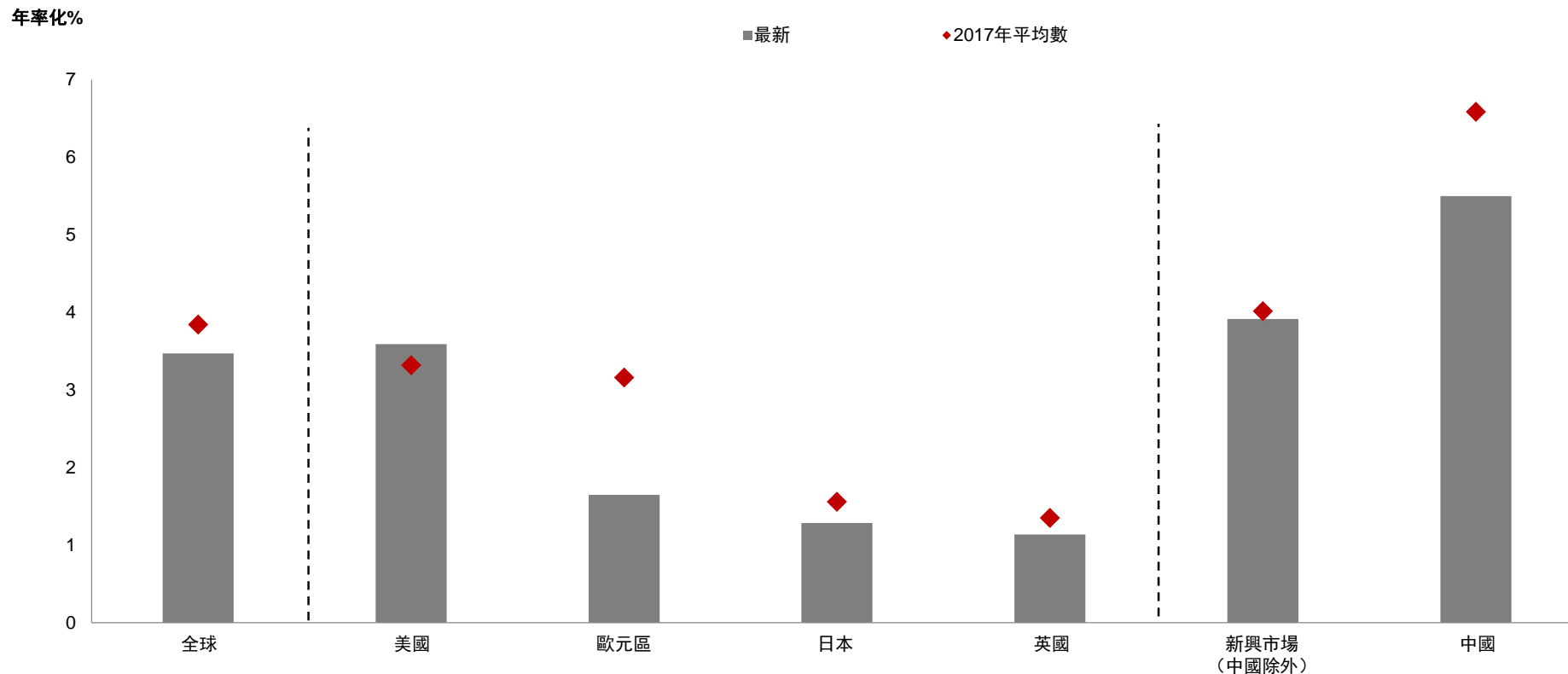
資料來源：滙豐環球投資管理，彭博，2018年6月。所載之任何觀點只反映製作文時之觀點，並會不時轉變而不作通知。過去的業績並不代表將來的回報。

# 先進經濟體失去一些增長動力

## 追蹤環球經濟現狀

- ◆ 我們使用稱為「Nowcasting」的「大數據」方式追蹤環球及各國的經濟增長現狀
- ◆ 環球增長仍見穩健，但先進經濟體失去經濟動力
- ◆ 新興經濟體的增長趨勢較為堅韌

### Nowcast「大數據」計算經濟增長—成熟市場與新興市場的基礎經濟活動強勁



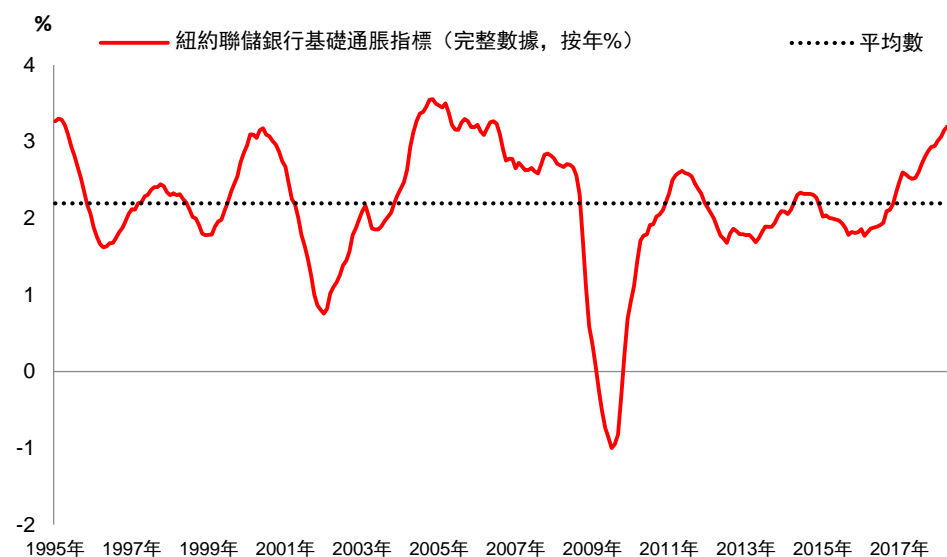
資料來源：滙豐環球投資管理，環球投資策略，2018年6月。所載之任何觀點只反映製作本文時之觀點，並會不時轉變而不作通知。本文所載任何預測、預計或目標僅供參考，且並非任何形式的保證。HSBC Global Asset Management (UK) Limited 概不就未能達成任何預測、預計或目標承擔責任。

# 經濟趨勢分歧

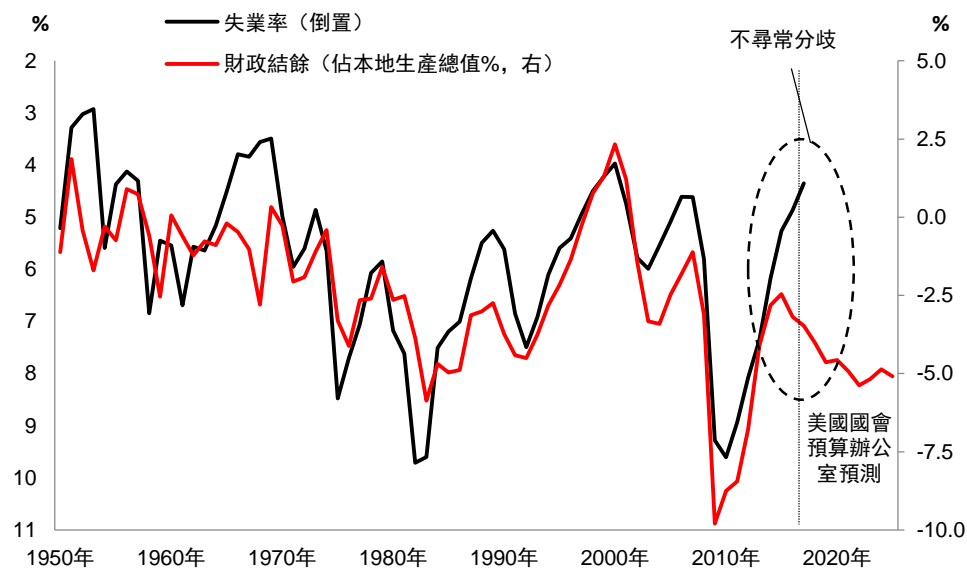
## 美國面臨經濟過熱的風險

- ◆ 儘管經濟增長略為放緩，但美國經濟繼續以高於趨勢的步伐擴張，通脹壓力日增
- ◆ 財政刺激方案在不尋常的商業週期階段推出
- ◆ 失業率接近歷史低位
- ◆ 經濟過熱風險顯著

### 價格壓力日增



### 失業率與財政預算出現不尋常分歧



資料來源：滙豐環球投資管理，2018年6月。所載之任何觀點只反映製作本文時之觀點，並會不時轉變而不作通知。本文所載任何預測、預計或目標僅供參考，且並非任何形式的保證。HSBC Global Asset Management (UK) Limited 概不就未能達成任何預測、預計或目標承擔責任。

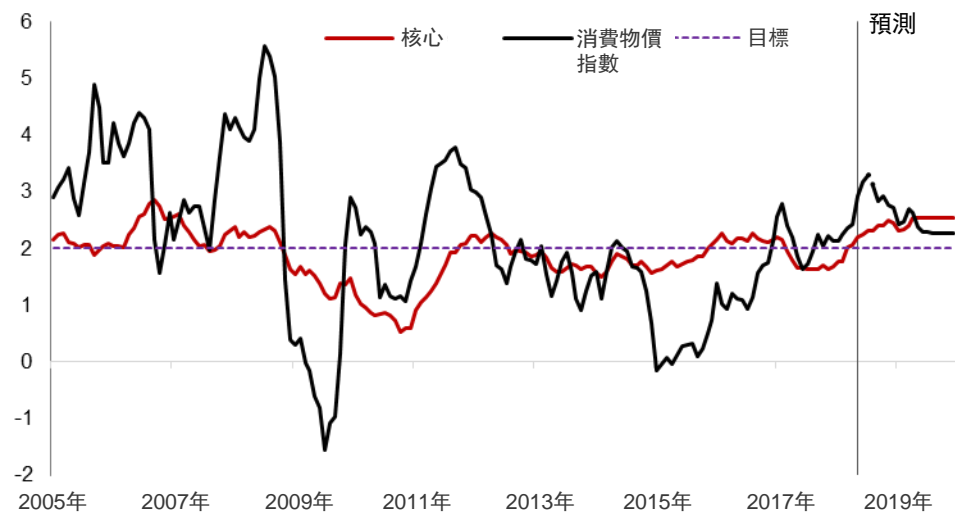
# 經濟趨勢分歧

## 歐洲及日本處於通脹低企的困局

- ◆ 先進經濟體的增長出現週期性分歧（美國相對於歐洲 / 日本）
- ◆ 通脹亦出現週期性分歧
- ◆ 美國以外的地方價格壓力沈寂
- ◆ 在歐洲及日本，通脹不太可能在短期內達到目標水平

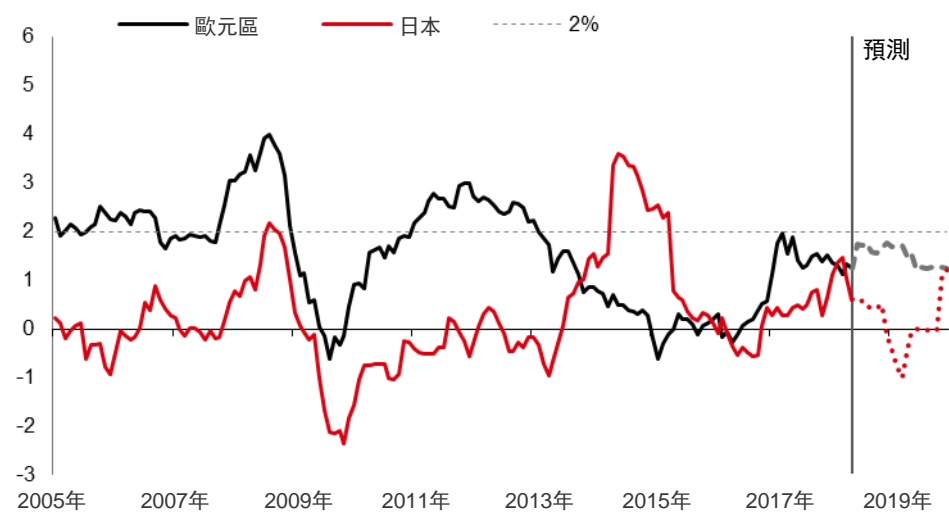
### 美國通脹預測<sup>1</sup>

按年%



### 歐洲及日本通脹預測<sup>1</sup>

按年%



1. 由下而上的通脹板塊模型，以預測通脹的短期均值回歸關係為基礎。資料來源：Datastream，滙豐環球投資管理，2018年6月。所載之任何觀點只反映製作本文時之觀點，並會不時轉變而不作通知。本文所載任何預測、預計或目標僅供參考，且並非任何形式的保證。HSBC Global Asset Management (UK) Limited 概不就未能達成任何預測、預計或目標承擔責任。

# 經濟趨勢分歧

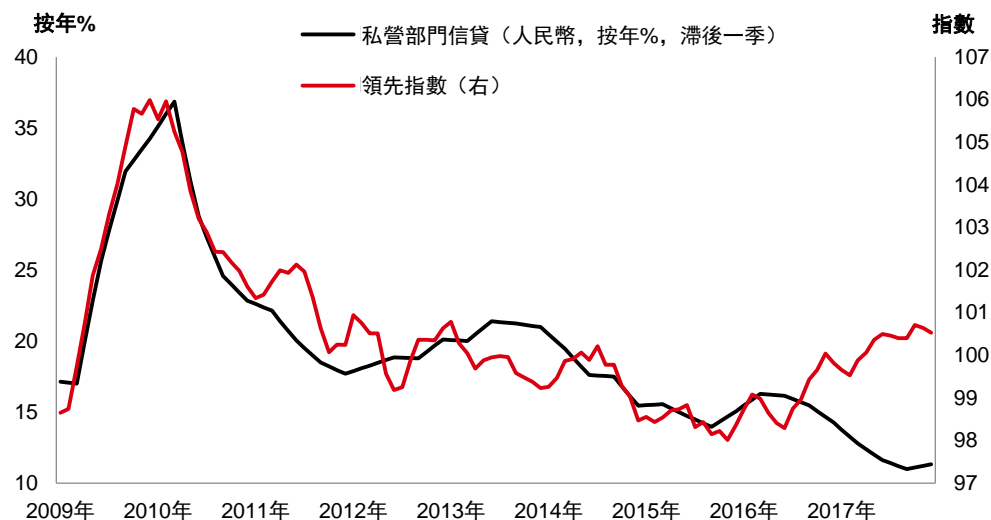
## 新興市場處於經濟最佳位置

- ◆ 與此同時，新興經濟體仍然處於增長理想及通脹低企的最佳位置
- ◆ 新興市場的整體通脹達到週期新低位
- ◆ 新興市場能否保持在這個最佳位置？這取決於：(1) 中國去槓桿的過程是否順利，及 (2) 美元能否避過進一步急劇升值
- ◆ 整體來說，在當下波動而複雜的環境中，關鍵在於善加甄別而動態地管理投資組合

### 通脹見新低



### 中國順利去槓桿屬關鍵



註：用以計算中國領先指數的分項包括：恒生中國內地流通指數、工業銷售、M2貨幣供應、新固定資產投資、物流指數（主要港口的貨運及運輸量總額）、房地產投資（土地及住宅物業建築）、消費者預期指數、國債息差（年期7年以上的國債與年期少於1年的國債之間的差價）。資料來源：彭博，Macrobond，滙豐環球投資管理，2018年6月。所載之任何觀點只反映製作本文時之觀點，並會不時轉變而不作通知。

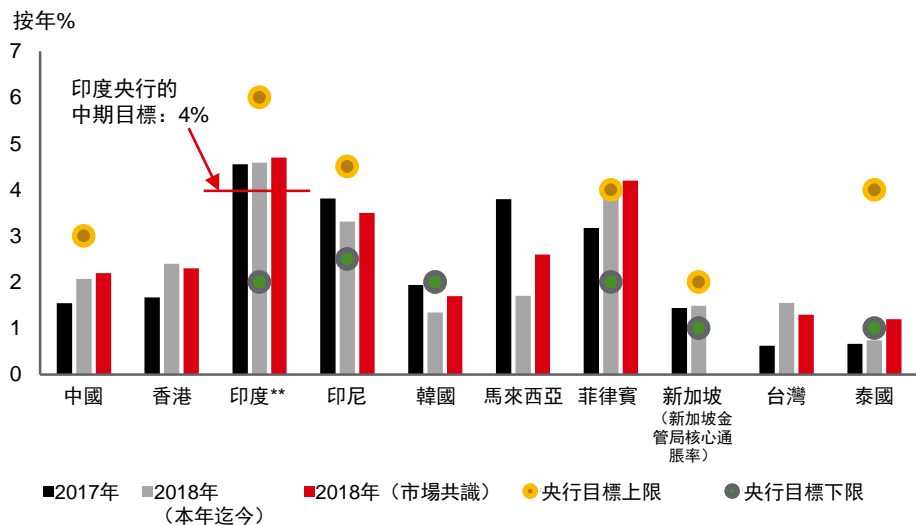


# 亞洲

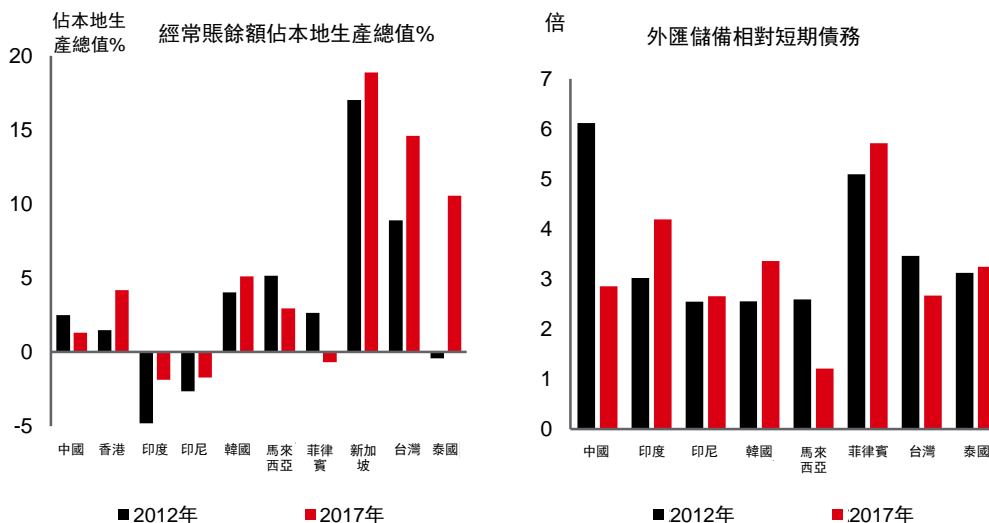
## 亞洲新興市場更有能力抵禦外來衝擊

- ◆ 在更具挑戰性的環球環境下，亞洲新興市場整體擁有穩健的宏觀基本因素、充裕的外匯儲備及政策能力
- ◆ 自2013年「縮減恐慌」以來，大部分經濟體的貿易赤字、財政短缺及通脹方面的宏觀失衡情況已經減輕
- ◆ 大部分國家現時的實際利率高於2013年，尤其是印度及印尼
- ◆ 亞洲的宏觀基本因素利好，加上政策警覺性佳，靈活的匯率制度及通脹目標貨幣政策具公信力，而且擁有正面的改革前景

### 實際通脹與央行目標及市場共識



### 亞洲新興市場的對外貿易逆差及外匯儲備



註：印度的財政年度數據

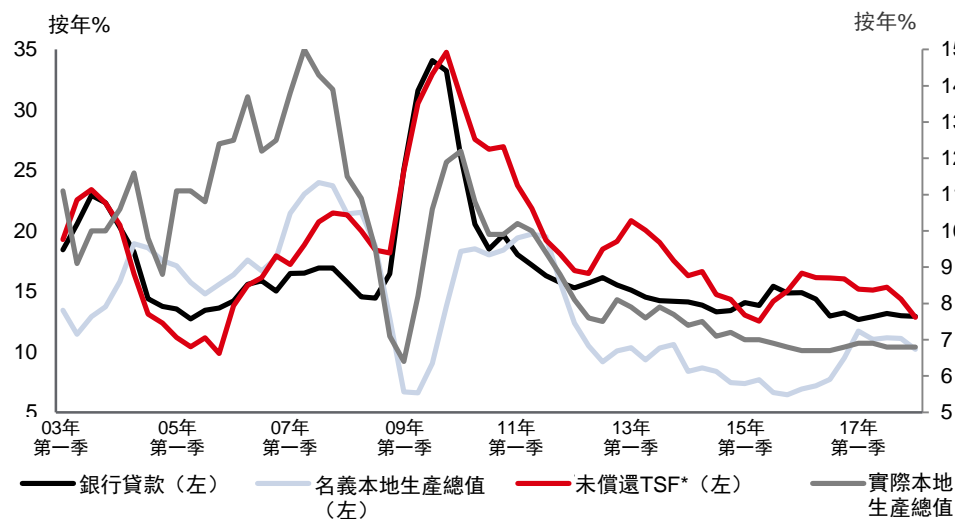
資料來源：CEIC，彭博，滙豐環球投資管理，數據截至2018年4月。所載之任何觀點只反映製作本文時之觀點，並會不時轉變而不作通知。

# 亞洲

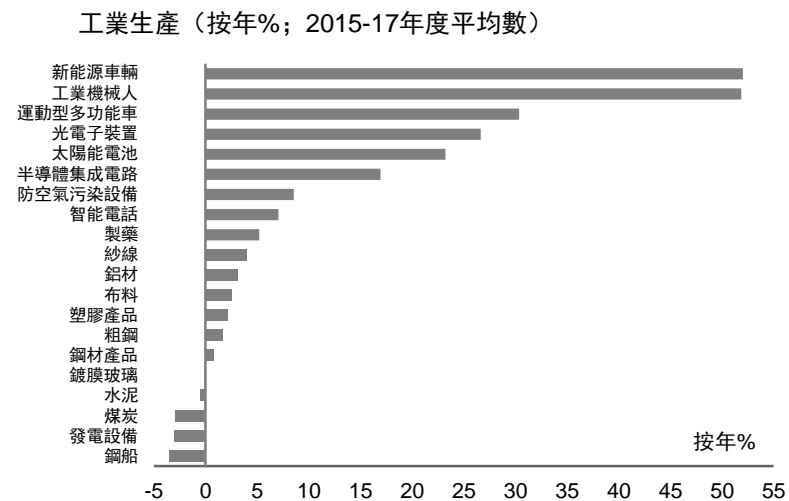
## 中國在工業升級及經濟重整下增長保持韌力

- ◆ 儘管信貸增長放緩，但中國經濟堅韌，原因可能是新的行業增長動力出現而不太依賴信貸
- ◆ 工業升級逐漸加速，創新及經濟結構繼續隨着經濟重整（邁向消費及服務）而改善，此乃去槓桿的關鍵
- ◆ 暫時來說，信貸增長的大部分跌幅源於非銀行因素或影子銀行活動，此對經濟活動的影響遠遠低於銀行貸款

中國經濟增長應保持堅韌，此乃受惠於經濟持續重整……



……以及工業升級。增長有望減少對信貸的依賴



註：\* TSF = 社會融資總量（已就地方政府債務置換調整）。

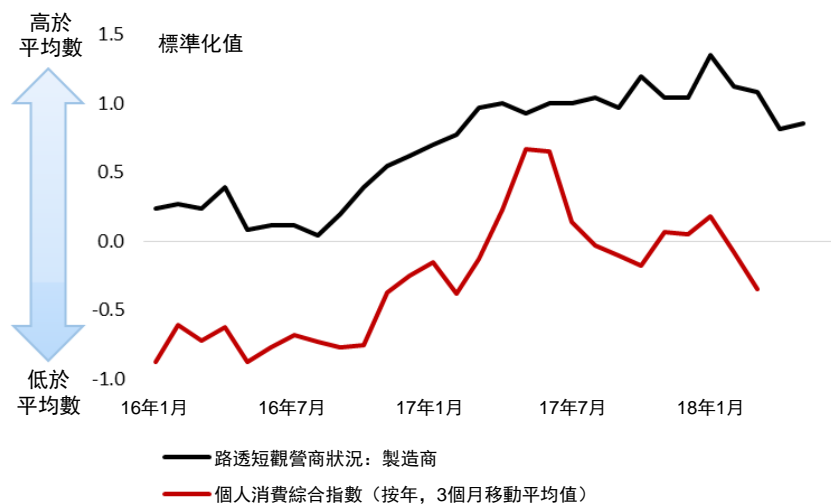
資料來源：CEIC，彭博，滙豐環球投資管理，數據截至2018年4月。所載之任何觀點只反映製作本文時之觀點，並會不時轉變而不作通知。

# 亞洲

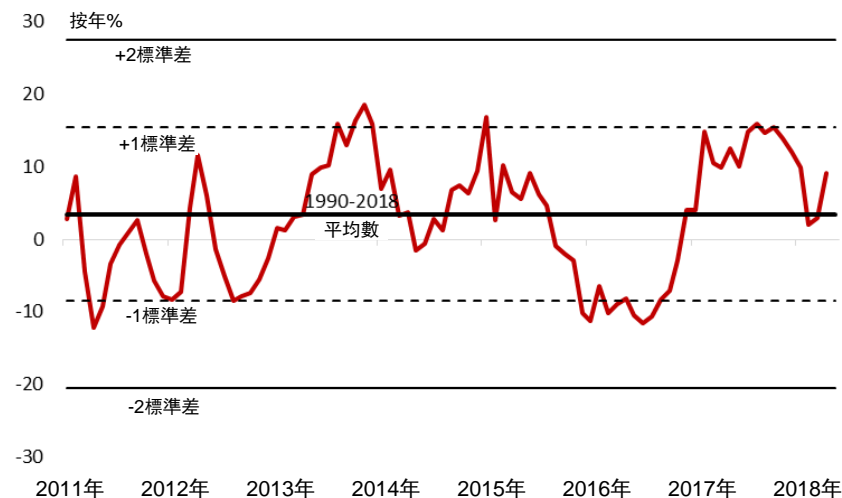
## 日本第一季經濟增長停滯，部分源於一次性因素

- ◆ 日本第一季本地生產總值按季下跌0.1%，是2015年底以來的首次。國內需求疲軟，可能是受一次性因素影響（尤其冬季天氣嚴峻）；私人非住宅投資有望在第二季反彈
- ◆ 儘管勞動市場非常緊張（事求人比率處於1974年以來的最高水平），但家庭消費仍然受到薪金增長輕微所抑制
- ◆ 對外貿易仍是日本的關鍵增長動力。美國與其他出口國（包括日本）之間的貿易關係緊張，可能造成負面影響
- ◆ 由於通脹仍然利好，且日本計劃下一次在2019年10月增加銷售稅（由8%調升至10%），因此在可見將來央行開始把政策正常化的機會不大

### 過去12個月日本消費者需求疲軟，而企業繼續蓬勃發展



### 經過第一季急劇放緩後，日本出口增長在4月輕微反彈



資料來源：滙豐環球投資管理，數據截至2018年6月。所載之任何觀點只反映製作本文時之觀點，並會不時轉變而不作通知。

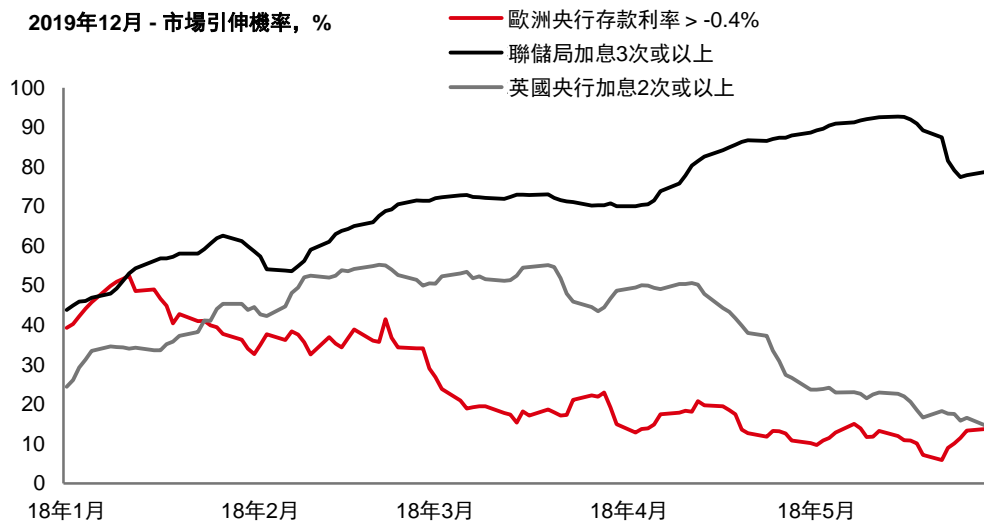
# 分歧方程式

## 經濟分歧 = 政策分歧

- ◆ 美國通脹已經回升，令聯儲局繼續處於緊縮政策之路。市場對聯儲局利率前景作出顯著的重新定價
  - 然而，聯儲局對於2019/20年度的利率預期仍比市場鷹派
- ◆ 至於其他國家，通脹疲軟 / 減弱令其央行變得更加鴿派
  - 目前，歐洲央行在2018年12月之前結束量寬措施的機會不大 → 政策分歧已經重新浮現

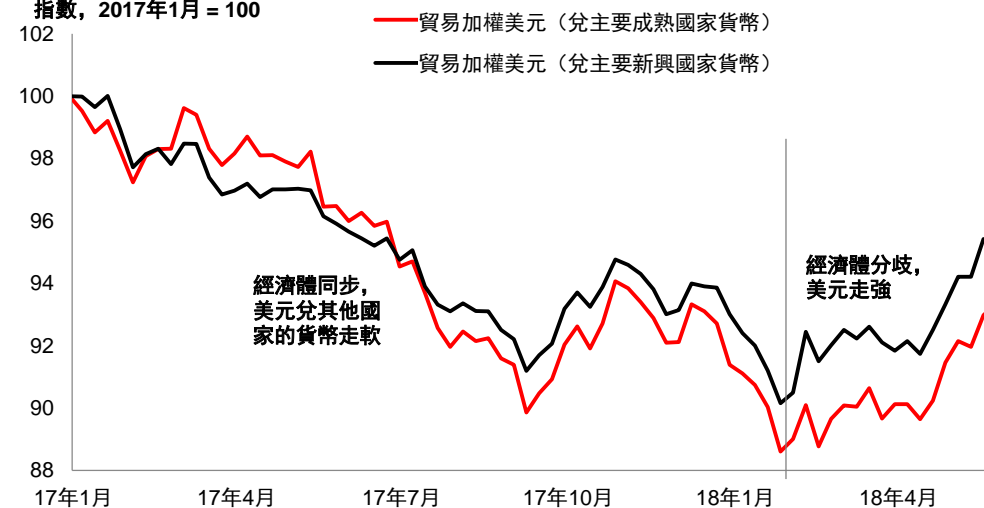
### 政策分歧

2019年12月 - 市場引伸機率, %



### 通脹分歧 = 政策分歧 = 匯率變動

指數, 2017年1月 = 100



資料來源: 彭博, 滙豐環球投資管理, 2018年6月。本文所載任何預測、預計或目標僅供參考, 且並非任何形式的保證。所載之任何觀點只反映製作本文時之觀點, 並會不時轉變而不作通知。

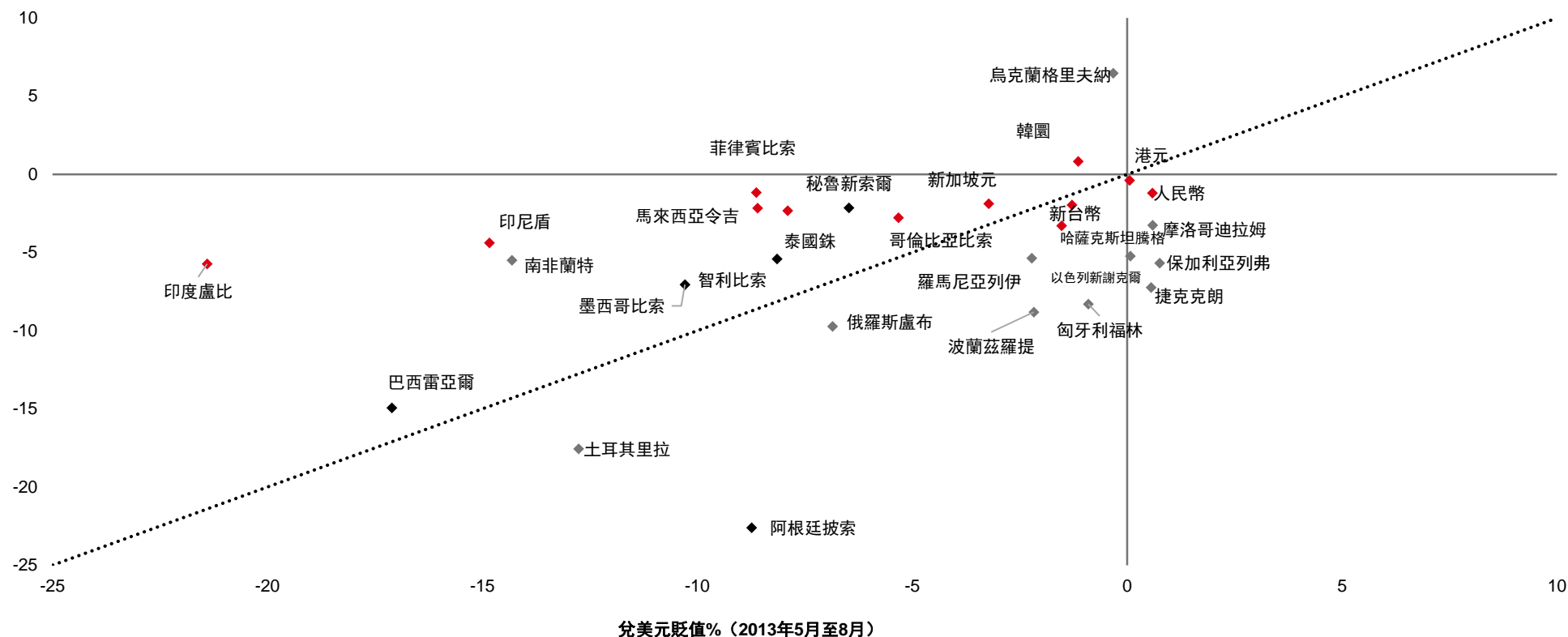
# 在美元升值下對新興市場的憂慮

## 美元急升乃因經濟增長及通脹趨勢分歧

- ◆ 美元的升勢在第二季開始，為新興市場帶來負面影響
- ◆ 投資者關注美國國庫券息率上升及美元強勢將影響新興市場經濟體的穩定性，情況猶如2013年的「縮減恐慌」
- ◆ 我們相信經濟分歧的情況將在2018年餘下時間持續，因此，美元有可能再進一步走強（但幅度不會像近期般急劇）。有機會改變此情況的一個風險因素是美國通脹及加息速度比預期快

### 縮減恐慌時間與近期新興市場外匯跌勢之比較

兌美元貶值%（2018年2月至5月）



資料來源：彭博，Datastream，滙豐環球投資管理，2018年6月。所載之任何觀點只反映製作本文時之觀點，並會不時轉變而不作通知。

# 市場在反映甚麼？

## 對增長及通脹風險的觀感

- ◆ 2018年上半年期間，市場對風險的觀感有所改變
- ◆ 市場對增長的觀感自年初以來變得平坦
- ◆ 市場再度出現對通脹風險的觀感（尤其是美國）

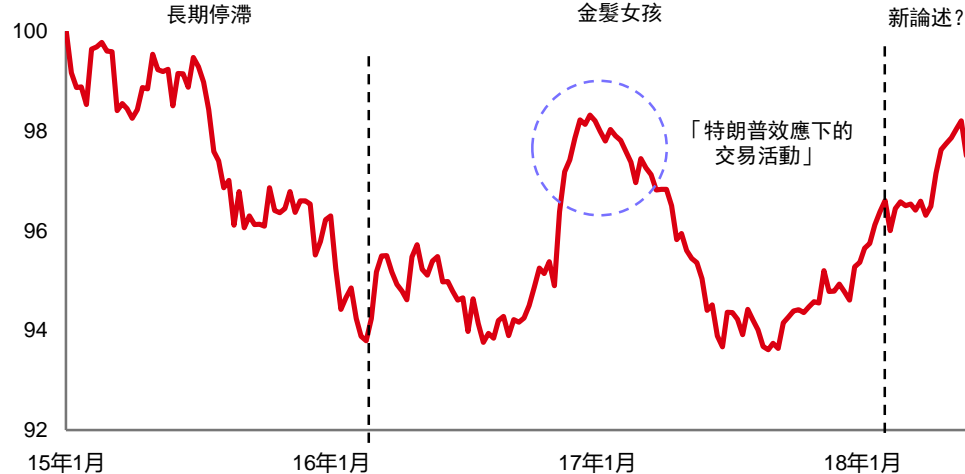
### 市場引伸的增長指標

滙豐環球投資管理的市場引伸增長指數



### 市場引伸的通脹指標

滙豐環球投資管理的市場引伸通脹指數

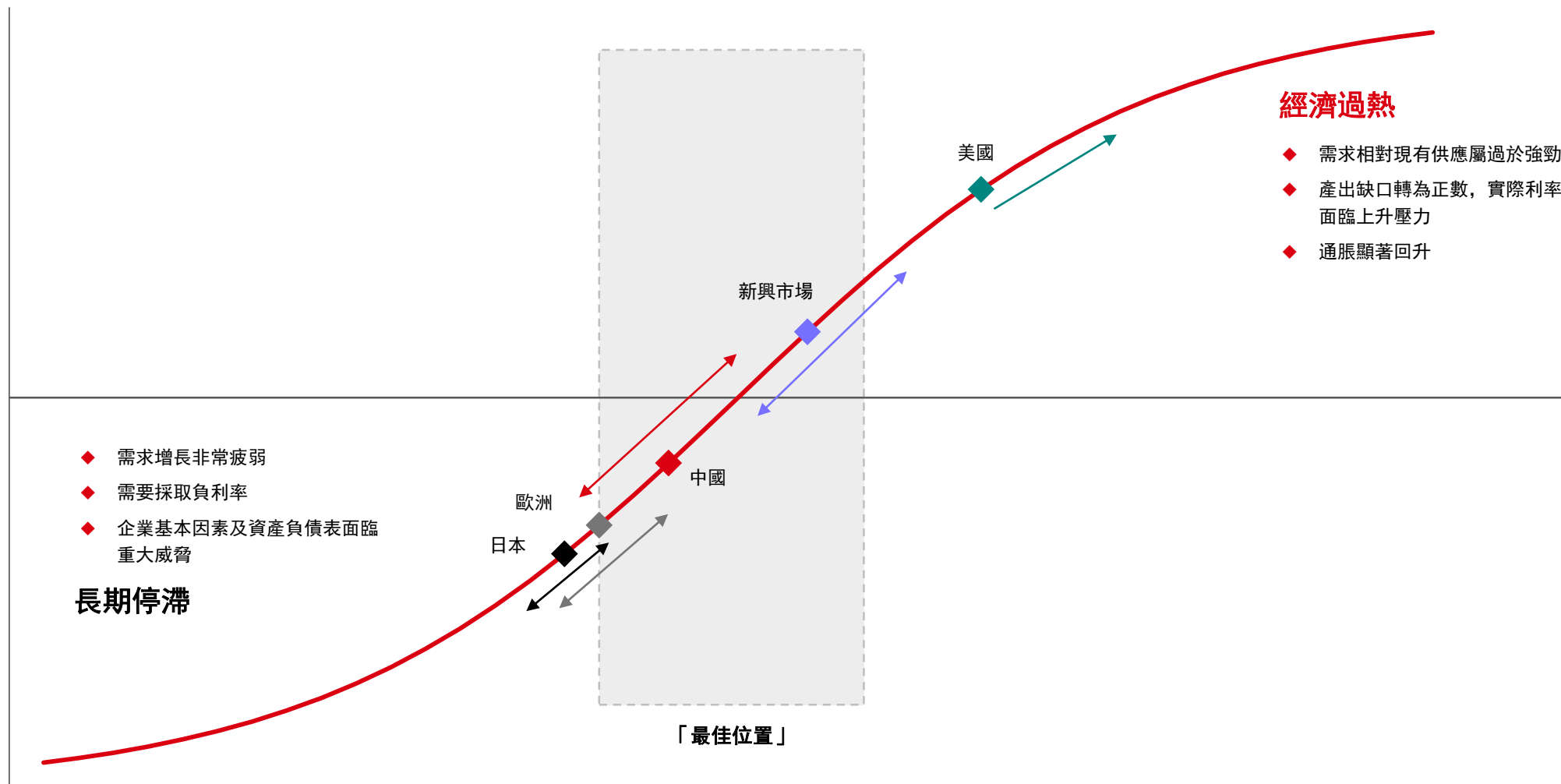


資料來源：滙豐環球投資管理，2018年6月。所載之任何觀點只反映製作本文時之觀點，並會不時轉變而不作通知。

# J曲線

## 主要經濟體的風險平衡

風險平衡

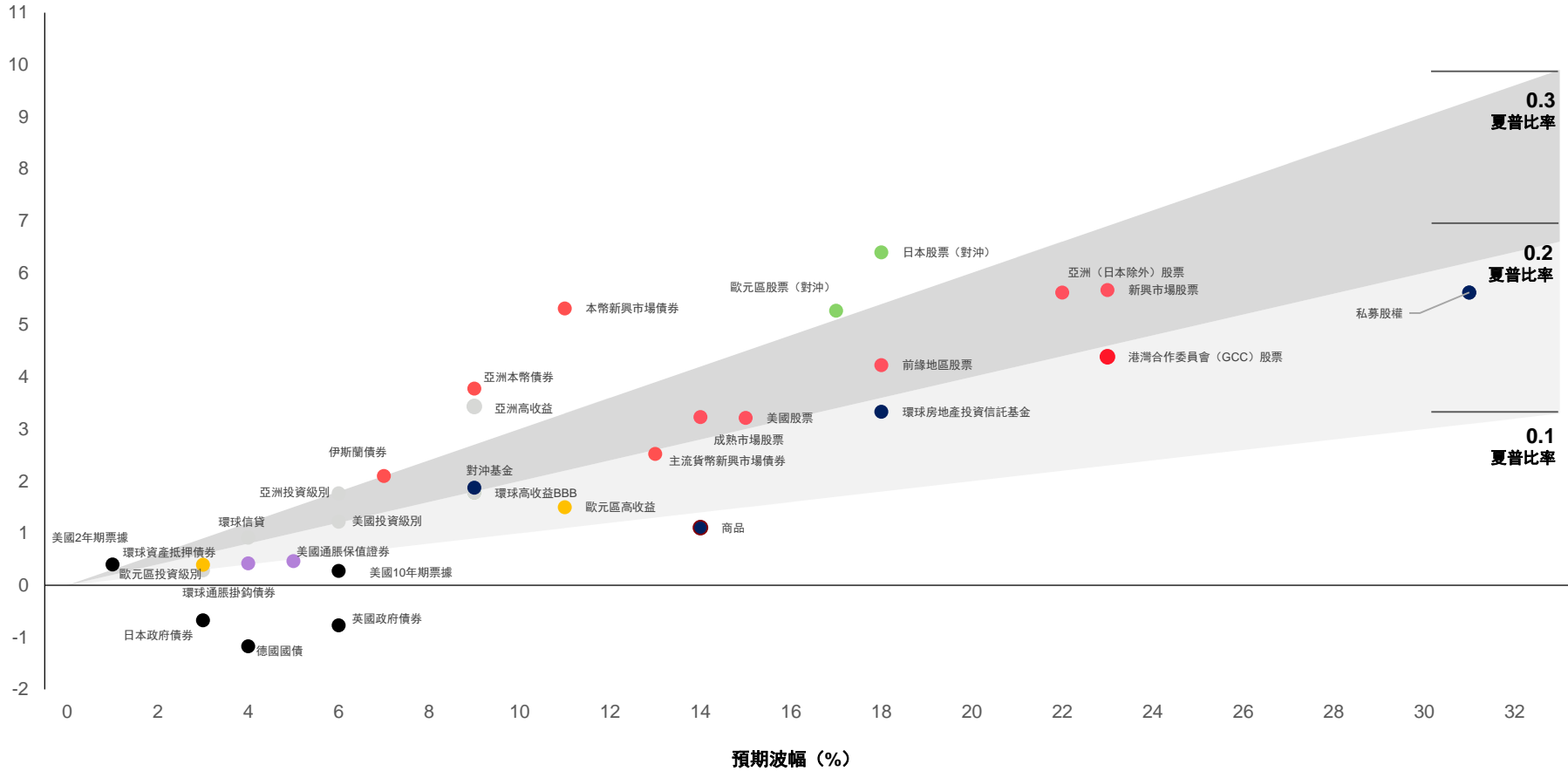


資料來源：滙豐環球投資管理，2018年6月。所載之任何觀點只反映製作本文時之觀點，並會不時轉變而不作通知。

# 資產類別的排序

## 今日的引伸市場潛在回報

預期風險溢價 (%、名義、美元)



環球固定收益資產乃以美元對沖顯示。本幣新興市場債券、股票及另類資產以無對沖顯示。

資料來源：滙豐環球投資管理，2018年6月。所載之任何觀點只反映製作本文時之觀點，並會不時轉變而不作通知。過去的業績並不代表將來的回報。



# 概要

## 關鍵主題

### ◆ 主題#1：分歧方程式

- 環球經濟已離開2017年的最佳位置，但增長仍見穩健
- 增長及通脹趨勢變得不太同步，並更趨分歧

### ◆ 主題#2：波幅（稍為）回歸

- 通脹風險及政局不明朗因素為金融市場製造偶爾波動空間
- 不過，經濟增長良好及宏觀經濟波動性低，表示我們仍處於低波幅的境況

### ◆ 主題#3：價格合理的增長

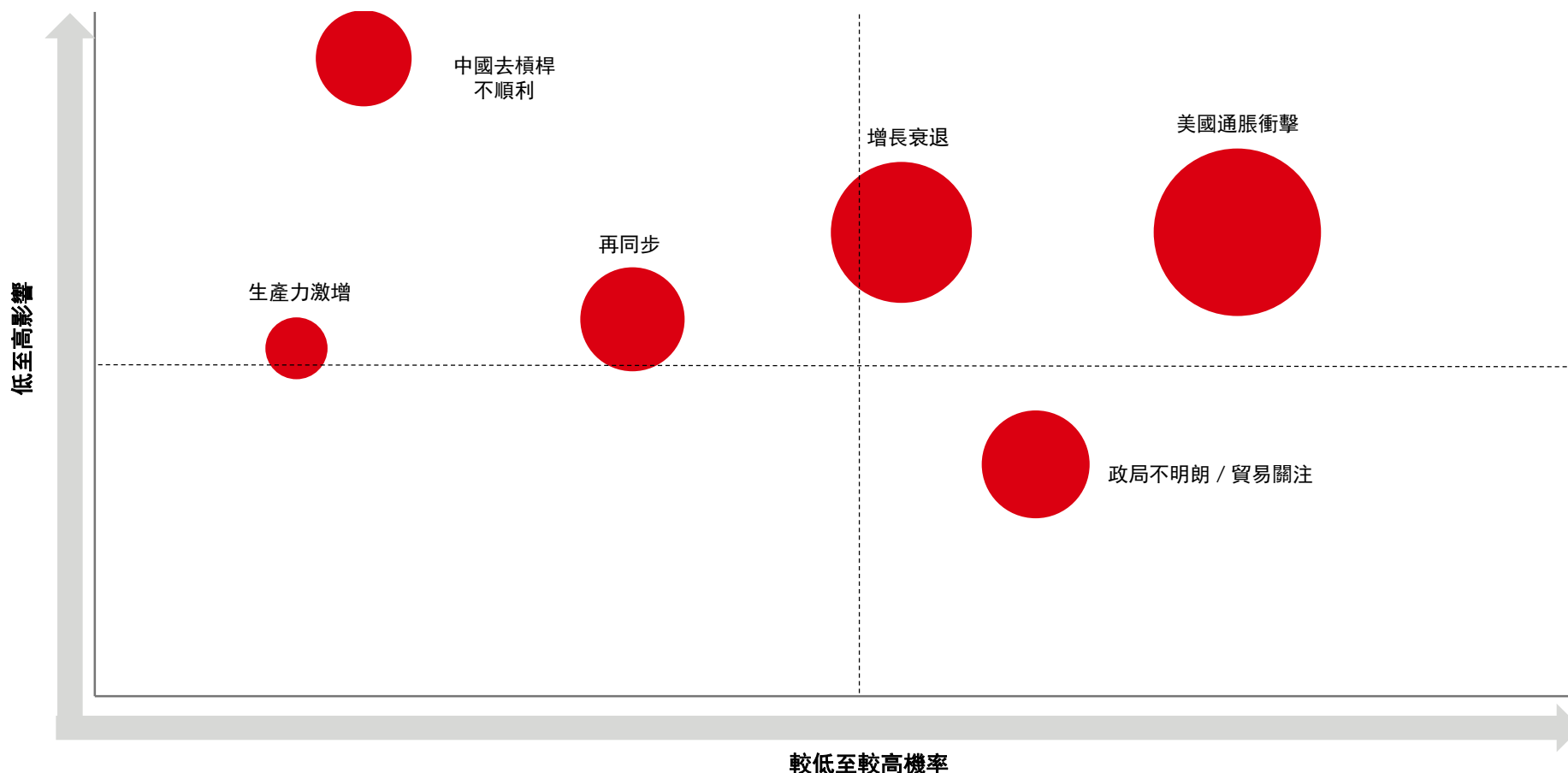
- 專注於以價格相對吸引的方式，「投注」增長保持理想
- 歐洲和日本股市以及新興市場資產類別提供吸引的預期回報

### ◆ 主題#4：債券處於轉捩點

- 通脹加快及環球債券估值過高，為債券的安全概念帶來挑戰
- 投資者需要稍具創意，尋找市場認知的「避風港」

## 前景的風險因素

- ◆ 金融市場未來數月的主要風險是美國通脹衝擊。這將導致利率升幅加快，為全球經濟體帶來連鎖效應
- ◆ 其它重要風險關乎政治及貿易協議的當前憂慮
- ◆ 投資不會全無風險，投資價值可升可跌。在當下環境中，有數項潛在風險特別明顯。一如以往，關鍵是對我們的資產配置策略採取主動部署



資料來源：滙豐環球投資管理，2018年6月。所載之任何觀點只反映製作本文時之觀點，並會不時轉變而不作通知。本文所載任何預測、預計或目標僅供參考，且並非任何形式的保證。HSBC Global Asset Management (UK) Limited 概不就未能達成任何預測、預計或目標承擔責任。

致客戶的重要資訊：

警告：本文件的內容未經任何香港或任何其他司法管轄區的監管機構審閱。建議您就相關投資及本文件內容審慎行事。如您對本文件的內容有任何疑問，應向獨立人士尋求專業意見。

本文件由香港上海滙豐銀行有限公司（「本行」）在香港經營受管制業務期間發佈，可在其他可合法分發本文件的司法管轄區進行分發，並僅供收件人使用。本文件內容不得複製或進一步分發予任何人士或實體作任何用途，不論是全部或部分內容。本文件不得分發予美國、加拿大或澳洲，或任何其他分發本文件屬非法行為的司法管轄區。所有未經授權複製或使用本文件的行為均屬使用者的責任，並可能引致法律訴訟。

本文件沒有合約價值，並不是且不應被詮釋為進行任何投資買賣，或認購或參與任何服務的要約或要約招攬或建議。本行並沒有建議或招攬任何基於本文件的行動。

本文件內列明的資訊及 / 或表達的意見由滙豐環球投資管理有限公司提供。我們沒有義務向您發佈任何進一步的刊物或更新本文件的內容，該等內容或隨時變更，並不另行通知。該等內容僅表示作為一般資訊用途的一般市場資訊及 / 或評論，並不構成買賣投資項目的投資建議或推薦或回報保證。本行沒有參與有關資訊及意見的準備工作。本行對本文件內的資訊及 / 或意見之準確性及 / 或完整性不作任何擔保、申述或保證，亦不承擔任何責任，包括任何從相信為可靠但未有獨立進行驗證的來源取得之第三方資訊。任何情況下，本行或滙豐集團均不對任何與您使用本文件或依賴或使用或無法使用本文件內資訊相關的任何損害、損失或法律責任承擔任何責任，包括但不限於直接或間接、特殊、附帶、相應而生的損害、損失或法律責任。

如您持有滙豐環球投資管理有限公司管理的個人投資組合，本文件內的意見不一定代表目前投資組合的構成部分。滙豐環球投資管理有限公司管理的個人投資組合主要反映個別客戶的投資目標、風險喜好、投資年期及市場流動性。

本文件內含的資訊未有按您的個人情況審閱。請注意，此資訊並非用作協助作出法律、財政或其他諮詢問題的決定，亦不應作為任何投資或其他決定的依據。您應根據您的投資經驗、目標、財政資源及有關情況，仔細考慮所有投資觀點及投資產品是否合適。您可自行作出投資決定，但除非向您出售產品的中介人根據您的財政情況、投資經驗及投資目標，向您說明該產品適合您，否則不應投資於任何產品。您應細閱相關產品銷售文件了解詳情。

本文件內部分陳述可視為前瞻性陳述，提供目前對未來事件的預期或預測。有關前瞻性陳述並非未來表現或事件的擔保，並涉及風險及不穩定因素。該等陳述不代表任何一項投資，僅用作說明用途。客戶須注意，不能保證本文件內描述的經濟狀況會在未來維持不變。實際結果可能因多種因素而與有關前瞻性陳述所描述的情況有重大差異。我們不保證該等前瞻性陳述內的期望將獲證實或能夠實現，警告您不要過份依賴有關陳述。我們沒有義務更新本文件內的前瞻性陳述，不論是基於新資訊、未來事件或其他原因，亦沒有義務更新實際結果與前瞻性陳述預期不同的原因。

投資涉及風險，必須注意投資的資本價值，且所得收益可升可跌，甚至變得毫無價值，投資者可能無法取回最初投資的金額。本文件內列出的過往表現並非未來表現的可靠指標，不應依賴任何此內的預測、預期及模擬作為未來結果的指標。有關過往表現的資料可能過時。有關最新資訊請聯絡您的客戶經理。

任何市場的投資均可能出現極大波動，並受多種因直接及間接因素造成不同幅度的突發波動影響。這些特徵可導致涉及有關市場的人士蒙受巨大損失。若提早撤回或終止投資，或無法取回投資全額。除一般投資風險外，國際投資可能涉及因貨幣價值出現不利波動、公認會計原則之差別或特定司法管轄區經濟或政治不穩而造成的資本損失風險。範圍狹窄的投資及較小規模的公司一般會出現較大波動。不能保證交易表現正面。新興市場的投資本質上涉及較高風險，可能較其他成熟市場固有的投資出現較大波動。新興市場的經濟大幅取決於國際貿易，因此一直以來並可能繼續會受貿易壁壘、外匯管制、相對幣值控制調整及其他貿易國家實施或協商的保障措施不利影響。有關經濟亦一直並可能繼續受其貿易國的經濟情況不利影響。互惠基金投資受市場風險影響，您應細閱所有計劃相關文件。

版權所有 © 香港上海滙豐銀行有限公司 2018。保留一切權利。未經香港上海滙豐銀行有限公司事先書面許可，不得以任何形式或任何方式（無論是電子、機械、影印、攝錄或其他方式）複製或傳送本刊物任何部分或將其任何部分儲存於檢索系統內。

由香港上海滙豐銀行有限公司刊發  
Issued by The Hongkong and Shanghai Banking Corporation Limited

Exp: 11/12/2018

