

訊號與雜音

季度展望

2018年9月



訊號與雜音

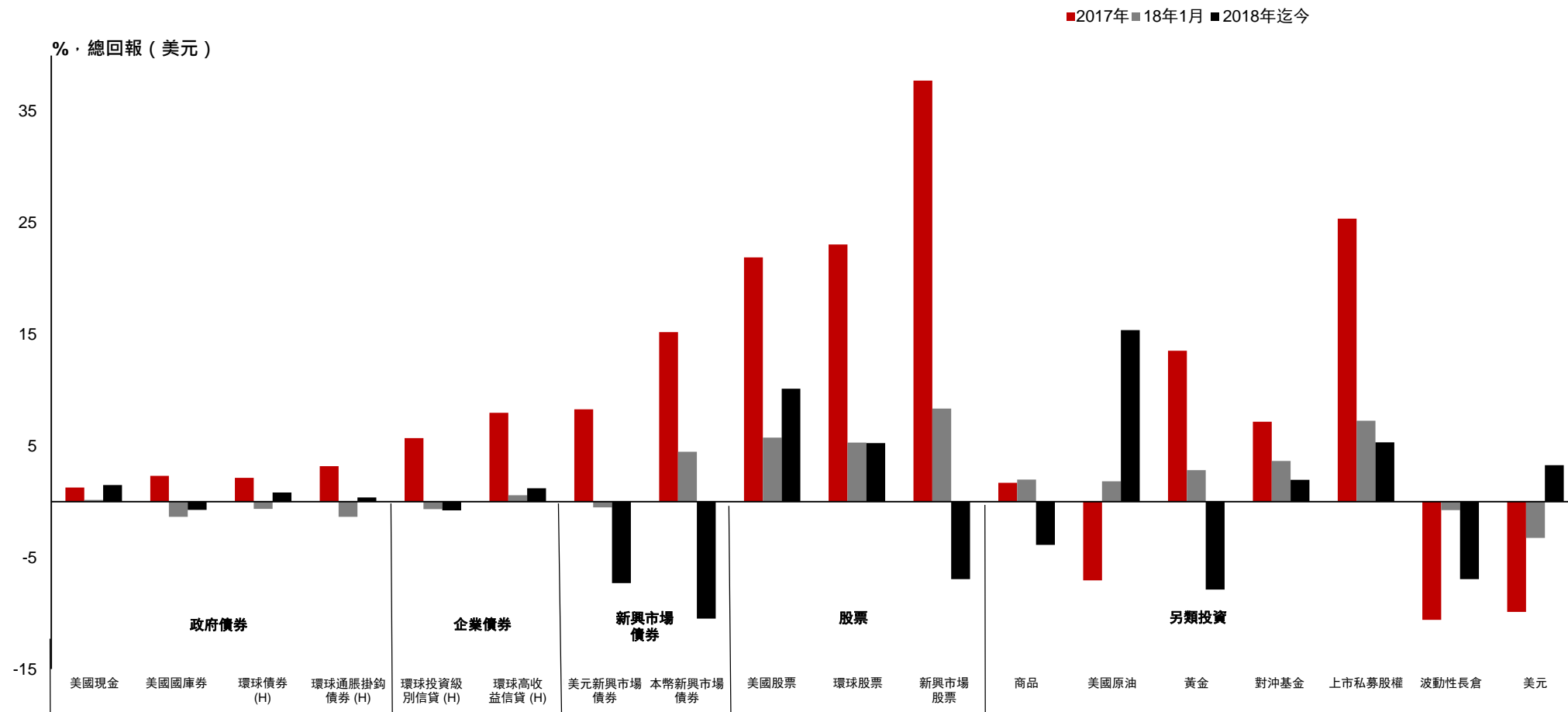
概要

- ◆ 多數風險資產今年表現欠佳
 - ◆ 環球信貸及股票回報欠佳，而美國國庫券表現落後
 - ◆ 新興市場經歷了大規模拋售
 - ◆ 美元急升及短期國庫券息率上升，顯著拖累新興市場風險資產
- ◆ 環球經濟增長放緩，通脹趨勢分歧
 - 美國經濟增長繼續領先，趨勢有別於環球其他地區。這是否到達了「最分歧情況」？
 - 投資者主要的疑問是美國將會「回落」，還是全球其他地區「追上」？
 - 與其他已發展經濟體相比，美國的通脹動力最強
- ◆ 新興經濟體已偏離增長良好及通脹偏低的經濟「最佳位置」，可能進入了「惡性循環」
- ◆ 往後，投資者需要區分無關重要的消息 / 數據（「雜音」）與影響投資組合回報的重要資訊（「訊號」）
- ◆ 投資者亦需要考究環球分歧的環境及新興市場憂慮會否持續，有多少風險已在價格中反映，以及有何力量可令方向出現改變

市場剖析

2018年資產類別的表現

◆ 大部分風險資產年初至今表現欠佳

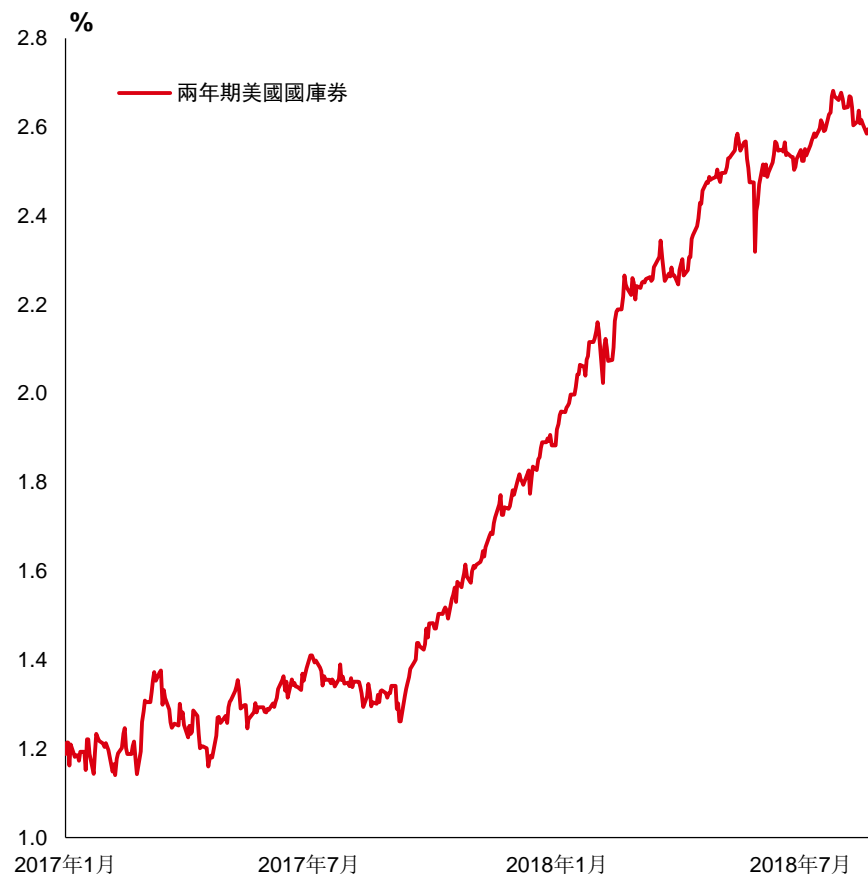
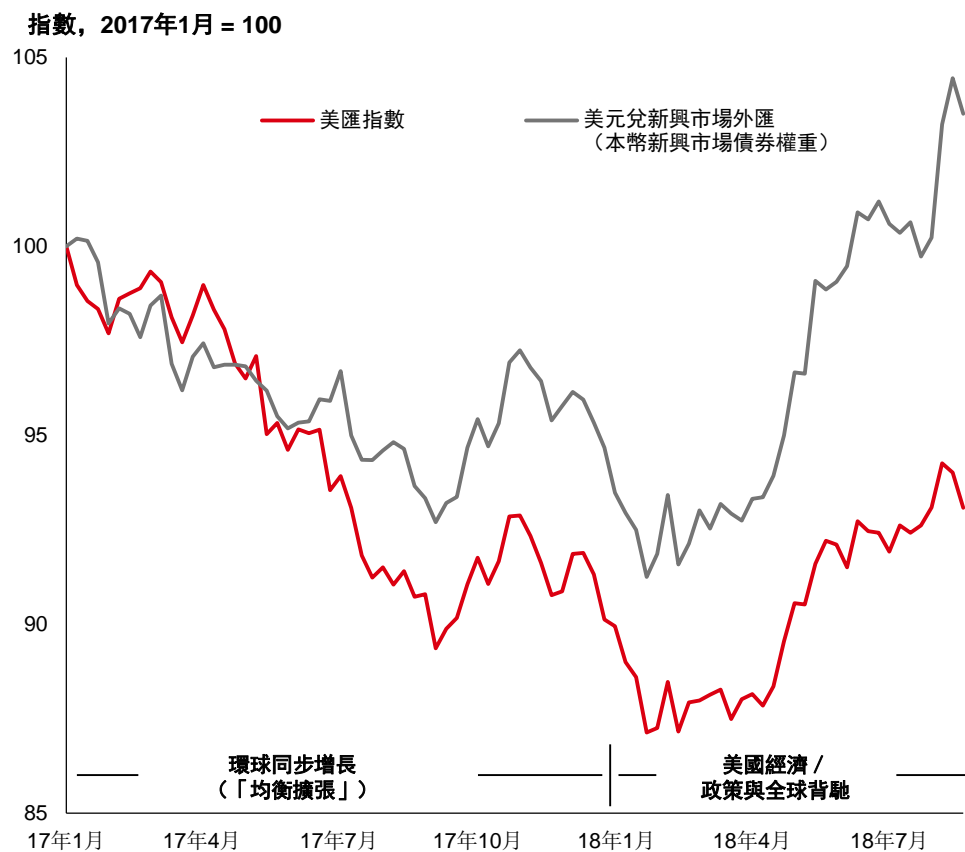


資料來源：彭博。2017年1月1日至2018年8月31日，除非另有說明，全部資產類別回報顯示為美元總回報（無對沖）。H—指貨幣對沖美元的總回報。過去的業績並不代表將來的回報。所載之任何觀點只反映製作本文時之觀點，並會不時轉變而不作通知。

今年的市場大事

美元強勢及短期國庫券息率上升

- ◆ 2018年4月中以來，投資者面臨「美元衝擊」；短期美國國庫券息率上升
- ◆ 這源於美國經濟強勁，當地經濟增長良好、政府推出財政刺激措施、通脹上升，且聯儲局處於「自動駕駛」模式，每季加息一次



資料來源：滙豐環球投資管理，2018年8月。

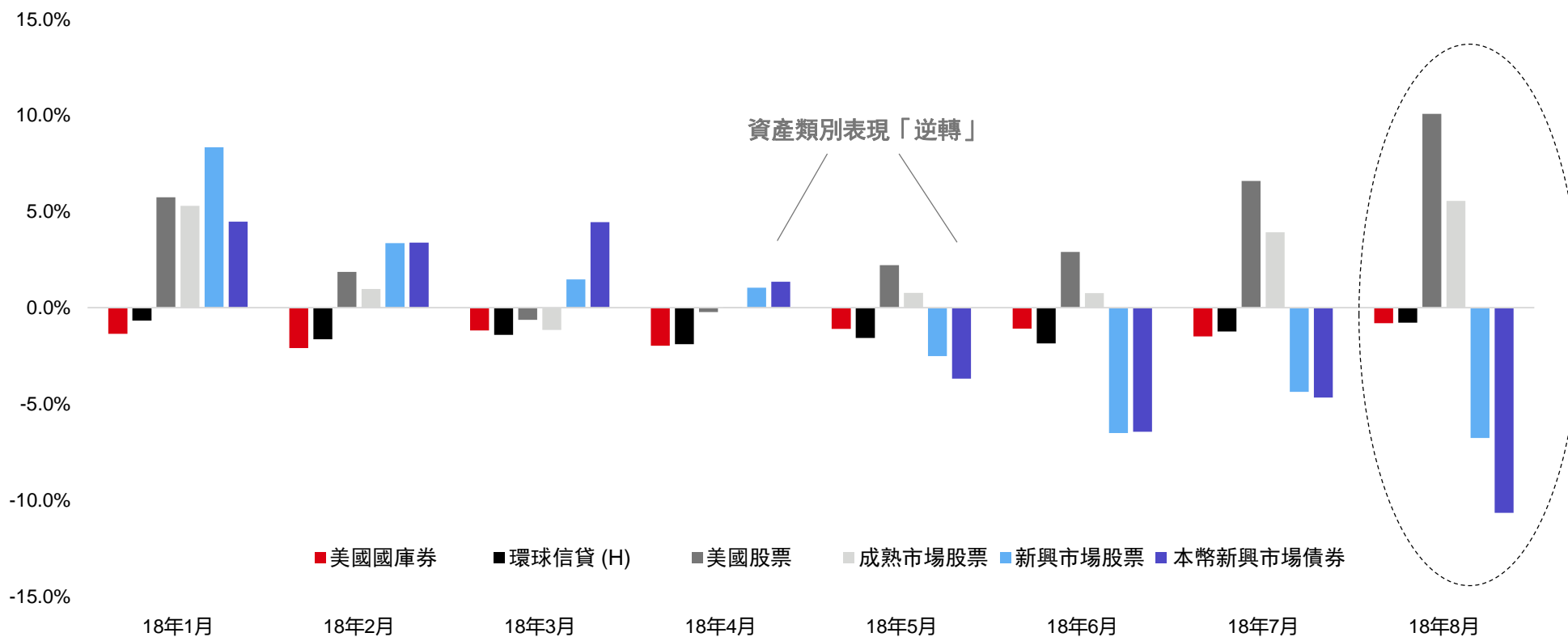
所載之任何觀點只反映製作本文時之觀點，並會不時轉變而不作通知。本文所載任何預測、預計或目標僅供參考，且並非任何形式的保證。HSBC Global Asset Management (UK) Limited 概不就未能達成任何預測、預計或目標承擔責任。

市場影響

對資產類別造成的影響

- ◆ 美國短期息率上升及美元轉強，顯著拖累新興市場風險資產
- ◆ 環球信貸及股票回報欠佳，美國國庫券亦表現落後

累計資產類別回報（今年迄今）



資料來源：滙豐環球投資管理，2018年8月。

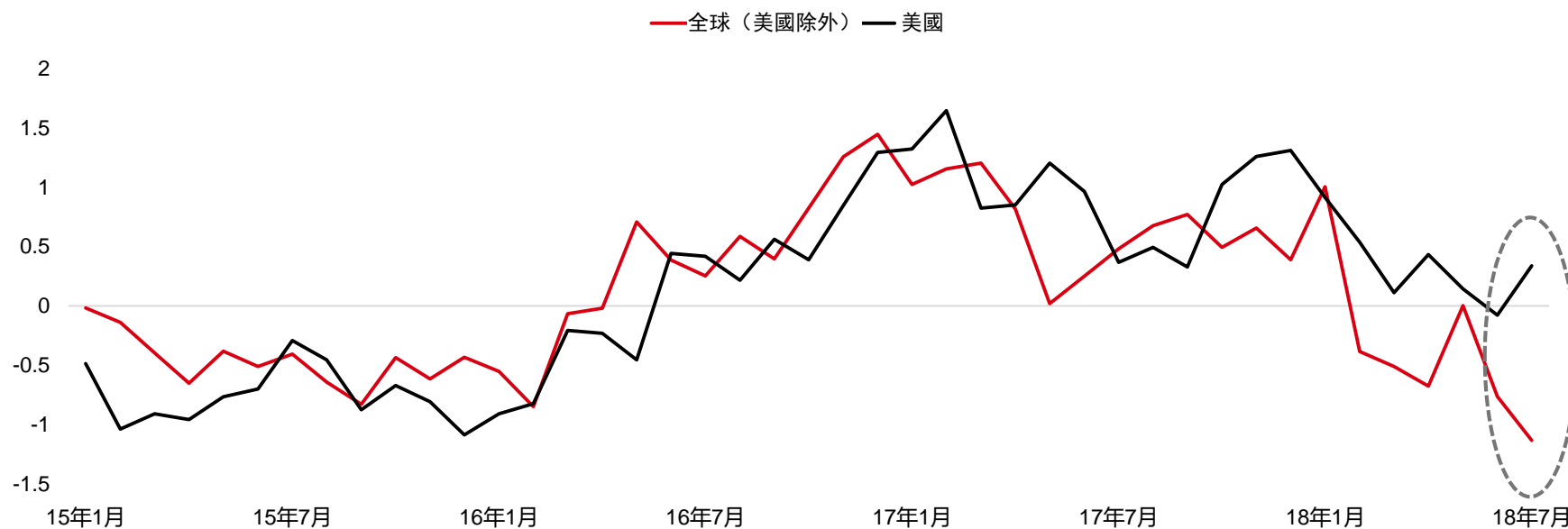
所載之任何觀點只反映製作本文時之觀點，並會不時轉變而不作通知。本文所載任何預測、預計或目標僅供參考，且並非任何形式的保證。HSBC Global Asset Management (UK) Limited 概不就未能達成任何預測、預計或目標承擔責任。

增長分歧

美國將會「回落」，抑或環球其他地區「追上」？

- ◆ 2018年環球經濟增長放緩。我們8月份的Nowcast（使用「大數據」方法追蹤環球及不同國家的經濟增長）仍高於3%，但處於2016年底以來的低位
- ◆ 然而情況出現分歧——美國的經濟增長高於趨勢、成熟經濟體放緩，而新興經濟體明顯失去動力
- ◆ 投資者主要的疑問是，增長分歧的情況會否進一步擴大？
 - ……目前而言，我們認為美國「回落」的可能性似乎高於環球其他地區「追上」

Nowcast「大數據」增長動力指標



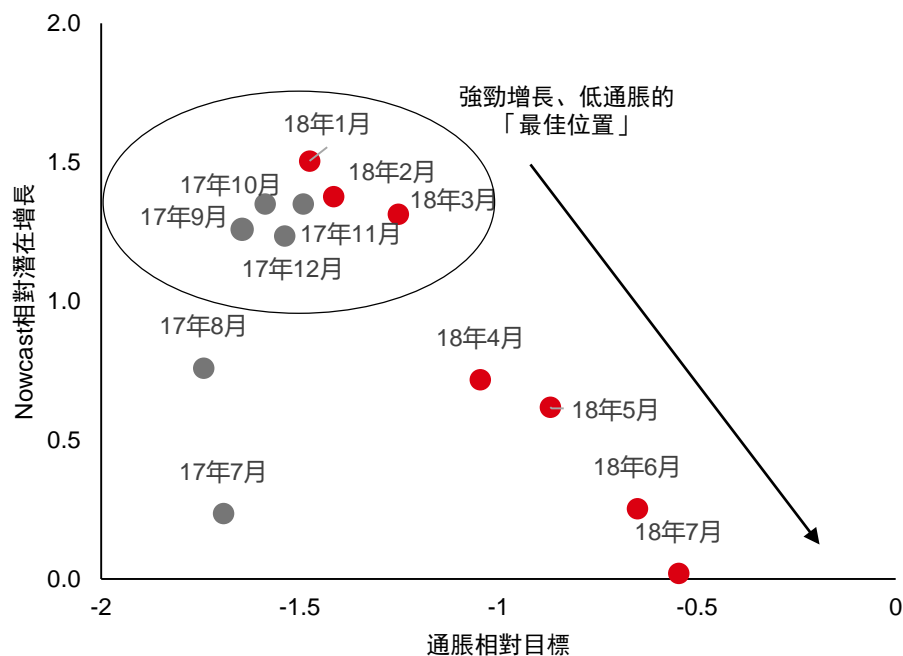
資料來源：滙豐環球投資管理，環球投資策略，2018年9月。所載之任何觀點只反映製作本文時之觀點，並會不時轉變而不作通知。本文所載任何預測、預計或目標僅供參考，且並非任何形式的保證。HSBC Global Asset Management (UK) Limited 概不就未能達成任何預測、預計或目標承擔責任。

新興經濟體增長 / 通脹展望

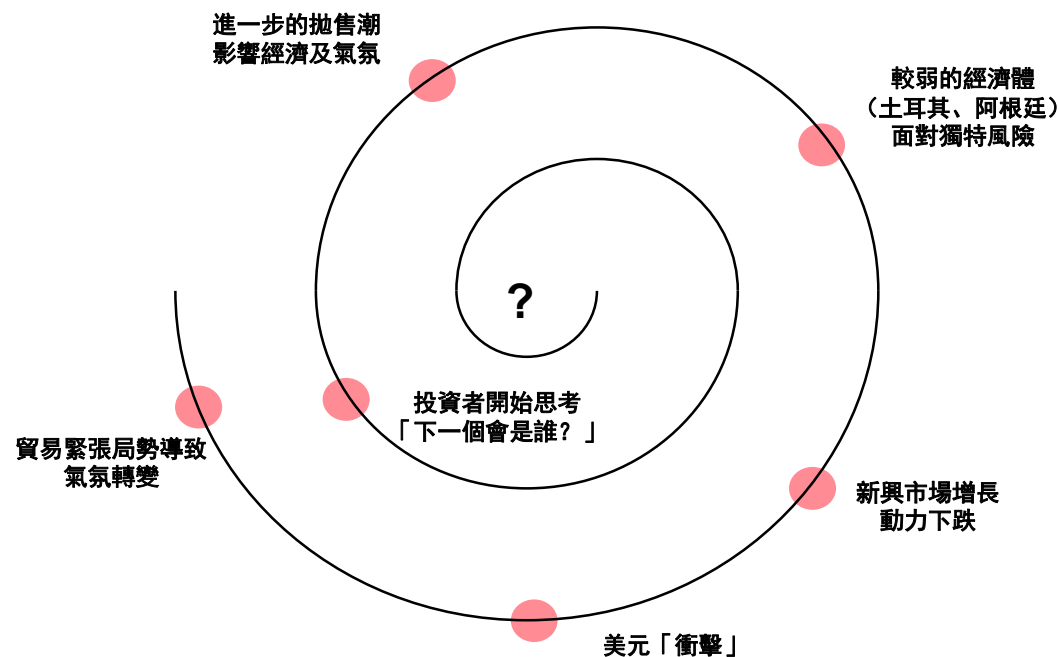
處於「惡性循環」?

- ◆ 在貿易緊張局勢未解決、美國利率上升、美元走強及油價上升的背景下，2018年新興經濟體失去增長動力。基於貨幣疲弱，整體新興市場的通脹亦上升
- ◆ 近期市場波動使投資者更憂慮新興經濟體已遠離增長良好及通脹偏低的經濟「最佳位置」，並可能落入了「惡性循環」
 - 此情況乃是當市場波動損害經濟趨勢，從而造成市場進一步波動，進而再次損害經濟活動，情況循環不斷
- ◆ 中國放寬政策可能會打斷壞消息的循環，使市場重新評估對新興市場的負面觀點

新興經濟體的增長與通脹組合



新興市場經濟體正落入「惡性循環」?



資料來源：滙豐環球投資管理，2018年8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。

有否因素真的改變了？

新興經濟體的結構性風險因素

- ◆ 近年來，眾多新興經濟體的政府財政及經常賬狀況改善，使其依賴外部融資填補這些缺口的程度下降
- ◆ 按照國際貨幣基金組織的充足度評估，多數國家的外匯儲備已經改善（中國明顯例外），為資金外流提供重要的緩衝
- ◆ 整體上，新興經濟體的狀況較2013年「縮減量寬恐慌」時佳，當時市場基於恐懼聯儲局結束量寬計劃，新興市場出現大舉拋售

2013年「縮減量寬恐慌」*

| 總回報 (%) | |
|------------|-------|
| 新興市場債券指數 | -10.5 |
| 新興市場政府債券指數 | -15.5 |
| MSCI新興市場指數 | -10.0 |
| 新興市場外匯指數 | -5.6 |

2018年新興市場憂慮^

| 總回報 (%) | |
|------------|-------|
| 新興市場債券指數 | -4.8 |
| 新興市場政府債券指數 | -15.6 |
| MSCI新興市場指數 | -6.9 |
| 新興市場外匯指數 | -7.9 |

| | 經常賬結餘 (佔國內生產總值 百分比) | 儲備充足度 (儲備佔充足水平的 百分比) | 政府結構性結餘 (佔國內生產總值 百分比) |
|------|---------------------------|----------------------------|-----------------------------|
| 印度 | -1.7 | 144 | -6.8 |
| 印尼 | -3.2 | 123 | -2.5 |
| 馬來西亞 | 3.5 | 140 | -3.5 |
| 土耳其 | -6.7 | 102 | -3.1 |
| 俄羅斯 | 1.5 | 226 | -1.3 |
| 南非 | -5.9 | 82 | -4.1 |
| 墨西哥 | -2.4 | 107 | -4.2 |
| 巴西 | -3.0 | 159 | -4.6 |

| | 經常賬結餘 (佔國內生產總值 百分比) | 儲備充足度 (儲備佔充足水平的 百分比) | 政府結構性結餘 (佔國內生產總值 百分比) |
|------|---------------------------|----------------------------|-----------------------------|
| 印度 | -2.3 | 151 | -6.5 |
| 印尼 | -1.9 | 138 | -2.4 |
| 馬來西亞 | 2.4 | 122 | -2.7 |
| 土耳其 | -5.4 | 74 | -3.8 |
| 俄羅斯 | 4.5 | 277 | 0.0 |
| 南非 | -2.9 | 64 | -3.7 |
| 墨西哥 | -1.9 | 108 | -2.6 |
| 巴西 | -1.6 | 155 | -7.3 |

* 資料來源：滙豐環球投資管理，截至2013年12月底。回報乃美元總回報，由2013年1月1日至2013年12月31日。

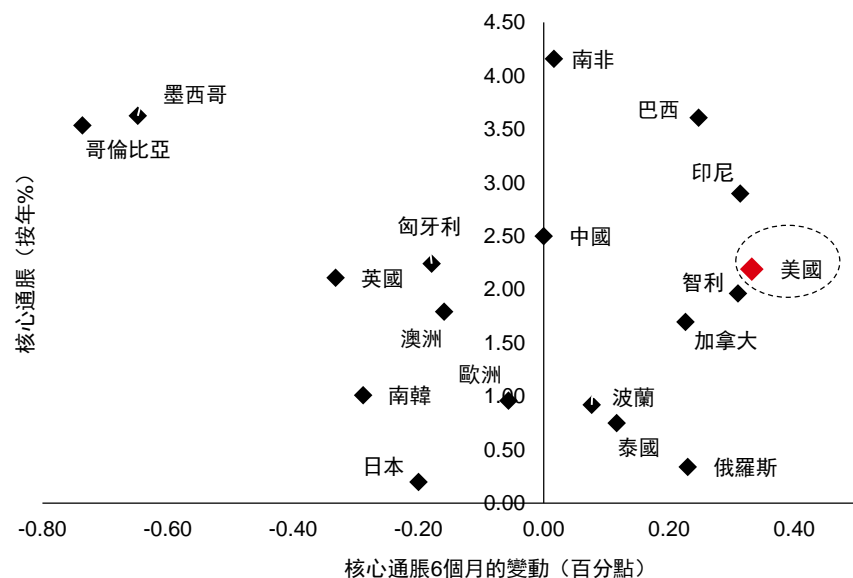
^ 資料來源：滙豐環球投資管理，截至2018年8月底。回報乃美元總回報，由2018年1月1日至2018年8月31日。

通脹及貨幣政策趨勢分歧

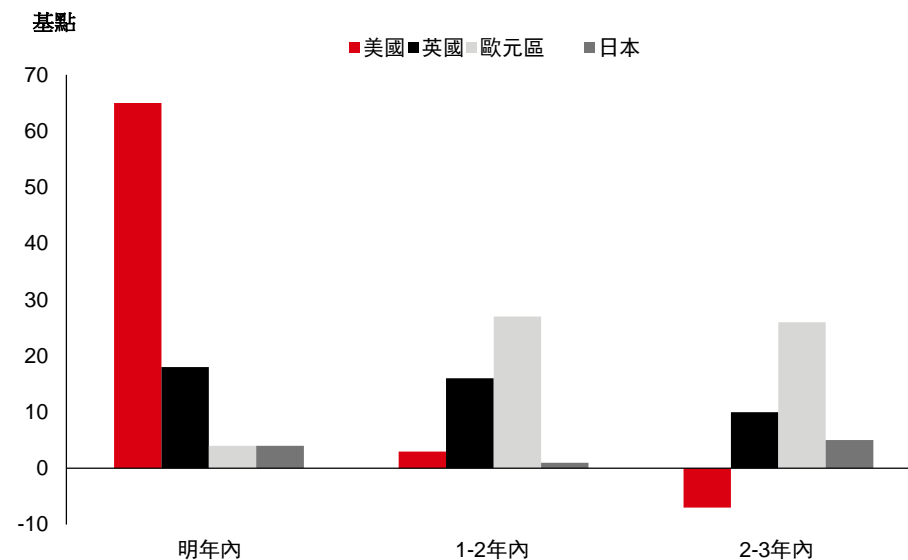
美國表現領先

- ◆ 即使增長分歧的程度收窄（全球其他地區追上？美國回落？），通脹分歧的情況仍然存在
- ◆ 美國通脹趨勢領先——美國的核心通脹上升並接近目標。歐洲及亞洲的通脹低企
- ◆ 市場的定價已反映這種分歧的情況會持續至明年，但利率期貨顯示聯儲局往後不會有顯著行動，而歐洲央行及英國央行收緊政策的幅度將較大。這種情況或有機會未如預期般出現

美國通脹動力較強



市場價格反映的利率變動



資料來源：滙豐環球投資管理，2018年8月。

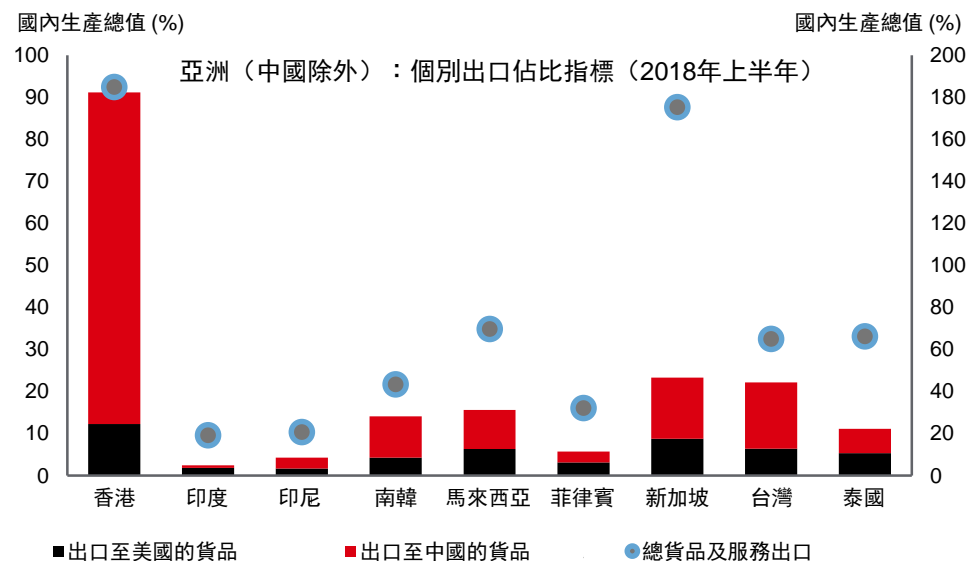
所載之任何觀點只反映製作本文時之觀點，並會不時轉變而不作通知。本文所載任何預測、預計或目標僅供參考，且並非任何形式的保證。HSBC Global Asset Management (UK) Limited 概不就未能達成任何預測、預計或目標承擔責任。

亞洲

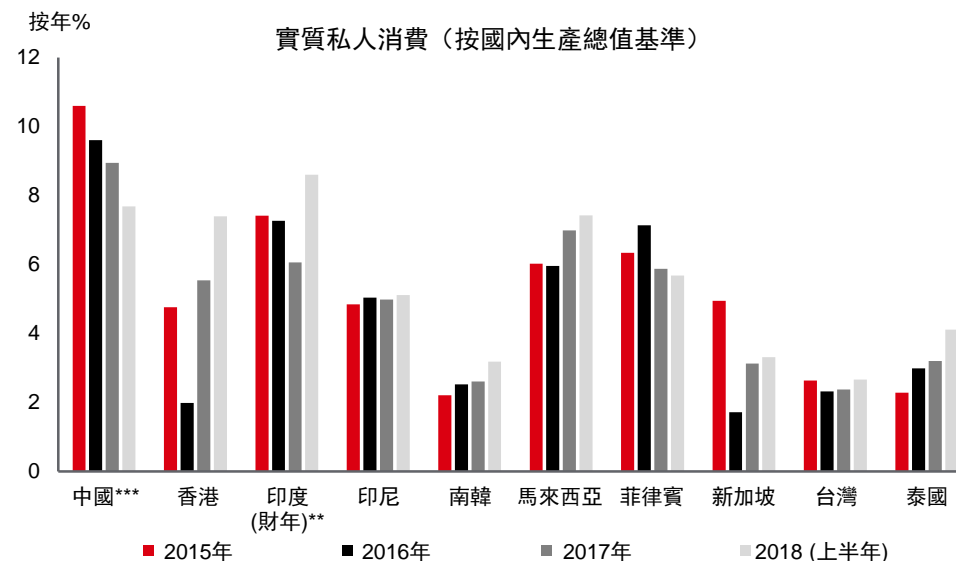
增長展望的外圍阻力增加

- ◆ 環球貿易（政策）的不明朗因素、環球金融狀況緊縮，以及油價（若持續）進一步上升，將對亞洲貿易及經濟前景構成挑戰
- ◆ 然而，在最近幾個季度，內需受惠於出口強勁的溢出效應、企業盈利改善、政策支持（主要是財政與基建）及一些國家勞工收入上升或穩健
- ◆ 雖然宏觀經濟 / 金融穩定已成為更重要的宏觀政策考慮，但我們認為大部分國家（包括中國）的政策取向仍將以支持較為穩定的增長及就業為主

大部分亞洲經濟體面臨環球增長放緩的風險



一些國家勞動市場及財政措施穩定，消費表現相對穩健



註：*** 中國方面，由於數據的限制，使用了國家統計局的實質零售銷售數據代表私人消費，但我們注意到有關數據並不涵蓋任何出外用膳以外的消費者服務，遺漏了私人消費當中重要及快速增長的部分，傾向低估中國消費者開支的強度；**印度方面，使用了財政年度數據。

資料來源：彭博、CEIC、滙豐環球投資管理，2018年9月。

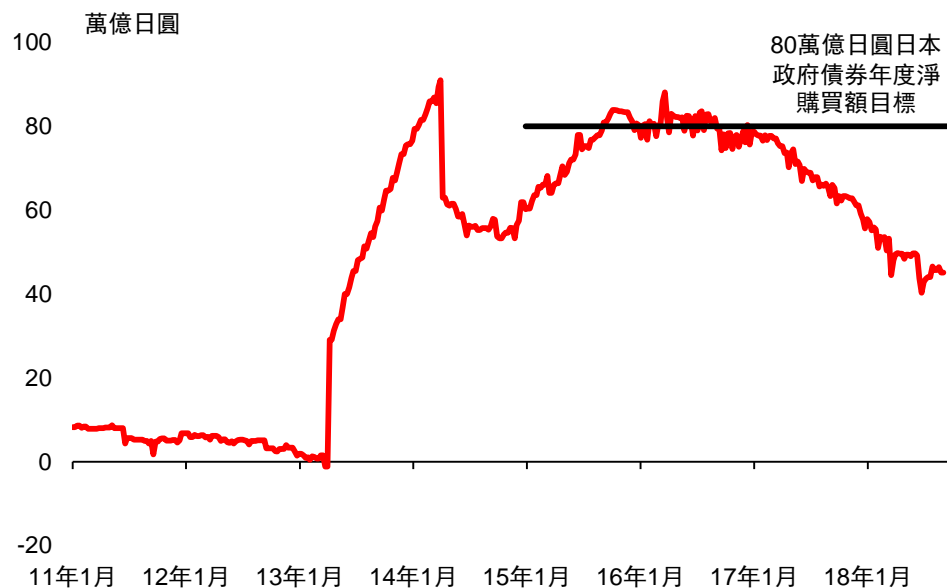
所載之任何觀點只反映製作本文時之觀點，並會不時轉變而不作通知。本文所載任何預測、預計或目標僅供參考，且並非任何形式的保證。HSBC Global Asset Management (UK) Limited 概不就未能達成任何預測、預計或目標承擔責任。

亞洲

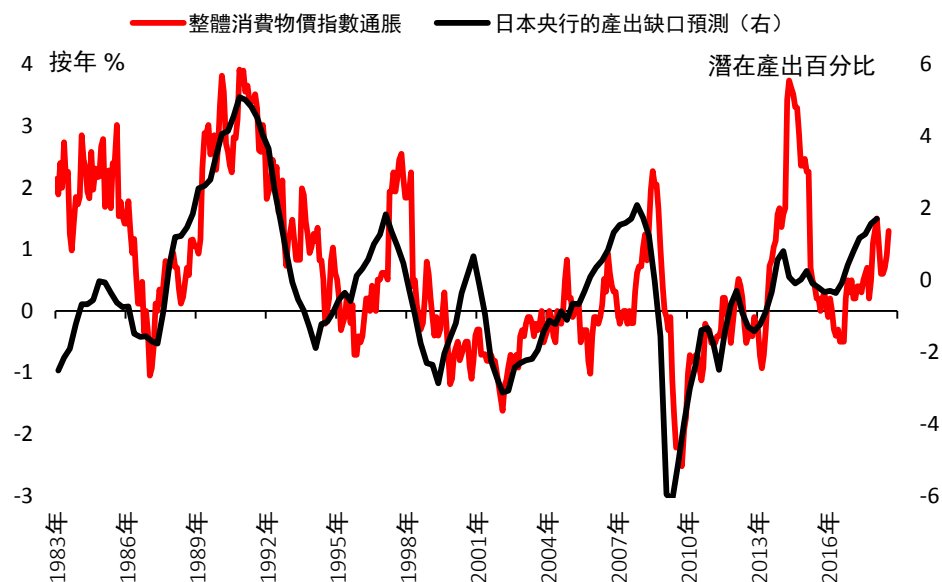
日本：基於通脹低迷，日本央行維持現行貨幣政策不變

- ◆ 日本經濟持續溫和擴張。就業市場非常緊張，通脹仍然非常低迷
- ◆ 日本央行用作評估實際潛在通脹趨勢的所有指標均自年初起轉弱
 - 日本央行並不預期在2021年4月開始的財政年度前達到2%的通脹目標
- ◆ 日本央行推出指引，重申致力推動超寬鬆貨幣政策，直至達到目標為止
 - 儘管日本政府債券購買計劃的實際購買量在過去18個月穩步下跌，但指標性目標維持在80萬億日圓不變

過去12個月日本央行的日本政府債券持倉淨增幅



日本央行相信，隨着產出缺口收窄，通脹可望達致目標



資料來源：滙豐環球投資管理，2018年9月

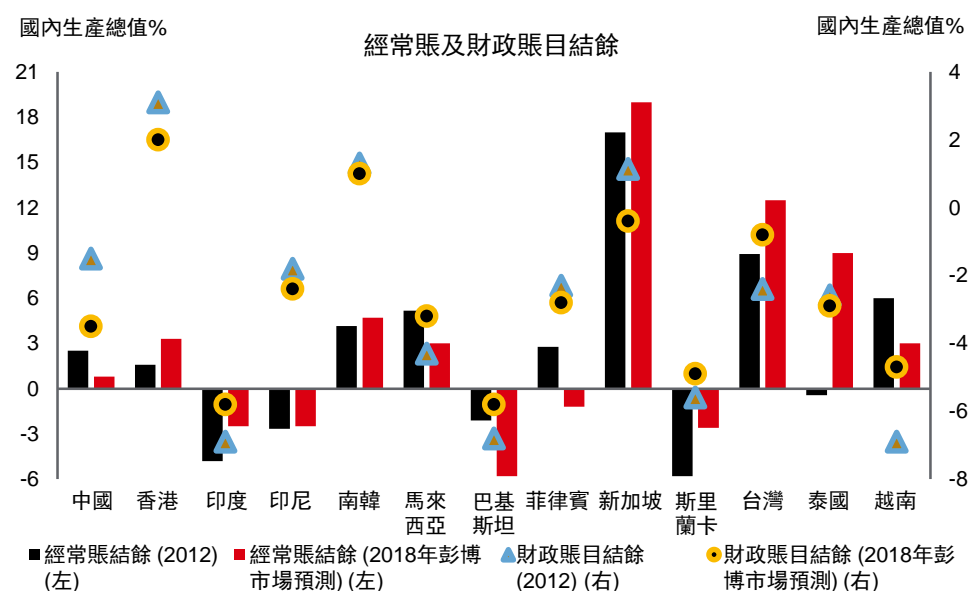
所載之任何觀點只反映製作文時之觀點，並會不時轉變而不作通知。本文所載任何預測、預計或目標僅供參考，且並非任何形式的保證。HSBC Global Asset Management (UK) Limited概不就未能達成任何預測、預計或目標承擔責任。

新興市場蔓延風險

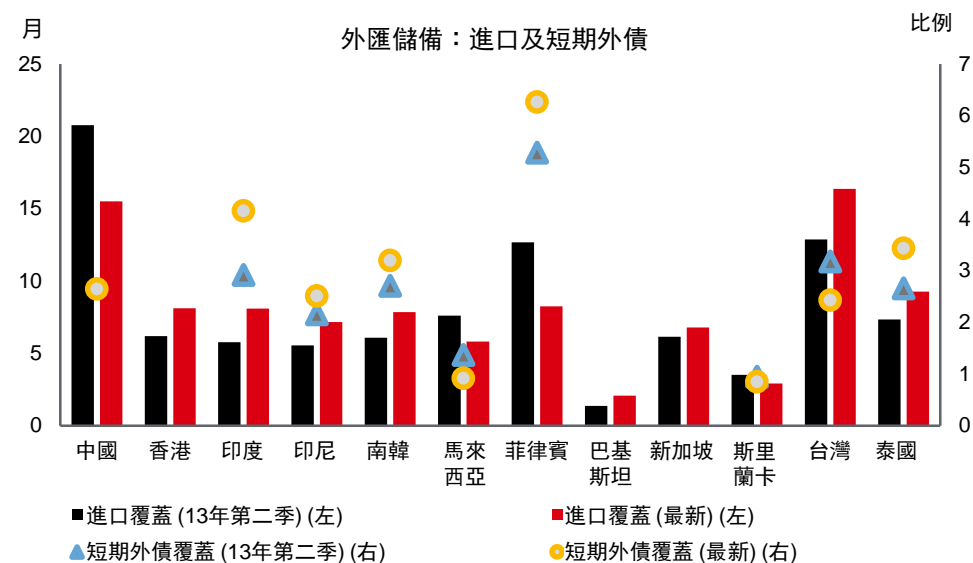
嚴重依賴外部融資的國家較為脆弱

- ◆ 亞洲的宏觀基本因素及政策公信力普遍相對強健，但亦存在分歧情況
- ◆ 儘管亞洲面臨新興市場經濟狀況蔓延的風險較低，但仍然承受金融市場及心理因素蔓延的風險
- ◆ 亞洲亦透過供應鏈承受中美貿易緊張關係及較廣泛地依賴環球貿易的風險
- ◆ 儘管一些國家的外匯儲備近期大幅減少，但主要經濟體的外匯儲備大致仍然充裕

雙重赤字的國家更易受到新興市場風險重新定價的影響，使資金缺口問題惡化



自2013年「縮減量寬恐慌」後，大部分亞洲國家已加強外匯儲備緩衝



資料來源：國際貨幣基金組織、彭博、CEIC、滙豐環球投資管理，2018年9月。

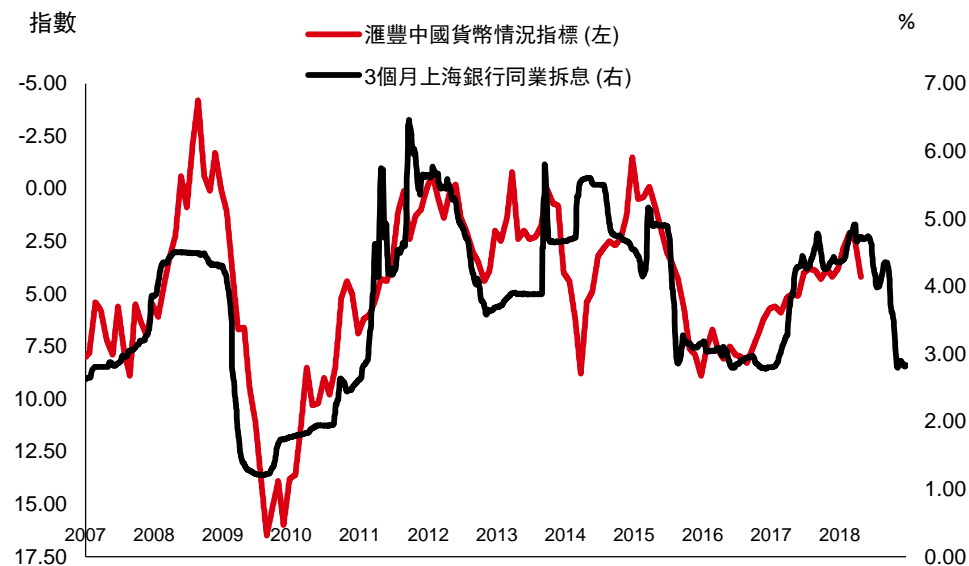
所載之任何觀點只反映製作本文時之觀點，並會不時轉變而不作通知。本文所載任何預測、預計或目標僅供參考，且並非任何形式的保證。HSBC Global Asset Management (UK) Limited 概不就未能達成任何預測、預計或目標承擔責任。

「斷路器」？

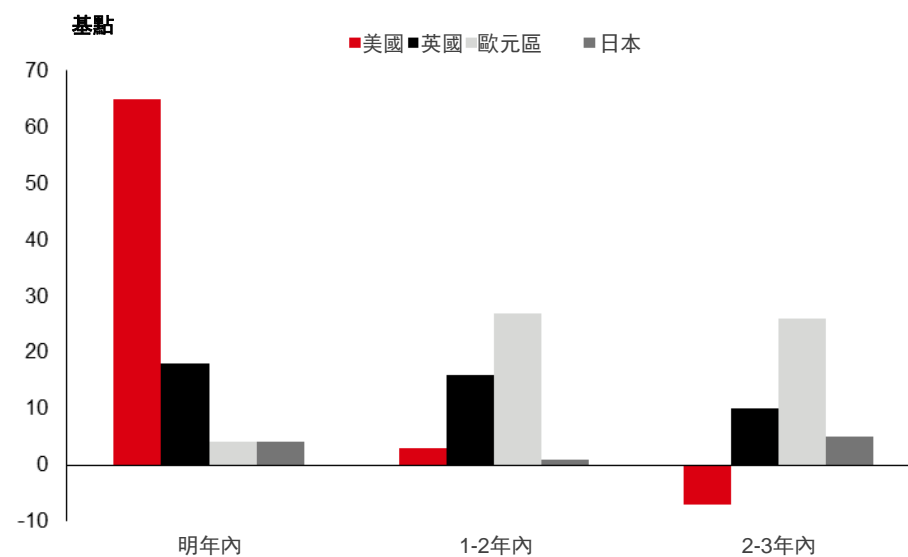
中國比聯儲局更有可能

- ◆ 若新興經濟體要出現廣泛而近期的復甦，這可能需要一個「斷路器」來改變投資者的情緒
- ◆ 在先前的情況（2016年第一季的虛幻衰退或2013年的「縮減量寬恐慌」），中央銀行注入流動資金支持金融市場，起了「斷路器」的作用
 - 由於聯儲局正處於加息的自動駕駛模式當中，因此今天看來沒有明顯的保底工具
- ◆ 中國放寬政策或能作為觸發因素
 - 新興經濟體已慣於中國大幅增加流動性並使用財政政策來支持需求，尤其在市場受壓時進行固定資產投資
 - 中國當局最近已放寬政策，這應導致未來數月金融及貨幣方面的情況整體上較為寬鬆
 - 若這促使中國的增長指標向上，投資者對新興經濟體的情緒將會好轉

中國會否復甦？



聯儲局會繼續嗎？



資料來源：滙豐環球投資管理，2018年9月。

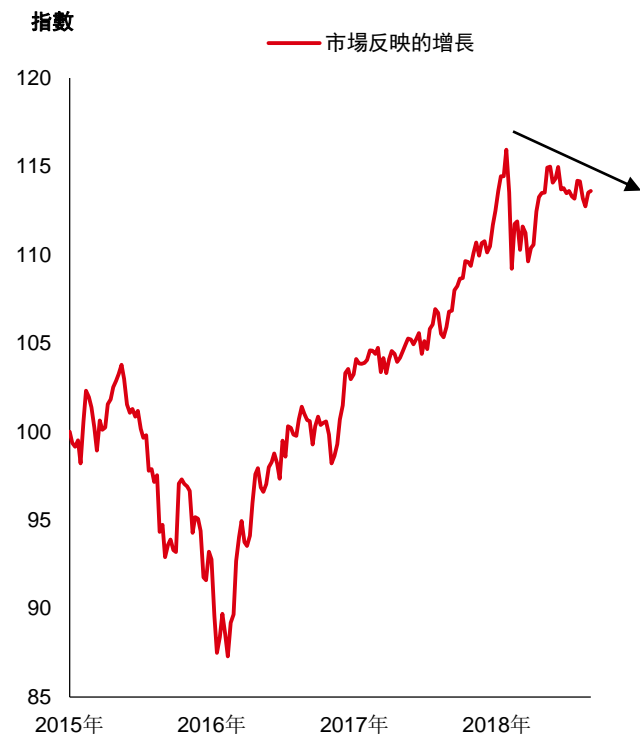
所載之任何觀點只反映製作本文時之觀點，並會不時轉變而不作通知。本文所載任何預測、預計或目標僅供參考，且並非任何形式的保證。HSBC Global Asset Management (UK) Limited 概不就未能達成任何預測、預計或目標承擔責任。

市場價格反映了甚麼？

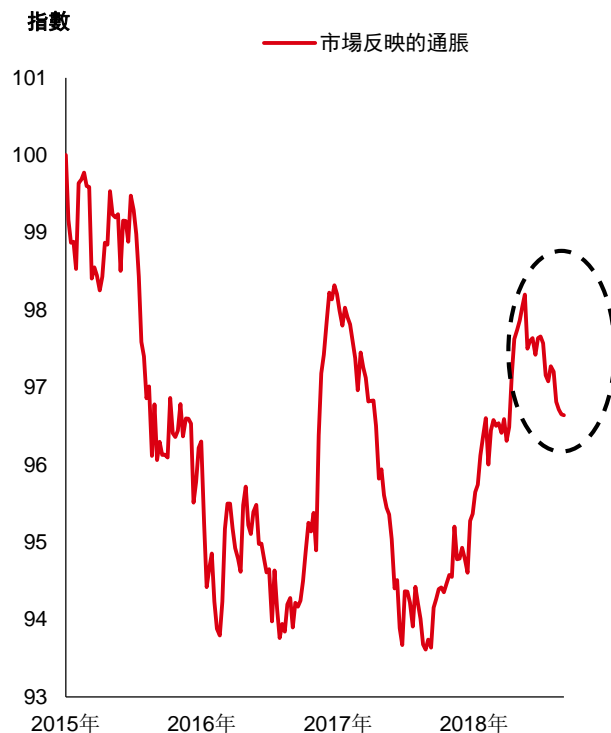
對增長及通脹風險的觀感

- ◆ 2018年的轉變，在於市場對風險的觀感
- ◆ 自年初開始，市場認為增長已放緩
- ◆ 市場認為通脹已下降

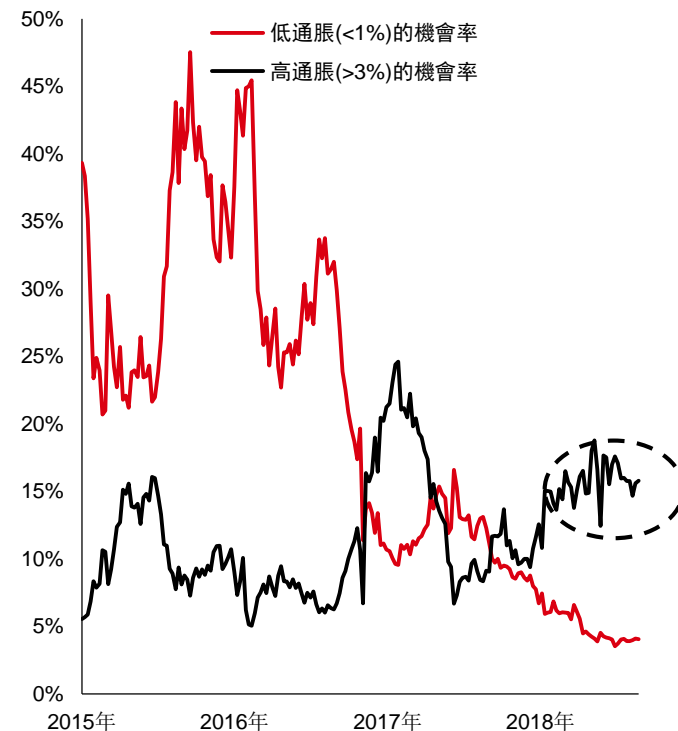
市場引伸的增長指標



市場引伸的通脹指標



市場引伸的「通脹分布」

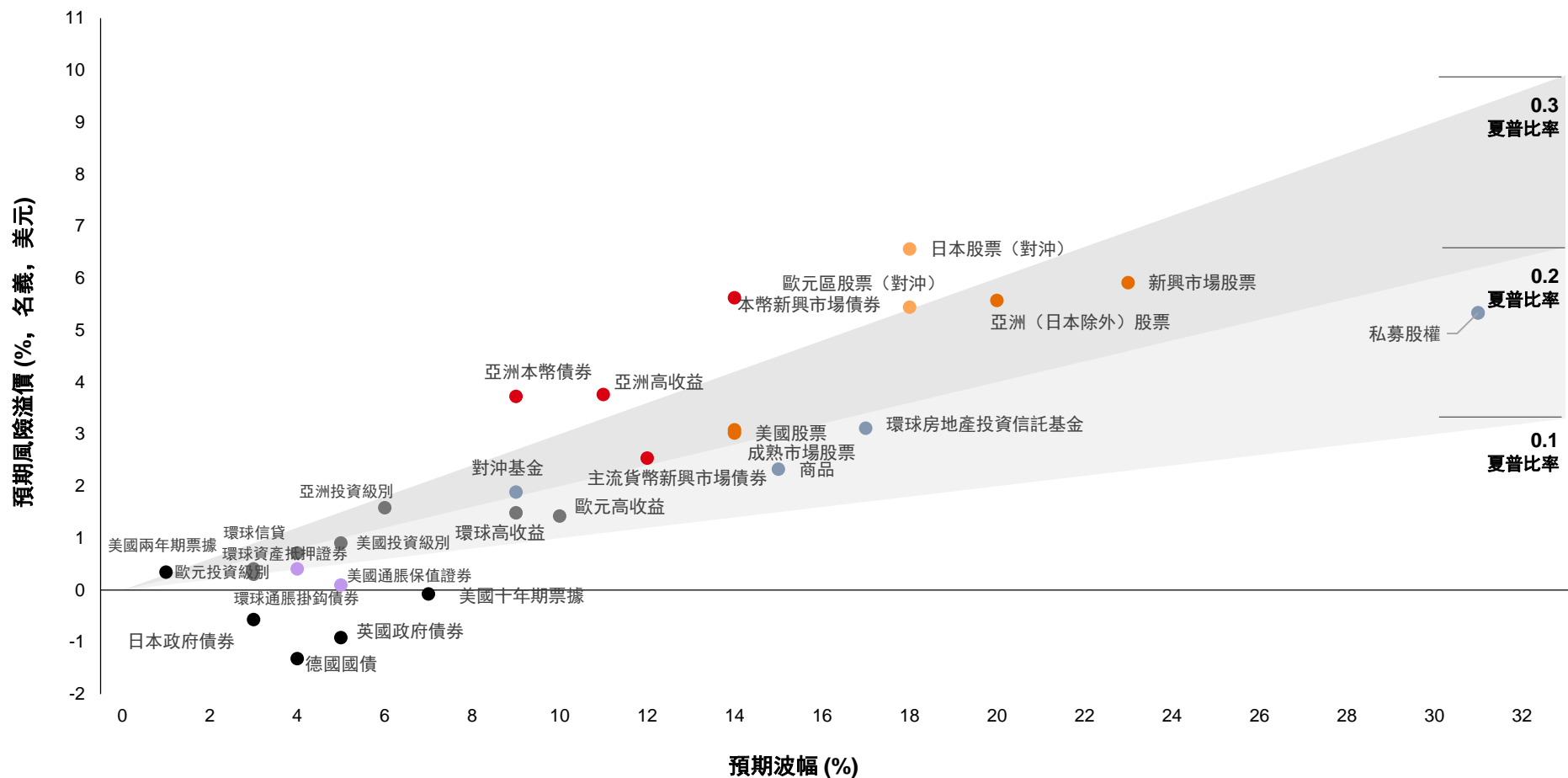


資料來源：滙豐環球投資管理，2018年8月。

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。 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。

資產類別的排序

今日的引伸市場潛在回報（截至2018年8月底）

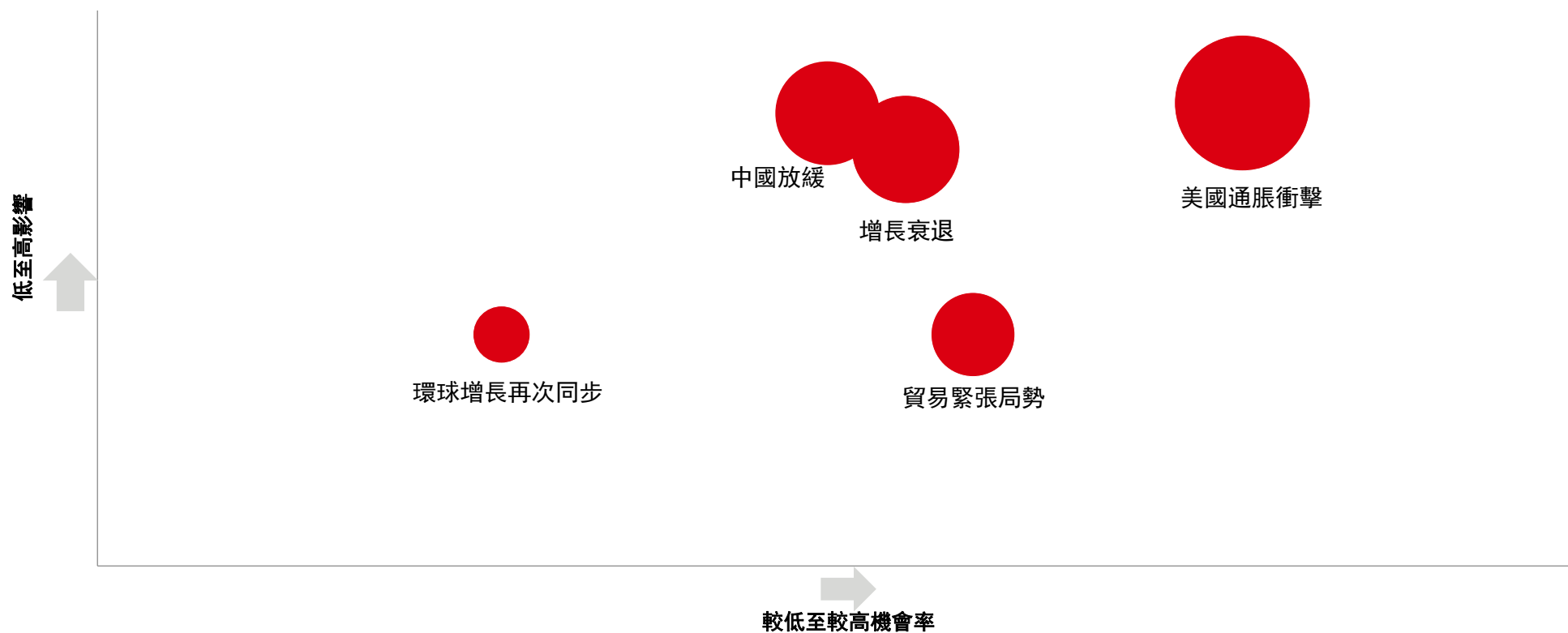


環球固定收益資產乃以美元對沖顯示。本幣新興市場債券、股票及另類資產以無對沖顯示。

資料來源：滙豐環球投資管理，2018年8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。

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
- ◆ 其他重要風險關乎當前對貿易協議及中國經濟放緩的憂慮
- ◆ 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9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。

總結

關鍵主題

◆ 主題#1：貿易及中國

- 貿易緊張局勢及中國方面的憂慮正值環球增長仍相對強勁時出現
- 幸好，至今公布的貿易措施對經濟影響頗為輕微

◆ 主題2：新興市場——是憂慮的時候？

- 市場對新興市場感到擔憂，但估值提供了相當的安全邊際
- 新興市場經濟體的結構性因素已遠勝從前，而中國近期放寬政策短期內應有助支持新興市場經濟活動

◆ 主題3：經濟增長分歧

- 美國增長已與全球其他地區分歧
- 美國經濟表現領先，似乎是受惠於財政刺激政策，這應繼續在2019年上半年推動經濟。然而，基於美國與其他先進經濟體增長的差距已達歷史高位，增長進一步明顯分歧的機會有限

資料來源：滙豐環球投資管理，2018年9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。

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: 31/12/2018

