

# 轉捩點

## 季度展望

2018年4月

HSBC  滙豐

# 概要

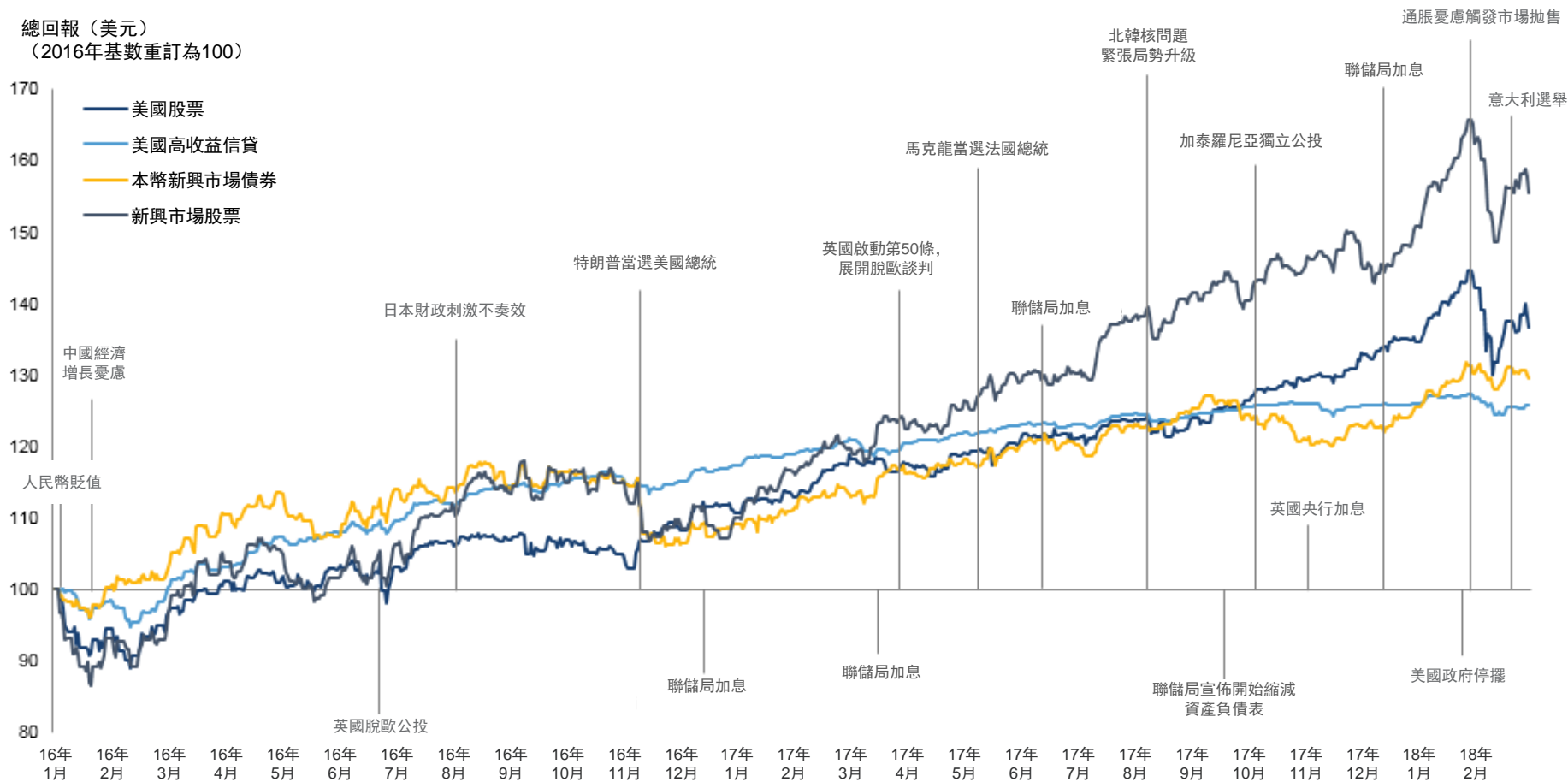
## 轉捩點

- 2017年的經濟環境理想，增長勝預期、通脹偏低、利率低企、企業盈利強勁
- 此情況為較高風險定息資產（如新興市場債券）、股票及一些另類投資策略締造了優秀的投資回報
- 不過，支持這個環境的經濟力量正在開始減退：
  - 環球經濟增長仍佳，但動力有所下降，而市場的預期更高；
  - 通脹持續偏低，但週期性通脹壓力開始增加；以及
  - 政策組合開始略為不及過往般利好增長
- 投資市場正處於「轉捩點」
  - 市場認知的主要風險不再是經濟停滯及通縮。現在的風險是通脹上升及加息比預期快
  - 這意味着環球債券的風險特質已經改變
- 我們看好個別的風險資產類別（環球股票、新興市場、美元）多於安全資產類別（環球債券）

# 市場剖析

## 2017年：在憂慮中建立的牛市

- 去年及今年年初，儘管經濟環境理想，但市場仍對前景感到憂慮。我們一直在攀上「憂慮之牆」

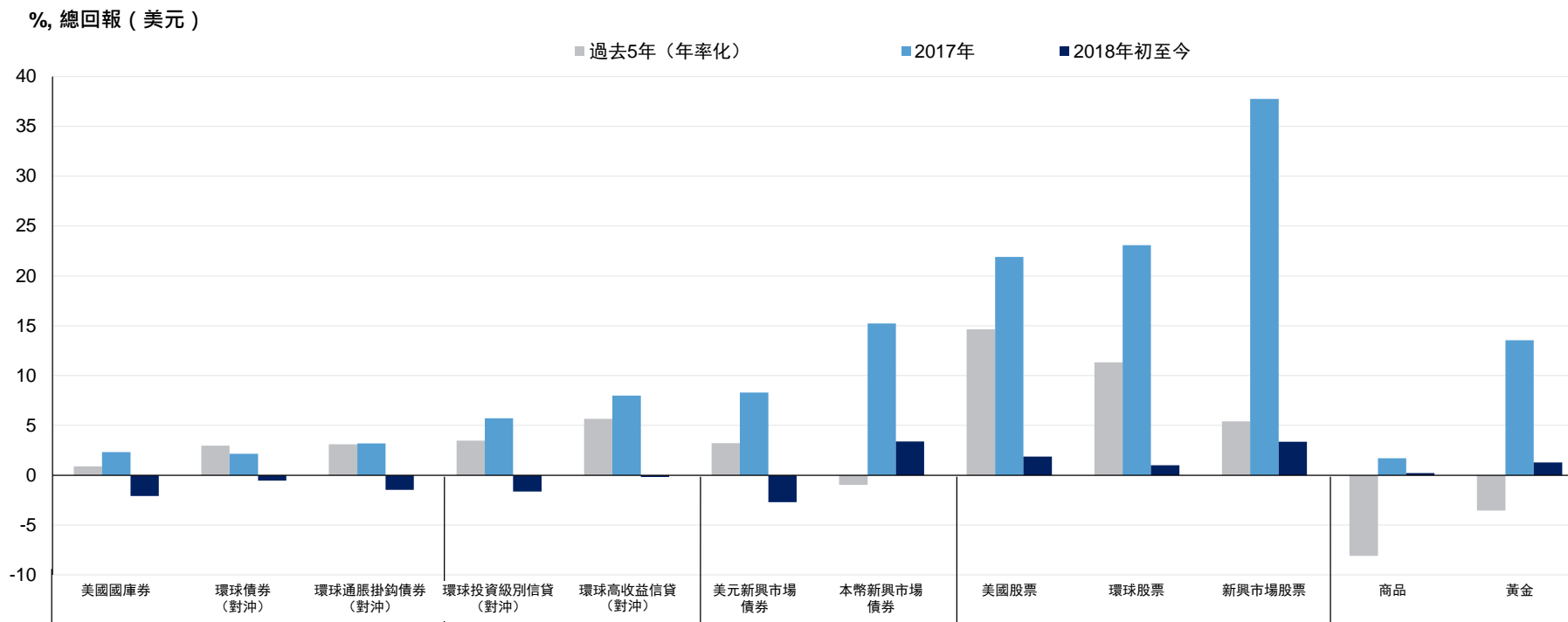


資料來源：滙豐環球投資管理，截至2018年3月

# 市場剖析

## 過去5年及2017年資產回報

- 不過，資產類別在過去五年的回報強勁
  - 定息資產錄得中單位數正回報，風險資產錄得雙位數回報
- 2017年的表現極佳，明顯超出預期
- 2018年迄今，市場進一步預期美國加快調高利率，貿易戰的不明朗因素對環球股市及美國國庫券造成影響



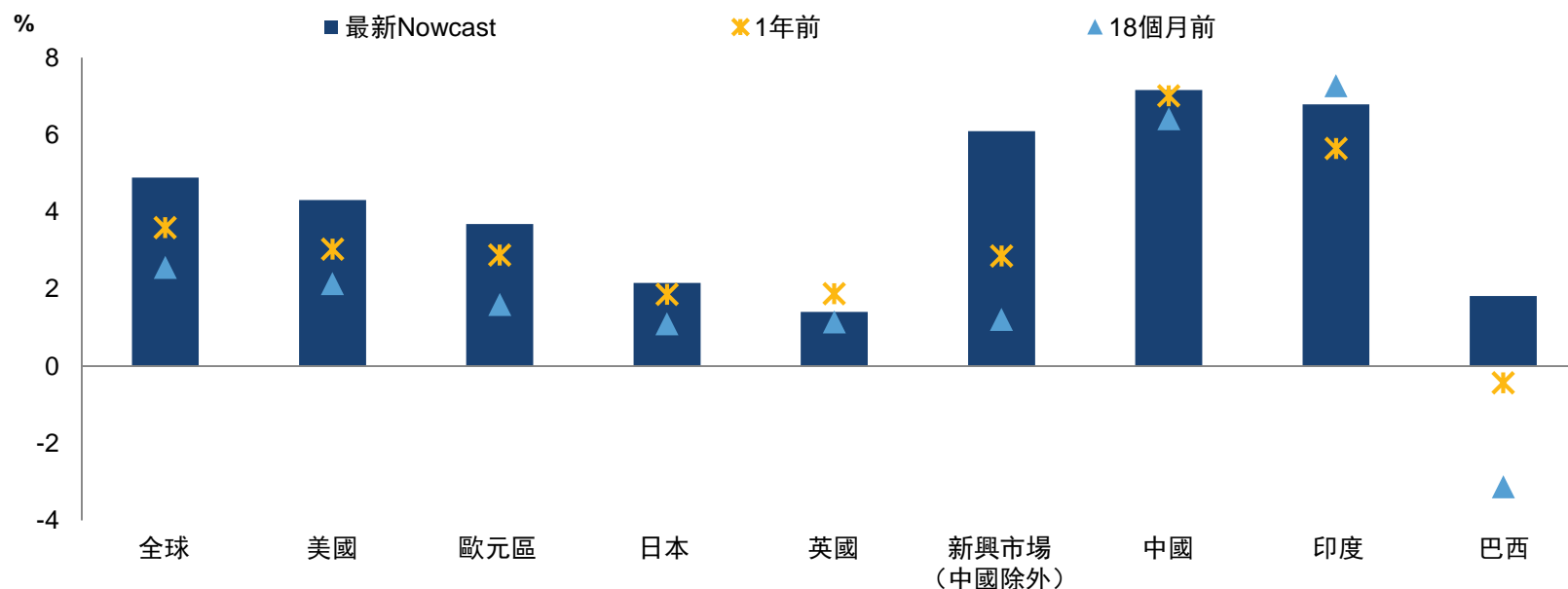
資料來源：滙豐環球投資管理、彭博、Datastream，數據截至2018年2月底。  
 所示回報為2012年12月31日至2017年12月31日，按美元計算（年率化）。「（對沖）」表示貨幣對沖回報。

# 同步增長

## 追蹤環球經濟現狀

- 我們使用「Nowcasting」的「大數據」方法，追蹤環球及各國的經濟增長狀況
- 環球經濟增長出乎意料地良好，我們現在錄得自2010年代初以來最強勁的經濟擴張速度。但若以歷史標準來衡量，此速度仍屬溫和
- 令人印象深刻的是經濟增長廣泛的程度。環球經濟同步增長，且增長動力更多元化（例如投資支出）
- 此乃「平衡擴張」

### Nowcast「大數據」計算經濟增長 – 成熟市場與新興市場經濟活動強勁



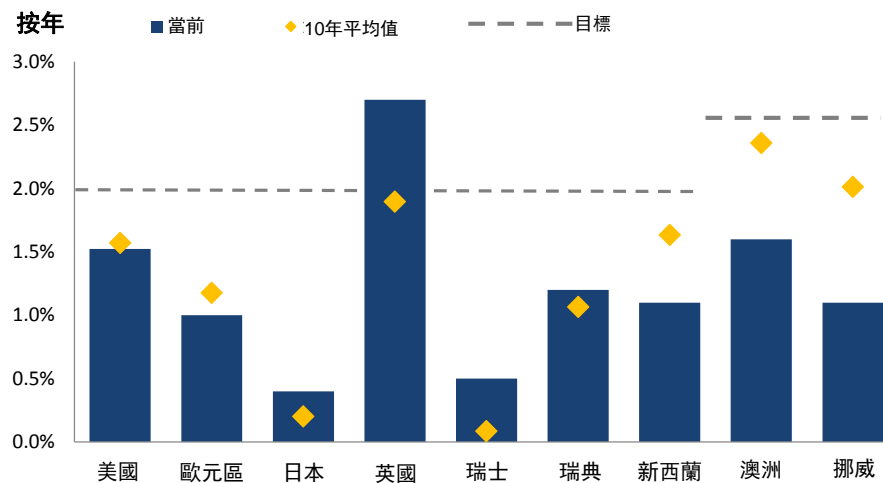
資料來源：滙豐環球投資管理，環球投資策略，2018年3月

# 週期性通脹

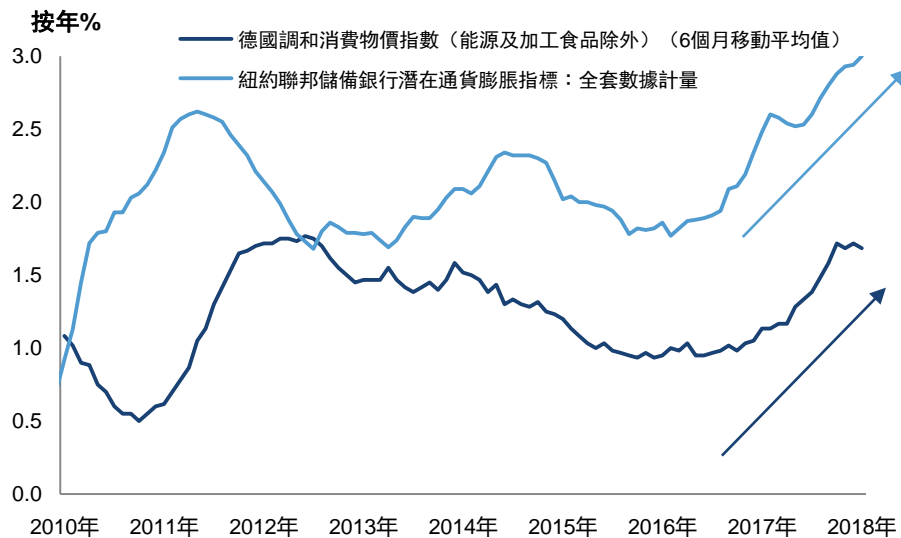
## 逐步與環球的壓力

- 2017年，低通脹是中央銀行官員的「謎思」
- 自金融危機以來，通脹一直未能達到目標
- 但週期性通脹壓力逐漸累積 – 而美國處於這環球趨勢的前列

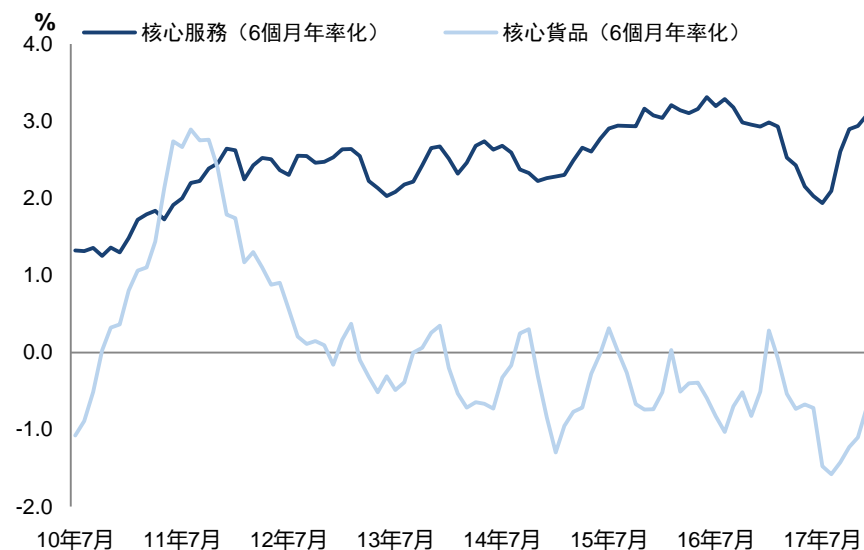
大部分成熟市場的通脹未達目標……



……但週期性通脹壓力正在累積



美國通脹：核心貨品及核心服務



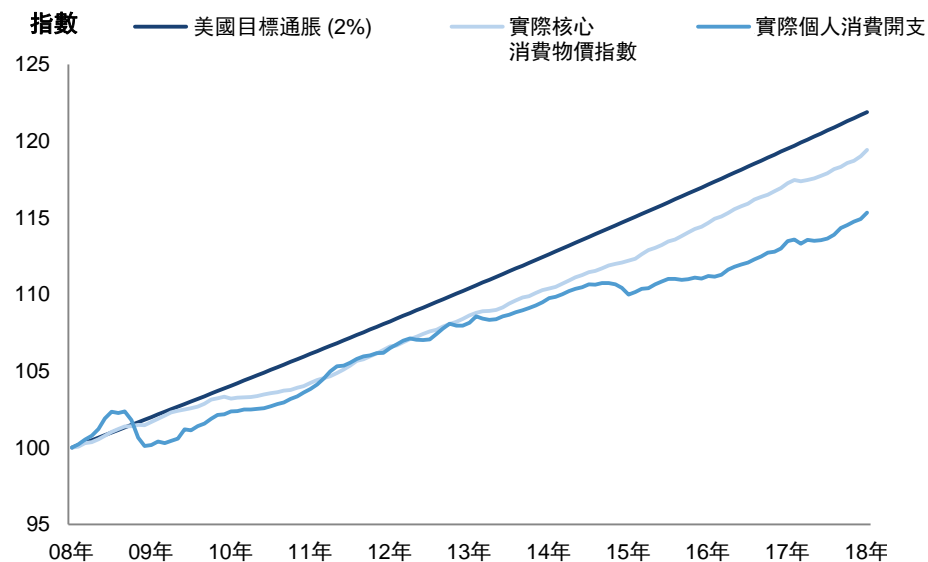
資料來源：滙豐環球投資管理，環球投資策略，2018年3月

# 仍處於「物價穩定」的形勢

## 結構性通脹仍然偏低

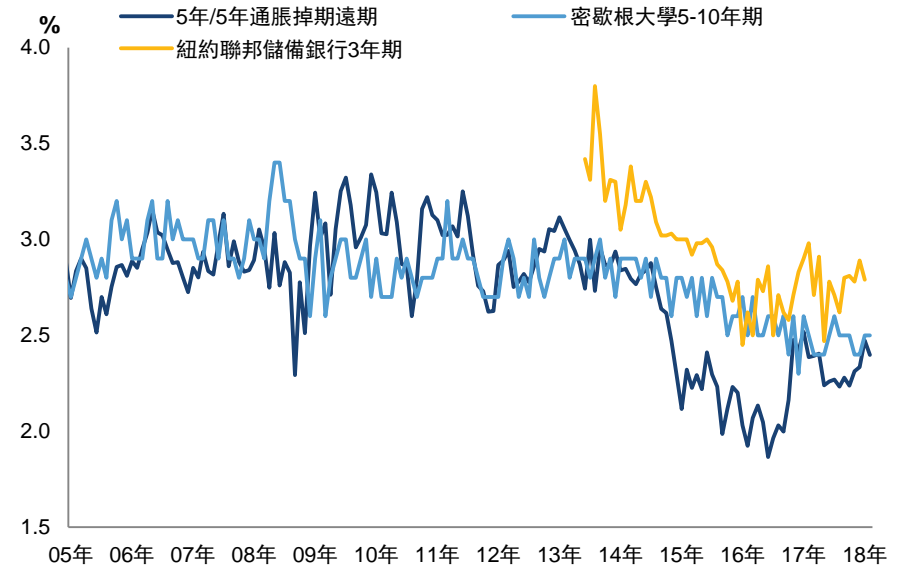
- 週期性通脹正在上升，但通脹趨勢的轉變傾向緩慢及漸進。此外，今天少許的經濟過熱並不足以抵銷我們自金融危機以來所見的低於目標通脹率
- 通脹預期（主要的長期通脹推動因素）維持穩定。我們仍處於一個「物價穩定」的世界
  - 導致中期低通脹的結構性力量暫時維持不變（即科技轉變、全球化、撤銷管制、獨立的央行等）

### 實際美國通脹與目標



資料來源：滙豐環球投資管理，環球投資策略，2018年3月

### 中期通脹預期

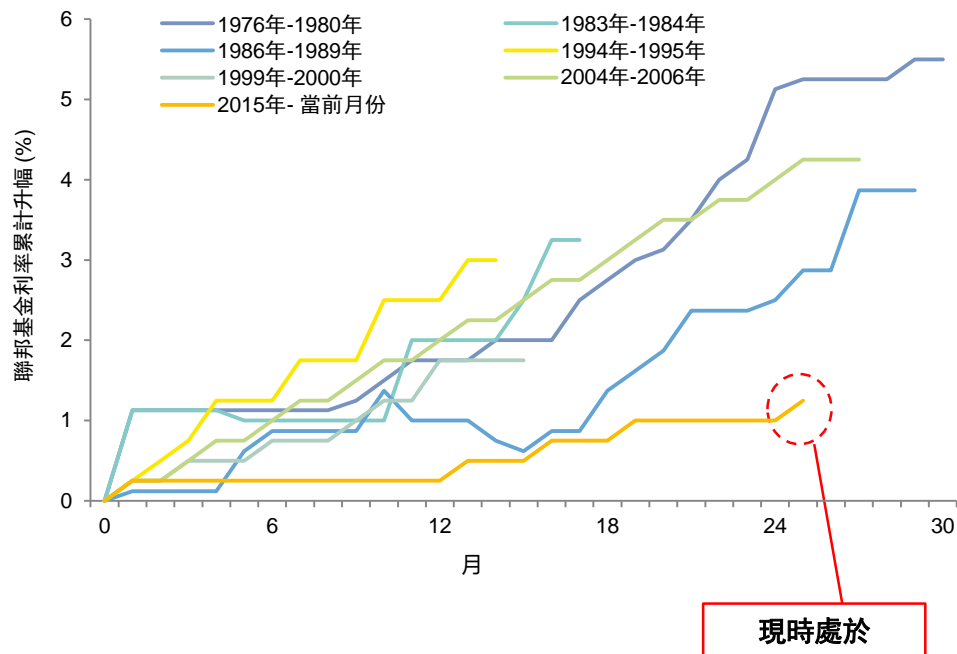


# 政策組合

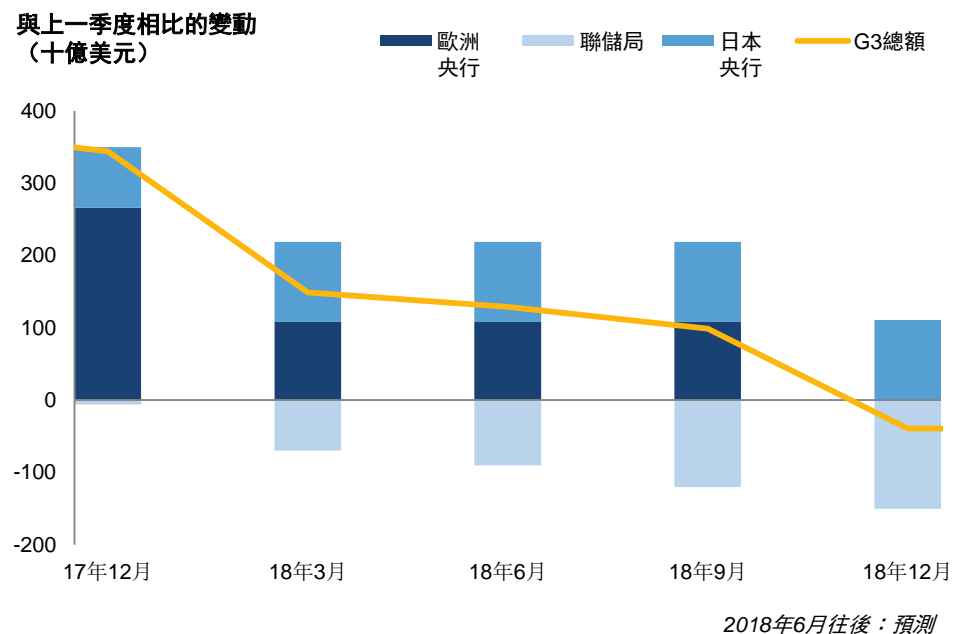
## 週期性通脹意味政策逐漸成為阻力

- 與歷史相比，利率週期維持「緩慢及偏低」
- 但經濟同步增長與週期性通脹的出現，意味着利率週期現在應會加速
- 今年利率將會上升，中央銀行亦將削減資產負債表規模

### 美國利率緊縮週期



### 中央銀行資產負債表



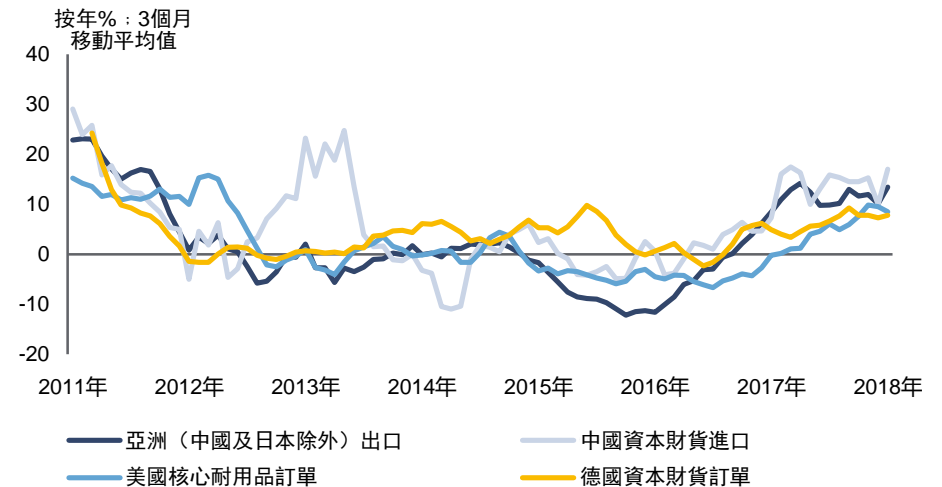
資料來源：滙豐環球投資管理，環球投資策略，2018年3月



# 亞洲貿易在2018年有不俗的開始

- 亞洲貿易今年有不俗的開始，繼續受惠於環球「平衡擴張」及中國穩健的需求
- 一些領先指標顯示貿易的動力可能正在見頂，消費電子週期的助力亦開始減弱
- 然而，環球資本開支週期（包括中國工業升級的需求）短期內對亞洲貿易應仍然具有利好作用
- 其中一項須要注意的主要風險是正在冒起的美國保護主義。美國針對中國的貿易政策可能產生連鎖反應，影響中國的供應商，包括亞洲國家（尤其南韓、台灣及日本等）

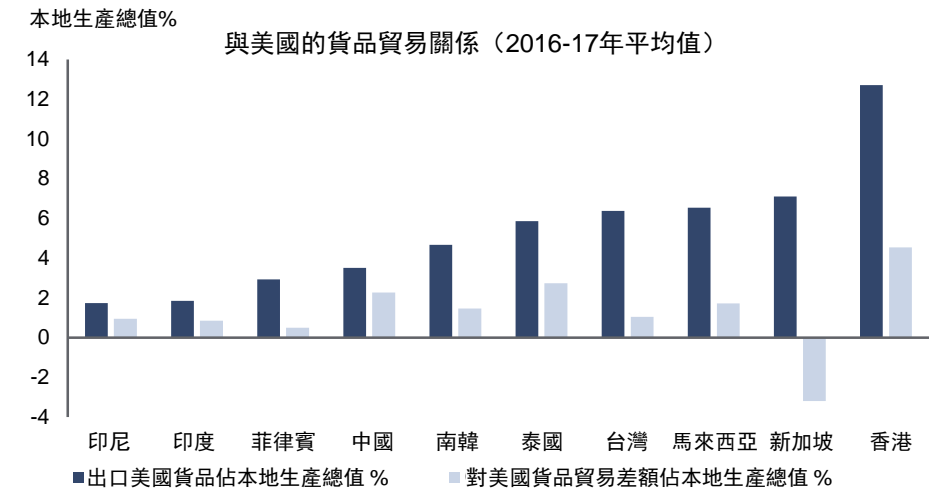
在環球需求增長及資本開支週期強勁支持下，2018年亞洲貿易有不俗的開始……



……但一些領先指標顯示貿易增長可能正在見頂……



……而美國保護主義抬頭與美中貿易關係緊張則是主要風險

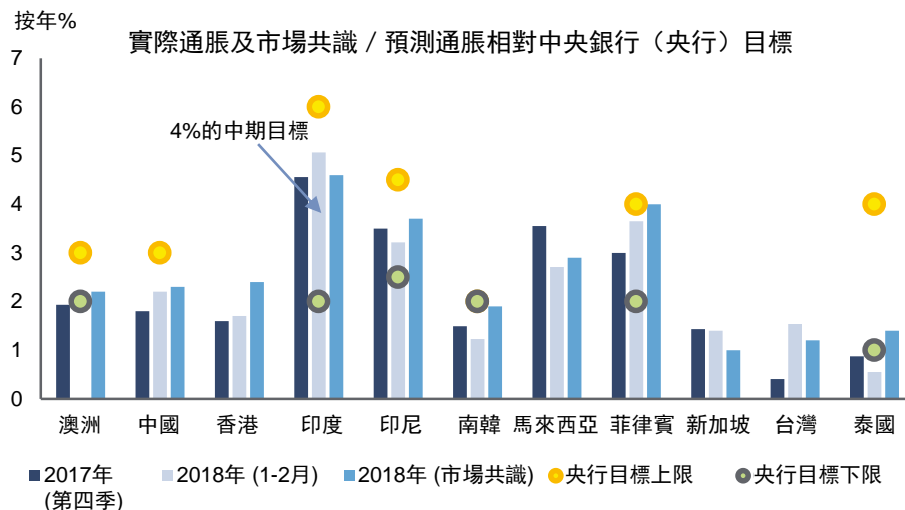


資料來源：CEIC、彭博、滙豐環球投資管理，數據截至2018年2月

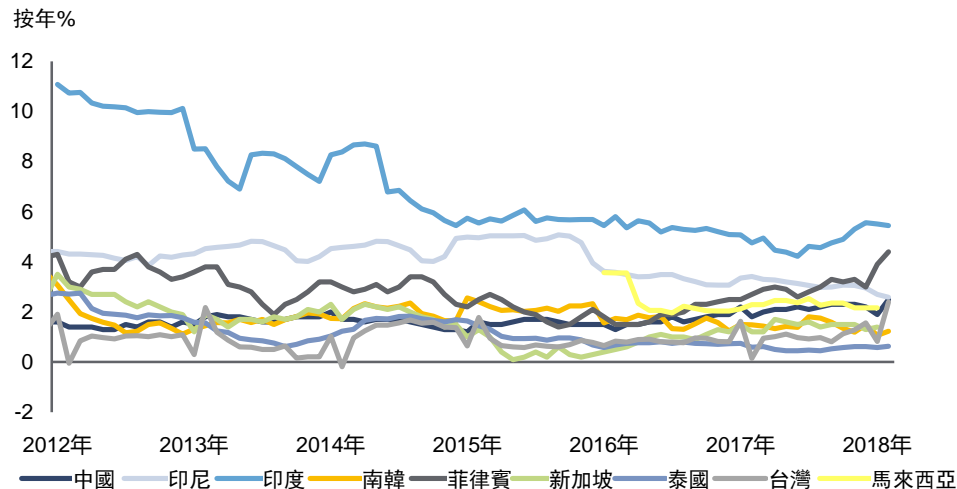
# 大部分國家通脹仍然受控

- 亞洲國家通脹仍然受控，核心通脹大致穩定。貨幣升值、產出缺口仍處於負值，有助眾多國家抑制通脹
- 整體而言，除菲律賓及印度外，我們並不預期通脹成為今年貨幣政策的主要因素。我們預期亞洲新興市場的央行將維持貨幣政策（或頂多是非常漸進地把貨幣政策正常化）
- 菲律賓現時的通脹接近中央銀行目標的上限，是唯一一個面臨經濟過熱及顯著通脹風險的國家
- 印度通脹近期冷卻，紓緩了比預期更早收緊貨幣政策的憂慮

預期2018年通脹將溫和上升，但仍會相當受控，在大部分國家都會處於中央銀行的目標範圍



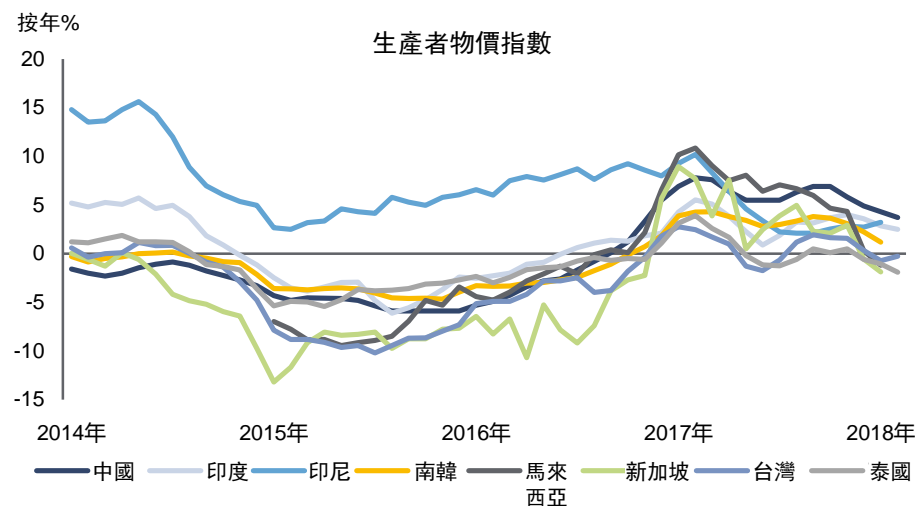
雖然2018年1-2月大部分國家受農曆新年假期扭曲而出現一些波動，但核心消費物價指數通脹率一直穩定



註：\* 食品（不包括外用餐）；\*\* 食品（不包括送餐服務）；\*\*\* 食品及非酒精類飲品。

資料來源：CEIC、彭博、滙豐環球投資管理，數據截至2018年2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。滙豐環球投資管理概不就未能達成任何預測、預計或目標承擔責任。僅供說明。

生產者物價指數通脹率在基數效應下放緩

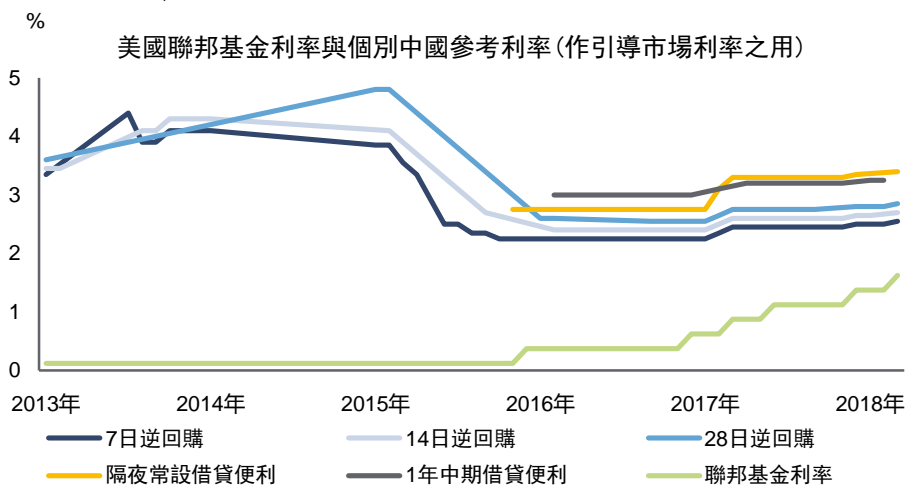


# 中國：貨幣政策審慎，金融監管加強

- 今年貨幣政策取向將維持中性
- 我們相信嚴格的金融監管將會維持，影子銀行信貸增長將會進一步放緩
- 人民銀行可能再次調高短期流動性利率<sup>1</sup>，使其更接近貨幣市場利率水平，並在美國聯儲局加息時維持合適的中美利率差距
  - 然而，人行應會滯後於聯儲局（前提是資金外流及通脹壓力情況維持良好）

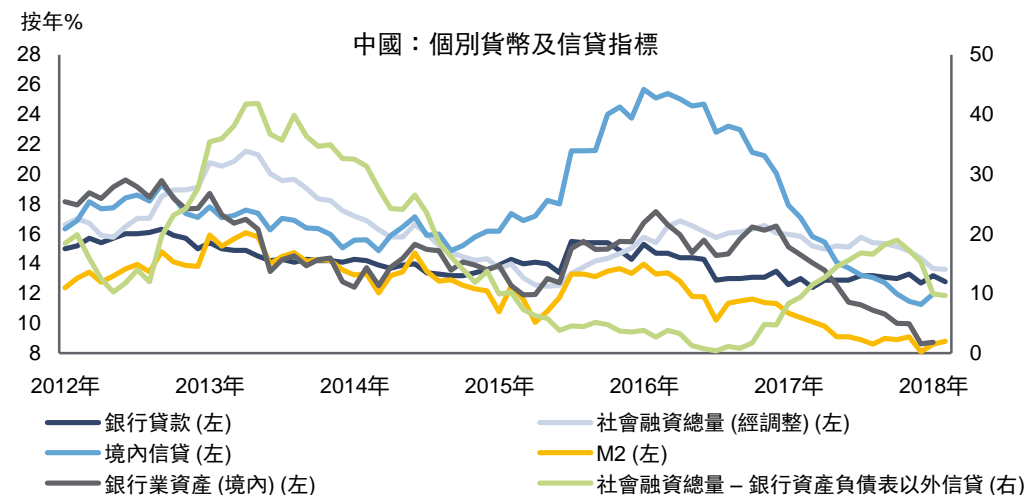
## 1. 公開市場操作的短期流動性政策利率

人民銀行可能進一步上調公開市場操作 / 短期流動性政策利率，維持與貨幣市場利率趨勢一致，及應對聯儲局加息

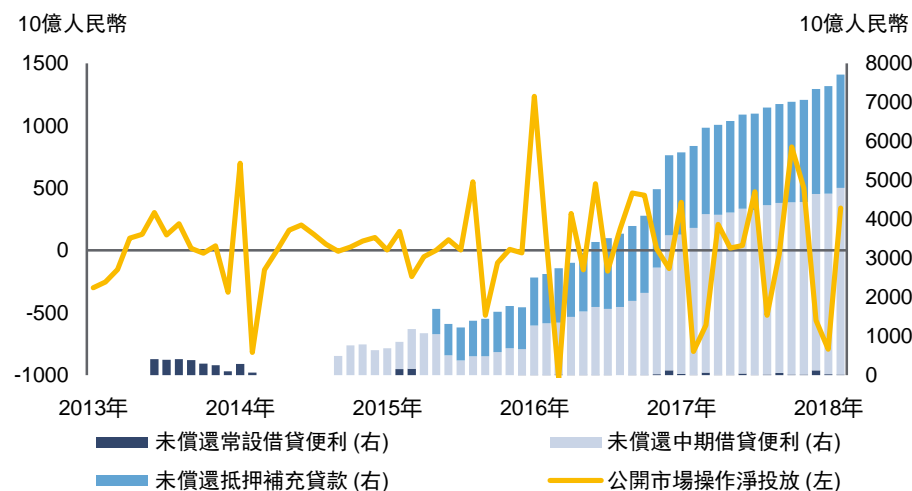


註：境內信貸為銀行的總資產及負債，包括商業銀行、中央銀行，或兩者的。社會融資總量 (經調整) = 經調整地方政府債務置換的社會融資總量。  
資料來源：CEIC、彭博、滙豐環球投資管理，數據截至2018年3月

對實體經濟的信貸支持大致維持穩定，但影子銀行渠道的信貸推動力正在減弱



人民銀行一直使用各種工具管理流動性，防止尾端風險事件 (如流動性/信貸緊縮等)



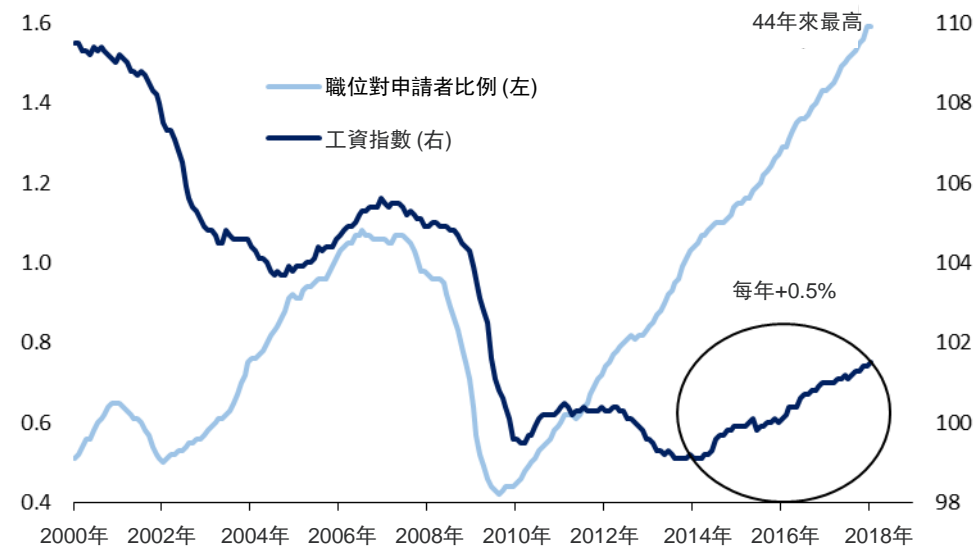
# 日本繼續錄得高於趨勢的經濟增長及低通脹

- 2017年底，日本的國內生產總值連續8個季度擴張，是17年來的首次：過去兩年，經濟增長的波幅亦有所下降
- 出口及資本開支是主要的經濟增長動力。儘管勞工市場進一步緊張，但由於工資增長仍然停滯不前，因此個人消費仍然低迷
- 通脹持續漸進及不平均地上升，但服務及耐用品價格的升幅則徘徊在按年約0%。日圓升值及商品價格的影響下降，可能限制通脹壓力
- 由於通脹仍然偏低，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

日本不再處於通縮，但距離日本央行2%的通脹目標仍然遙遠



勞工市場自1973年來最緊張，但名義工資增長仍是有紀錄以來在經濟擴張期間最低水平



# 市場在反映甚麼？

## 市場引伸的通脹趨勢

- 市場對通脹風險的看法已經轉變
  - 市場引伸通脹的指標已呈現趨勢
  - 投資者的主要疑問：
    - 這些價格走勢有基本因素支持嗎？
    - 根本的通脹動態正在發生多大的轉變？

市場引伸的增長指標



市場引伸的通脹指標

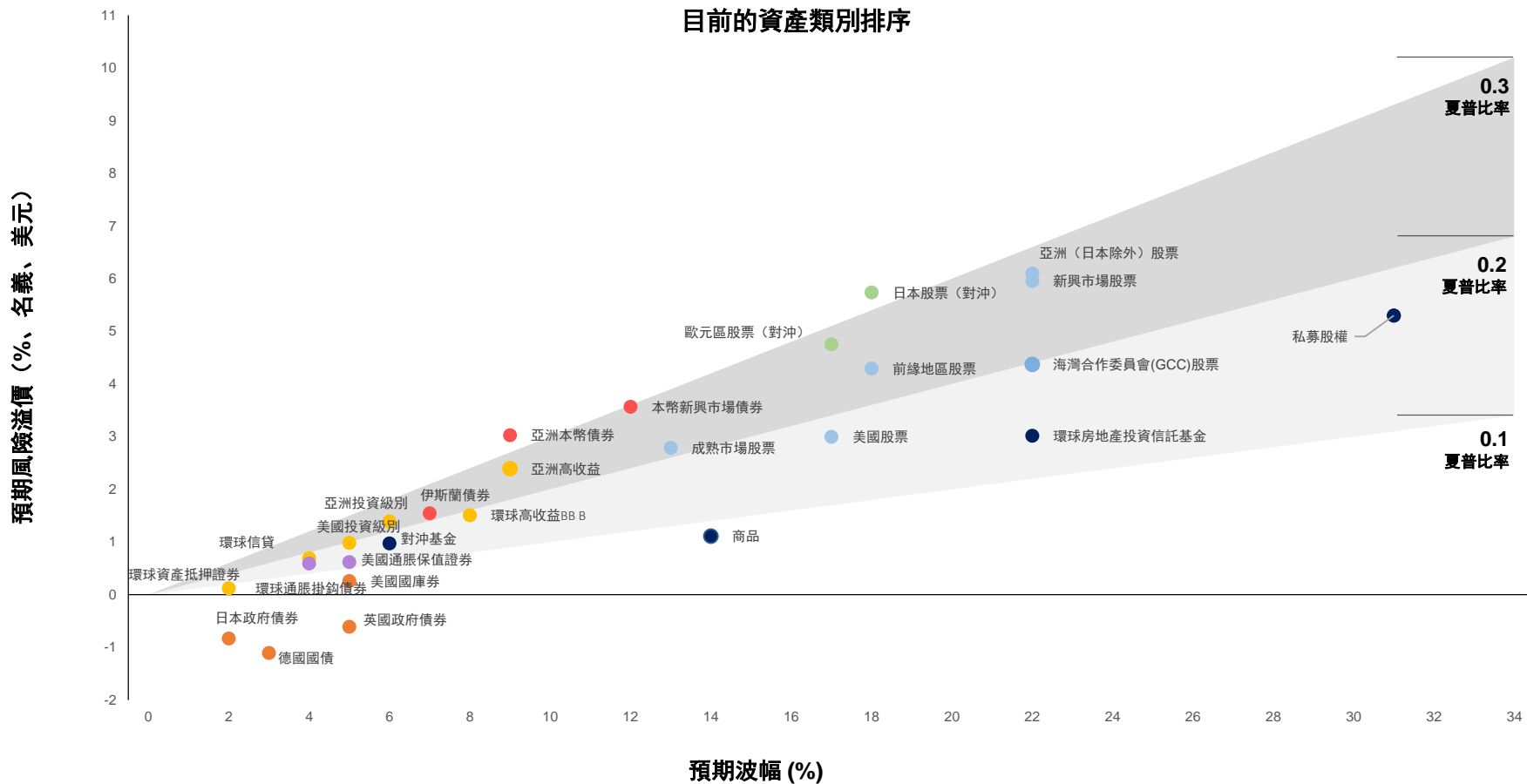


市場反映的「通脹分佈」



# 資產類別的排序

## 今日的引伸市場潛在回報

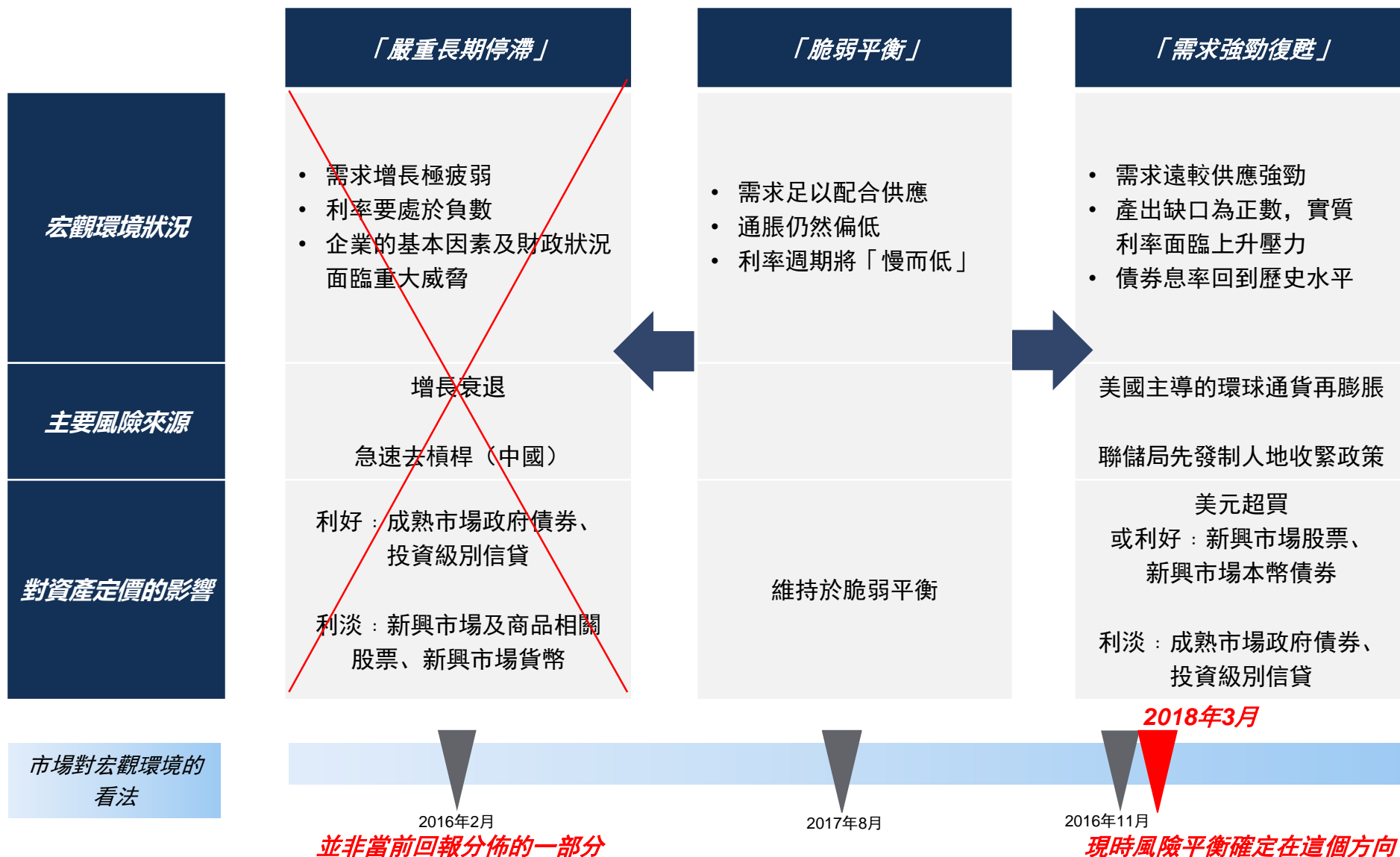


\*環球固定收益資產乃以美元對沖顯示。本幣新興市場債券、股票及另類資產以無對沖顯示。

資料來源：滙豐環球投資管理，環球投資策略。所載之任何預測、預計或目標僅供參考，且並非任何形式的保證。滙豐環球投資管理概不就未能達成任何預測、預計或目標承擔責任。  
數據截至2018年2月9日

# 風險平衡已轉移

## 增長-通脹組合的轉捩點



資料來源：滙豐環球投資管理，環球投資策略，2018年3月



# 概要

## 宏觀展望

- 環球方面，不同行業及地區出現「平衡擴張」，衰退風險輕微
- 我們的Nowcast指標顯示環球經濟增長持續，由上季的+4.3%上升至第一季的+5%。新興市場為環球增長提供新的動力
- 在主要經濟體當中，主要的通脹衡量指標逐漸上升（甚至在歐洲及日本）。市場已開始確認這些通脹壓力
- 主要的疑問是市場對通脹的看法是否有基本因素支持。週期性通脹正在上升，但我們仍然處於「物價穩定」的結構性體系

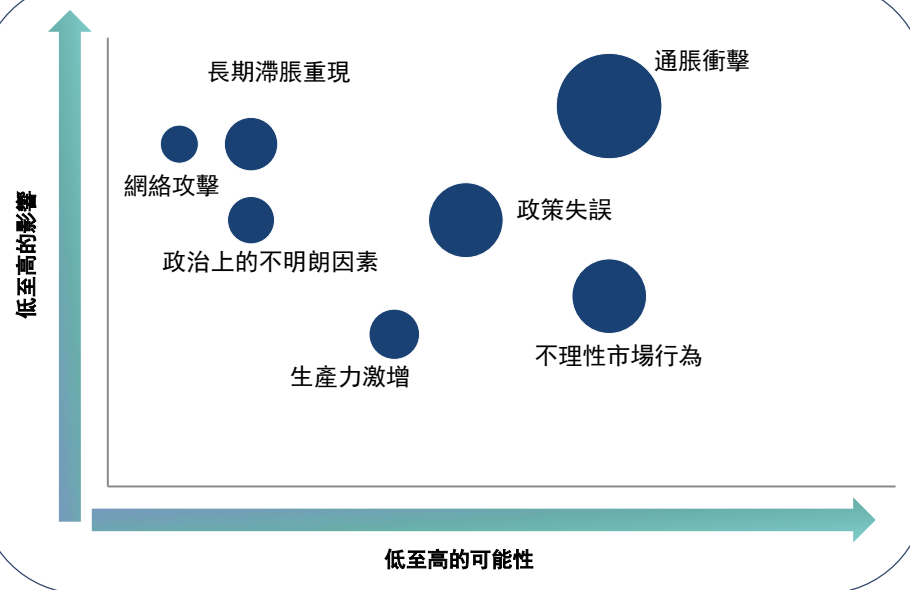
## 央行政策

- 聯儲局政策指引仍然是2018年加息3次 – 與市場預期一致。風險是若通脹升幅比預期快，將迫使聯儲局加息超過3次
- 歐洲央行在1月份的會議上更偏向鷹派，支持量化寬鬆計劃將在9月份結束的觀點。然而，我們預期首次加息不會在2019年之前出現
- 英國央行表示可能需要比11月份通脹報告中所作的假設更快地加息，但脫歐的不明朗因素及週期性風險限制了其加息的速度
- 日本央行行長黑田東彥獲委任第二個五年的任期。他指日本央行將開始考慮在2019年結束貨幣刺激計劃

## 主要觀點

- 市場已開始接受週期性通脹的論述。投資者對宏觀風險的看法已轉移至經濟過熱及利率上升。這是轉捩點嗎？
- 近期，債券並非多元資產投資者的理想對沖工具。我們現在估計持有10年期美國國庫券可獲得正回報，但「美國以外」的債券仍呈現大幅負值溢價。我們仍持偏低比重觀點。我們認為通脹對沖（通脹保值債券）合理。美元則是唯一真正的避險資產
- 環球信貸方面，經濟環境仍然良好，但好消息已被反映。我們維持偏低比重的觀點
- 我們認為企業強勁的基本因素及近期的拋售潮加強了環球股市及其他風險資產的理據。我們看好「週期較晚」的股市（日本、歐洲）及新興市場（股票及本地貨幣新興市場債券）

## 主要風險





## 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 2016。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: 30 June 2018