

2019 年第三季度

发布日期: 2019 年 7 月 3 日

汇丰尚玉投资展望

助您构建投资组合



与您 成就更多

目录

- 4 **概览**
汇丰尚玉投资展望 2019 年第三季度摘要
- 6 **投资观点**
应该投资什么?
- 10 **季度主题**
下一季度要关注的四大主题
- 16 **汇丰观点**
采取“低波动性”投资策略
Vis Nayar, 汇丰环球投资管理股票部
副首席投资官
- 18 **专家观点**
通过场景分析来管理投资组合风险
Tom Donilon, 贝莱德投资机构主席
Elga Bartsch 博士, 贝莱德投资机构经济
和市场研究主管
- 20 **市场回顾**
环球股票和债券市场发生了什么?

前景未明...

新一轮波动来袭

尽管今年开局喜人，但因担心全球经济放缓和中美贸易紧张局势再度升级，市场屡感不安。结果呢？分析师¹普遍预期美国将会降息而不是加息，这表明市场认为情况正在恶化。

关于这一点，美联储已在近期转向更宽松的立场，为降息打开大门。当然，投资者目前最关心的还是美联储降息速度是否够快，幅度是否足够，因为任何不及预期的降息都有可能对市场波动。

股票仍可带来不错的收益

这是否意味着投资者应该赶快抛售股票，离开股市？我们并不这样认为。全球增长可能有所放缓，但经济仍在增长，美联储以及其他主要央行亦表示，将继续实行刺激措施来推动经济增长。与此同时，中美亦在近期 G20 峰会同意贸易休战。

因此，我们认为股市仍有进一步上涨的空间。尽管我们看到有迹象表明，企业基本面在当前的经济周期后期开始承压，但与债券和现金相比，股票的潜在回报看起来仍然不错。我们仍然主张全面布局环球股票，但在多元化投资组合中，我们也确实对新兴市场股票略有偏好。**欲了解最新投资观点，请参阅第 7 页。**

对债券则持另一观点

近期，我们把投资级别企业债券（优质企业发行的债券）的评级从“中性”下调至“偏低”²，进一步下调了我们对固定收益资产的评级。

目前，这些债券的收益率并不太吸引，主要原因是美国、欧洲和日本等发达地区的利率较低。我们青睐亚洲和新兴市场的本币债券，因为这些债券的潜在回报率更高。

要点：继续投资，加强防御

尽管股票投资前景良好，但考虑为您的投资组合增添防御性策略也十分重要，特别是在当前的经济周期后期。这意味着分散投资以抵抗波动，或采用“低波动性”的投资策略，详情请见第 18 页。

最重要的是，适时更新您的投资计划并严守投资纪律。当市场因波动而带来入市机会，您的投资组合将会做好充分准备而因此受益。

我们衷心祝愿您迎来一个收获颇丰的季度。



傅伟诚，特许金融分析师
汇丰集团财富管理副主管



曾伟仙
汇丰环球财富管理策略
研究主管

现在，市场似乎正处于一个转折点。股市、货币政策和地缘政治都处于剑拔弩张的境地，肯定会拨动投资者紧张的神经。这一切将会如何发展？

傅伟诚

曾伟仙

1. Central Bank Pools, 汤森路透, 2019 年 6 月
2. 在一个充分分散投资的典型多元资产投资组合状况下

概览

汇丰尚玉投资展望 2019 年第三季度摘要

投资主题



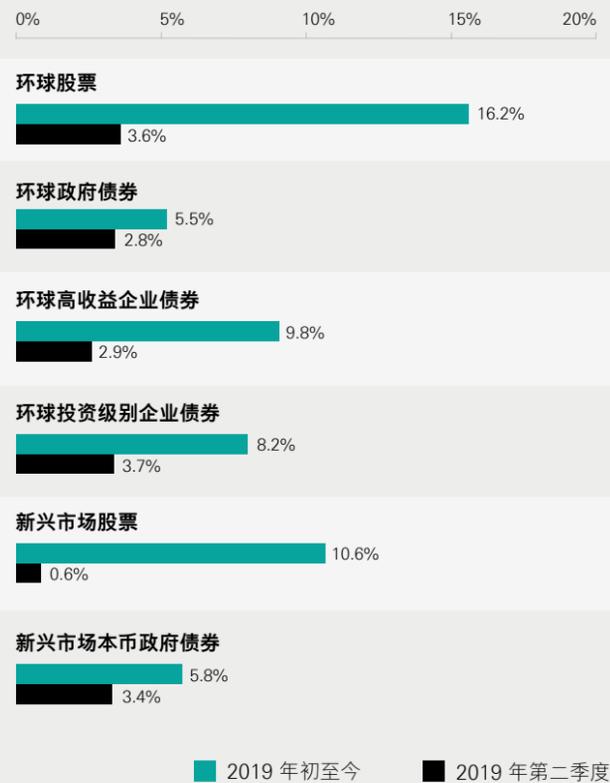
投资观点摘要

债券	第二季度观点	第三季度观点	更改
发达市场政府债券	▼	▼	-
新兴市场本币政府债券	▲	▲	-
环球投资级别企业债券	▶	▼	下调
环球高收益企业债券	▶	▶	-
股票			
环球	▲	▲	-
美国	▲	▲	-
日本	▲	▲	-
欧元区	▲	▲	-
英国	▲	▲	-
中东欧及拉美	▶	▶	-
亚洲（日本除外）	▲	▲	-
新兴市场	▲	▲	-

▲ “偏高”意味着，在一个充分分散投资的典型多元资产投资组合状况下，对该资产类别持正面倾向。
 ▼ “偏低”意味着，在一个充分分散投资的典型多元资产投资组合状况下，对该资产类别持负面倾向。
 ▶ “中性”意味着，在一个充分分散投资的典型多元资产投资组合状况下，对该资产类别没有特定的负面或正面倾向。

资料来源：汇丰环球投资管理，截至 2019 年 6 月。有关完整的投资观点，请参阅第 8 页。

部分资产类别的走势¹



眼下我们关注的问题

- 央行政策**
 - 主要央行成员的声明
 - 宏观经济数据，尤其是中国和美国的
- 地缘政治**
 - 美中贸易紧张关系
 - 美国贸易保护主义
 - 英国脱欧谈判
 - 民粹主义抬头

主要经济事件

2019 年 7 月

- 7 月 25 日 欧洲央行会议
- 7 月 29 - 30 日 日本央行会议
- 7 月 30 - 31 日 美国联邦公开市场委员会会议

2019 年 8 月

- 8 月 1 日 英国央行会议
- 8 月 22 - 24 日 杰克逊霍尔经济政策研讨会
- 8 月 25 - 27 日 第 45 届七国集团 (G7) 峰会

2019 年 9 月

- 9 月 12 日 欧洲央行会议
- 9 月 17 - 18 日 美国联邦公开市场委员会会议
- 9 月 18 - 19 日 日本央行会议
- 9 月 19 日 英国央行会议

《汇丰尚玉投资展望》是专门为尚玉客户量身定制的刊物。我们将与您一起探讨全球性的投资主题，同时剖析未来的挑战与机遇。

1. 资料来源：彭博，截至 2019 年 6 月 30 日。投资涉及风险。过往表现并非未来回报指标。

注：图表显示资产类别以美元计的总回报。资产类别走势由不同指数代表 - 环球股票：摩根士丹利全球总回报净额指数；环球政府债券：彭博巴克莱全球综合国库券总回报指数；环球高收益企业债券：彭博巴克莱全球高收益企业债券总回报指数；环球投资级别企业债券：彭博巴克莱全球综合企业债券总回报指数；新兴市场股票：MSCI 新兴市场股票净总回报美元指数。新兴市场本币政府债券：彭博巴克莱新兴市场（本币）政府债券总回报指数。

投资观点

2019 年第三季度

最新资产类别观点 (12 个月以上的长期观点)

- ▲ “偏高”意味着，在一个充分分散投资的典型多元资产投资组合状况下，以及相对有关的内部或外部基准，汇丰环球投资会（或应该会）对该资产类别持正面倾向。
- ▼ “偏低”意味着，在一个充分分散投资的典型多元资产投资组合状况下，以及相对有关的内部或外部基准，汇丰环球投资会（或应该会）对该资产类别持负面倾向。
- ▶ “中性”意味着，在一个充分分散投资的典型多元资产投资组合状况下，以及相对有关的内部或外部基准，汇丰环球投资会（或应该会）对该资产类别没有特定的负面或正面倾向。



政府债券 发达市场

收益率较低，且在近期市场活动后，估值较不吸引。尽管如此，高质量政府债券在多元化的投资组合中仍发挥着分散风险的作用。



企业债券 环球投资级别

我们认为该资产类别价格被高估，因此我们将评级从“中性”下调至“偏低”，对于美国债券而言更是如此。



政府债券 新兴市场本币

预计大多数国家/地区的债券潜在回报率具吸引力，这得益于新兴市场货币升值的潜力。



企业债券 环球高收益

企业基本面尚好，违约率低。我们目前看好优质高收益债券。



环球股票

尽管估值已不再便宜，但总体上较积极的增长前景意味着股票仍比政府债券更具吸引力。然而，企业基本面在当前的经济周期阶段已开始承压。



大宗商品

大宗商品可以帮助您实现投资组合的多元化，并对冲通胀风险。目前，能源是最吸引的板块。

资料来源：汇丰投资管理，截至 2019 年 7 月

注：投资观点根据 2019 年 6 月期间举行的汇丰环球投资管理资产配置区域会议、汇丰环球投资管理于 2019 年 5 月 31 日计算的长线预期回报预测，以及我们的投资组合优化过程及实际投资组合比重而定。上面的观点不应视为投资建议、买卖投资的推荐或回报的保证，可以更改而不给予通知。如需了解有关资产类别的观点，请参照最新一期的《汇丰每月专讯》或与您的客户经理联系。

地区股票观点 (12 个月以上的长期观点)

- ▲ “偏高”意味着，在一个充分分散投资的典型多元资产投资组合状况下，以及相对有关的内部或外部基准，汇丰环球投资会（或应该会）对该资产类别持正面倾向。
- ▼ “偏低”意味着，在一个充分分散投资的典型多元资产投资组合状况下，以及相对有关的内部或外部基准，汇丰环球投资会（或应该会）对该资产类别持负面倾向。
- ▶ “中性”意味着，在一个充分分散投资的典型多元资产投资组合状况下，以及相对有关的内部或外部基准，汇丰环球投资会（或应该会）对该资产类别没有特定的负面或正面倾向。



美国

美国经济表现继续领先其他经济体。2019 年，股市可能会从持续的低利率环境中进一步受益。



欧元区

欧元区股市目前也提供有吸引力的潜在回报。我们预期欧洲央行还将继续推行超低利率政策，为该资产类别提供更多支持。



英国

英国股市估值现在相对具有吸引力，经济增长的反弹将进一步改善估值。英国跨国公司可从英镑贬值获得外汇收益。



中东欧及拉美

尽管去年增长势头放缓，但 2019 年拉丁美洲有迹象显示情况正在好转。中欧和东欧国家/地区的估值也很有吸引力。



日本

日本股市不仅价格低廉，还得益于颇具吸引力的估值、支持性的货币政策和庞大的企业现金储备。



新兴市场

出色的估值和各种结构性优势使新兴市场股票（特别是亚洲）成为我们目前多元化投资组合的首选。



亚洲（日本除外）

估值具有吸引力，经济增长势头相对稳健。然而，有迹象表明，在经济周期的当前阶段，亚洲股市的盈利能力正在恶化，我们将密切关注市场动态。



资料来源：汇丰投资管理，截至 2019 年 7 月

注：投资观点根据 2019 年 6 月期间举行的汇丰环球投资管理资产配置区域会议、汇丰环球投资管理于 2019 年 5 月 31 日计算的长线预期回报预测，以及我们的投资组合优化过程及实际投资组合比重而定。上面的观点不应视为投资建议、买卖投资的推荐或回报的保证，可以更改而不给予通知。如需了解有关资产类别的观点，请参照最新一期的《汇丰每月专讯》或与您的客户经理联系。

季度主题

2019 年第三季度

部署下个季度的投资组合

投资主题

1



波动已成为新的常态

2



谨慎挑选债券

3



增持防御性股票

4



构建更明智的投资组合

在前文，我们提到 2019 年前几个月市场的骄人表现，以及从五月起随之而来的股市下跌。

显然，贸易关系紧张是市场情绪恶化的主要原因。但市场下跌并不能完全归咎于贸易关系。

当前的经济周期已经持续了近十年，而且我们已经开始看到企业基本面承压的迹象。受地缘政治不确定性和总体增长放缓的推动，发达市场的风险正在上升。我们也在密切关注中国市场，留意杠杆水平不健康和盈利能力下降的迹象。

因此随着波动不时袭来，投资者自然会考虑采取果断的避险措施。

现金为王？

并不是。我们认为，继续投资仍是最佳选择。这不仅仅是因为发达市场的现金回报率较低，而且经济衰退的风险也很小。事实上，虽然经济增长速度稍稍放缓，但前景依然乐观。

通胀风险可能被忽略

市场目前的价格调整反映出对今年降息的预期，美联储也发出了同样的信号，以应对贸易紧张局势和经济放缓导致的市场情绪恶化。

正因如此，投资者似乎忽视了通胀加剧的可能性。这可能会带来一定风险，因为如果物价因关税增加（原因包括贸易纠纷等）而上涨，美联储可能会被迫暂停或限制降息。这种情况可能会令金融市场感到意外，并导致短期波动。通胀加剧的潜在风险也是我们决定下调美国和环球投资级别债券评级的部分原因，因为债券在这种情况下会受到冲击。

解决办法？更明智的投资组合

尽管股市已接近我们所希望的水平，但上述因素使防御下行风险比以往任何时候都更加重要。

因此，请继续投资。但投资者应寻找更明智的解决方案，以抵御如今市场波动的事实。一个全面的多元资产策略的确可以为投资组合分散风险，但投资者也应考虑其它的投资策略，例如低波动性投资。我们邀请了 Vis Nayar 一起探讨**如何利用低波动性投资策略部署投资组合，应对潜在的市场调整（第 16 页）**。

保持警惕，谨慎选择

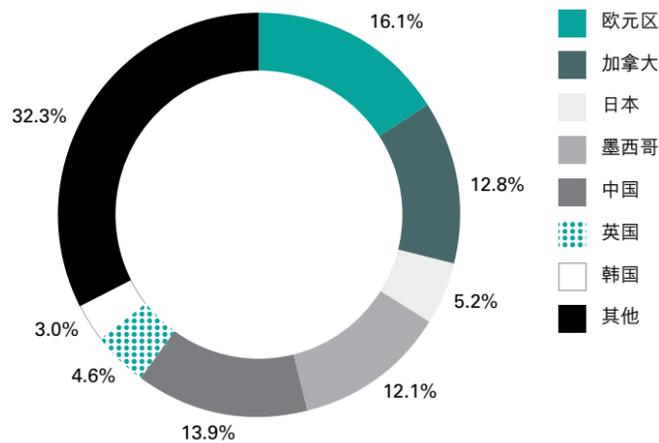
在经济周期的当前阶段，只要地缘政治不确定性依旧，市场就有可能出现波动，因此投资者应制定一个长期投资计划并坚持执行。即便您偏好较为投机的投资方式，制定正确的计划更能确保您充分利用市场波动，在市场疲软时坐收渔人之利。

在接下来的几页中，我们将探讨**四大关键主题**，我们认为这些主题在未来几个月内显得尤为重要。

主题 1 波动已成为新的常态

按国家/地区划分的美国贸易额

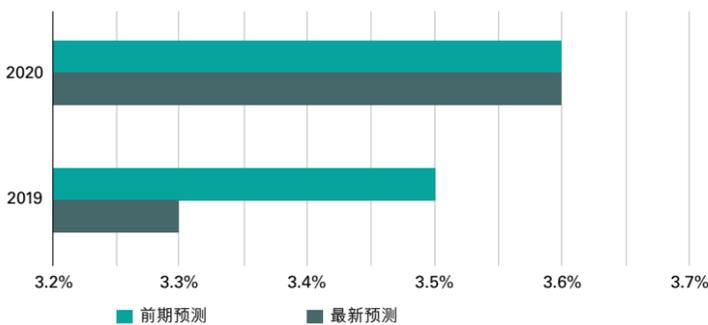
2018 年贸易总额（包括进口和出口）的百分比



资料来源: Refinitive Datastream, 截至 2018 年末。数据以 2018 年包括进出口在内的贸易总额的百分比来衡量。

全球 GDP 预测（年度百分比变动）

预计全球经济增长为正，但有所放缓



资料来源: 国际货币基金组织《世界经济展望》，2019 年 4 月。

为进一步的波动做好准备

虽然中美于近期同意再次启动贸易谈判，但贸易前景的不确定性尤存。贸易紧张局势与经济周期末期的同时出现，可能会导致市场动荡。

我们相信中美将最终达成贸易协议，尽管贸易休战，但偶尔的争端升级仍可能导致波动性飙升。

年初至今，金融市场在全球贸易关系恶化前表现依旧良好。直至 5 月初，美国将价值 2,000 亿美元的中国商品关税从 10% 提高到 25% 时，金融市况发生了转变。自那以后，美国总统特朗普还声称美国将对墨西哥的所有商品征收 5% 的关税。

尽管存在贸易不确定性，投资前景依然良好

我们认为投资者应继续投资股票，因为全球经济仍在增长，利率持续低企，这些因素都支撑着股市。同时，波动性加剧也可能带来难得的入市机会。

国际货币基金组织 (IMF) 近期将其对 2019 年全球经济增长预期从 3.5% 调整到 3.3%，这是自 2009 年以来其预期增长幅度最小的一次。

尽管速度有所放缓，我们认为 GDP 增长前景仍然乐观。随着进一步波动性的加剧，未来几个月投资者应该会迎来重新平衡投资组合的机会。

主题 2 谨慎挑选债券

市场价格忽略了通胀风险

通胀加剧可能改变美联储的论调



资料来源: 汇丰环球投资管理, 截至 2019 年 6 月。

通胀风险可能被忽略

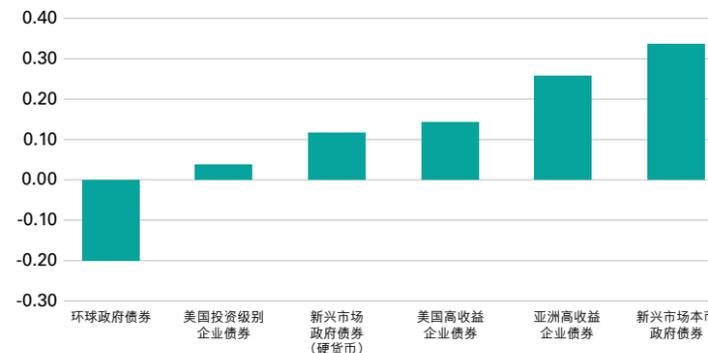
最近，由于经济风险和贸易不确定性，美联储主席鲍威尔表示降息的可能性越来越大。这增强了市场对降息的共识，从而降低了今年的通胀预期。

然而，这意味着，激进贸易关税或将产生的通胀“意外”，可能导致美联储重新考虑其降息立场。这可能会让投资者感到意外，并造成短期波动。

债券前景夏普比率

新兴市场本币债券和亚洲高收益债券最富吸引力

(夏普比率计算潜在风险调整后的表现。一般而言，夏普比率越高，提供的回报与其风险相比亦越高。)



资料来源: 汇丰环球投资管理、彭博, 截至 2019 年 6 月。

注: 投资涉及风险。过往表现并非未来回报指标。仅供说明用途。

优选债券

我们目前不看好发达市场政府债券和投资级别企业债券，而是认为投资者应谨慎选择，关注收益率具有吸引力的债券，同时在风险与回报之间找到一个适当的平衡点（如新兴市场本币债券和亚洲高收益债券）。

与对大类资产的看法相反，我们认为在多元化的投资组合中加入短期优质债券，仍可抵御市场波动的作用。

3

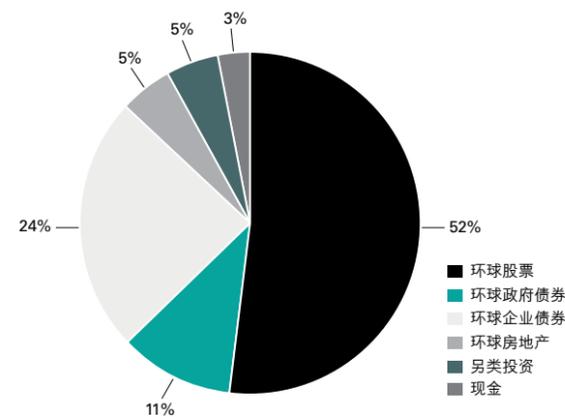


主题 3

增持防御性股票

当前的投资组合配置模式

环球股票依然是多元化投资组合中的核心配置



资料来源：汇丰环球投资管理，截至 2019 年 5 月

注：投资组合配置模式仅供参考，可能会随时更改，恕不另行通知。投资组合配置模式仅供参考，适用于已使用风险评估问卷确定风险承受能力为平衡性的客户。请注意，符合或低于/高于您的风险承受能力的投资组合配置模式可能并不适合您。

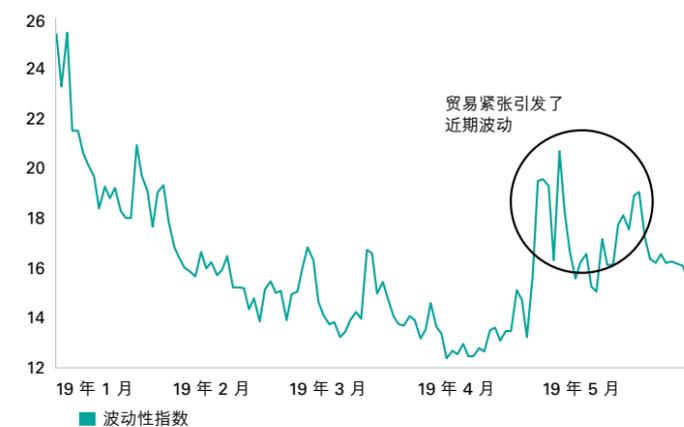
整体看好环球股票

尽管股票价格不再低廉，但仍比债券更具吸引力。在经济周期的这个阶段，我们倾向于全面布局环球股票，而不是挑选个别地区的股票集中投资。

按股票市盈率衡量，股市目前的估值水平接近历史平均水平。我们投资股票的理由，在更大程度上是基于依然稳健的经济增长前景，这可确保股票仍比债券更具吸引力。

股市波动

5 月份，由于贸易不确定性，波动性大幅上升



资料来源：Refinitiv Datastream，截至 2019 年 6 月 30 日。

注：股市隐含波动性按芝加哥期权交易所标普 500 波动性指数衡量。

让您的股票选择更具防御性

由于当前存在的短期地缘政治风险，并且企业基本面在经济周期后期日益承压，因此在投资股票时，我们主张采取更具防御性的策略。

其中一种方法，就是在您的配置框架中纳入低波动性股票策略，以防范下行风险。

近期，由于全球贸易的不确定性，市场波动性大幅上升，而且可能会周期性回归。因此，投资者应该探索一些股票策略，能在限制下行波动的同时继续在股市获得收益。

4



主题 4

构建更明智的投资组合

均衡型投资组合能够平稳驾驭市场环境

60/40 的投资组合将可限制下行风险



资料来源：Refinitiv Datastream，截至 2019 年 6 月 11 日

注：资产类别走势由不同指数代表 - 环球股票：摩根士丹利全球总回报净额指数（美元）；环球政府债券：花旗世界政府债券指数（美元）。投资涉及风险。过往表现并非未来回报指标。仅供说明用途。

多元资产投资是明智的投资方法

在动荡时期管理投资组合最简单（也可以说是最有效）的方法是跨越不同的资产类别和地区进行投资。

这种策略有助于确保您的核心投资组合适度多元化，同时依然能够把握适合的投资机遇。

从历史上看，与 100% 的股票投资组合相比，传统的多元资产投资组合（40% 配置给债券，60% 配置给股票）在市场下跌时的下行风险有限。除了能够平稳驾驭市场环境，还能让投资者参与市场反弹。

摩根士丹利全球与摩根士丹利全球最低波动率指数

从历史上看，低波动性股票策略可以限制下行风险



资料来源：彭博，截至 2019 年 6 月 11 日。

注：投资涉及风险。过往表现并非未来回报指标。仅供说明用途。

考虑新颖的投资方式

低波动性策略则旨在在较低波动性的情况下实现股票回报。与多元资产投资一样，这使投资者能够进入股市，同时在抛售时管理下行风险。

除了多元资产投资，也有必要考虑除股票和债券之外与股市相关性较低的投资，例如流动性另类投资（如流动性对冲基金）和房地产。

汇丰观点 采取“低波动性”投资策略



Vis Nayar
汇丰环球投资管理
股票部副首席投资官

首先，什么是“低波动性股票策略”？

“以波动为中心”的股票投资是一种积极的投资组合管理理念，具有强大的防御性。它基于一个明显的悖论：低风险股票提供的风险调整后回报优于高风险股票。

为什么适用于当今的投资者？

2018 年末是股市的动荡期（图 1），我们现在预计未来一段时间内股市将会继续波动。在这样的环境中，考虑具有防御性但仍能提供稳定股票回报的股票方法是明智之举。另一个优势是，以波动为中心的投资通常会产生有吸引力的股息。

关键原则有哪些？

以波动为中心的策略有三个主要目标。

首先，它旨在提供**更平稳的业绩模式**，以减轻股票波动对您整体回报的影响。除了让您更有信心履行投资目标，还能在需要时对更具波动性的股票进行战略性（但均衡的）配置。它还寻求**更好的风险调整后回报**，这尤其对那些风险胃纳能力较低的投资者具有吸引力。

这种类型的策略还可以提供**证券价格的渐进式变化**，使投资者能够获得长期回报，具有较低的抛售可能性。

概览

分析人士认为，在未来一段时间内，波动性将是金融市场的一个特征，投资者应该相应地调整自己的策略。

低波动性股票策略是一个值得考虑的选择，因为它结合了防御性配置策略和从市场反弹中获利的潜力。

尽管汇丰“以盈利能力为导向”的低波动性选股主要是为了降低投资组合风险，但也可以优化业绩。

图 1：股市水平和历史波动性

（MSCI 所有国家/地区世界指数 - 1995 年 10 月至 2018 年 12 月）



资料来源：汇丰环球投资管理，截至 2018 年 12 月。
注：过往数据不代表未来表现。

MSCI 所有国家/地区世界指数中的证券价格波动

（滚动 12 个月的跌幅）



资料来源：汇丰环球投资管理，1999 年 12 月至 2018 年 12 月。
注：过往数据不代表未来表现。

如何实施这样的策略来产生有利的回报？

虽然许多低波动性投资方法将选择限制在低波动性的股票上，但我们关注的首先是投资吸引力。

为什么？这是因为抛开波动性不谈，我们仍然认为，考虑公司估值与盈利能力之间的关系是至关重要的。因此，我们将专有研究与环境、社会和管治因素 (ESG) 的综合分析相结合，以评估每只股票的波动性特征及其长期盈利能力。

在确定适当的股票后，我们应用定量“风险回报”分析来创建一个低波动性的投资组合，将低波动性的股票与高波动性、相关性较低的股票结合起来，以增强多元化。最重要的目标是降低投资组合风险，尽管选股质量也旨在推动实现卓越业绩。

低波动性投资组合的界定特征是什么？

通常，**行业风险**将在周期性和防御性行业之间保持平衡（后者对经济周期的敏感度通常较低）。整体的**投资组合波动性**将与所投资股票的波动率同步升降，并且可以通过购买波动性更低的防御性股票来进一步降低波动。

最后，您如何确定合适的股票？

我们的“盈利能力-估值排名”的投资方式有助于我们评估股票以优化回报潜力。历史股票价格的定量分析表明，平均而言，排名较高的股票往往会随着时间的推移表现得更好。同样，盈利能力较高的公司通常具有分配股息或再投资业务的灵活性，从而增加潜在回报。

专家观点

通过场景分析来管理投资组合风险



Thomas Donilon
贝莱德投资机构主席



Elga Bartsch 博士
贝莱德投资机构经济和市場研究主管

解读迹象：经济衰退即将来临吗？

随着美国经济进入周期的后期阶段，全球增长开始放缓，对经济低迷的担忧或将开始扰乱市场。但是，鉴于宽松的货币政策和金融失衡的迹象很少，我们认为当前经济具有一定的扩张空间。与此同时，持续的贸易关系紧张让普遍存在的不确定性雪上加霜。

我们认为，其中一种风险情景是扭转了过去几十年的全球化趋势。这可能会扰乱全球企业供应链，削弱潜在增长，并导致更高的通胀。目前，我们的**经济衰退概率指标**（该指标监测不稳定影响因素的累积，例如过去经常触发经济衰退的过度杠杆现象）表明，虽然经济衰退的风险在上升，但仍相对较低（参见经济衰退观察图表）。但是，传统的经济衰退指标往往没有考虑贸易保护主义或宏观经济的不确定性——在我们看来，这两种因素都对当前的经济扩张构成了最大的威胁。

全球贸易紧张局势不仅限于中美之间

美国卷入多方面的贸易争端，其中与中国的贸易争端最为突出。特朗普总统决心缩小双边贸易差距，中美双方对此都发表了措辞强硬的言论并推出针锋相对的关税制度，此外，美国对中国技术限制的紧张局势也在不断升级。短期内中美紧张关系似乎不太可能会出现缓和，而且任何贸易休战也不太可能代表两国关系的缓和。这是为什么？因为两国之间的紧张局势是结构性的，贸易方面的考虑与国家安全以及下一代技术的竞争密切相关。

但中美关系只是全球贸易紧张局势的一部分。在美洲，《美国-墨西哥-加拿大协定》获准的可能性越来越小。同时，美国和欧盟之间贸易关系的恶化也是令人担忧的一大问题，尤其是美国威胁对欧洲汽车和零部件征收进口关税。

正如贝莱德地缘政治风险指数 (BGRI) 所显示的那样，市场再次高度警惕全球贸易中断的影响。自去年达到峰值以来，全球贸易中断已有所放缓。

我们预期，这些关系中不可避免的波折，将引发一轮又一轮的市场焦虑。尽管关税和其他贸易措施的直接经济影响可能有限，但很难预测或衡量其可能对市场信心或全球供应链造成的冲击。

欧洲的凝聚力受到威胁

我们的 BGRI 还表明，市场对欧洲分裂问题的关注有所增强，这是我们监测的十大地缘政治风险之一。英国脱欧推迟可能降低了短期风险，但英国与欧盟长期关系的不确定性仍然高企。欧洲议会选举结果喜忧参半，反欧盟的民粹主义政党等政党以牺牲主流政党为代价获得了优势。与此同时，与意大利预算谈判有关的紧张局势可能在未来几个月进一步升温。

底线

总体而言，我们的研究表明，风险资产在经济周期后期仍能表现良好。然而，如果出现更明显的增长放缓迹象，或者贸易争端加剧，更大的宏观不确定性可能随之而来。风险管理在这种环境中显得至关重要，投资组合多元化有助于平稳驾驭这种环境。我们认为优质资产是投资组合韧性的来源。其中包括美国国债，由于股票回报和政府债券回报之间历来存在一种反向关系，因此国债可以作为潜在的缓冲，抵御周期后期的抛售。

经济衰退观察

贝莱德对美国经济衰退可能性的预估



资料来源：贝莱德投资机构，数据来自汤森路透，截至 2018 年 11 月。

注：本图显示美国在未来四个季度出现经济衰退的可能性预估。阴影部分表示符合美国国家经济研究局相关定义的以往美国经济衰退期。预估结果是通过一系列分位数回归分析计算得出的，而这些回归分析估算了增长低于某个阈值的概率。2019 年和 2020 年的概率（虚线）是基于金融状况、金融脆弱性和增长等一系列可能结果计算得出的。此插图表显示分别到 2019 年和 2020 年末陷入经济衰退的累积概率。前瞻性调整可能不会实现。

全球贸易紧张局势



资料来源：贝莱德投资机构，数据来自汤森路透。数据截至 2019 年 5 月 31 日。

注：我们先确定与这种地缘政治风险相关的具体字词，再使用文本分析来计算它们出现在汤森路透经纪人报告、道琼斯全球通讯社数据库以及 Twitter 上的频率。然后，我们根据语境反映的是积极情绪还是消极情绪进行调整，并给出分数。0 分代表从 2003 年到该时间点期间的 BGRI 平均水平。得分为 1 意味着 BGRI 水平比平均值高出一个标准偏差。在计算平均值时，我们对最近的读数给予了较大权重。BGRI 的风险情景仅供说明之用，并不反映所有可能的结果，因为地缘政治风险在不断变化。

概览

目前地缘政治因素和贸易争端让投资者对经济周期的信心动摇。

经济过热的传统指标表明经济衰退的风险较低。但是，在当前情况下，这些指标可能不是最重要的。

在多个领域爆发贸易战、欧洲凝聚力面临日益增长的威胁之际，投资者应分散投资组合，以抵御市场混乱。

一般披露： 本资料于 2019 年 6 月经贝莱德许可转载。本副本中所表达的意见不作为预测、研究或投资建议的依据，亦不作为买卖任何证券或采用任何投资策略的建议、要约或招揽。

上述意见截至 2019 年 6 月，可能会随着后续条件的变化而改变。本材料中包含的信息和意见源自贝莱德视作可靠的专有和非专有来源，不一定包含所有信息，也不保证准确性。因此，贝莱德及其管理人员、员工或代理不保证这些信息和意见的准确性或可靠性，也不以任何其他方式对其中存在的错误或疏漏负责（包括因疏忽而对任何人负责）。本材料中可能包含“前瞻性”信息，这些信息本质上不是纯粹的历史信息。此类信息可能包括预测等。不能保证所作的预测一定会实现。读者可自行决定是否依赖本材料中的信息。

风险资本： 投资的价值以及从中获得的收益可能会下降，也可能上升，而且无法得到保证。投资者可能无法收回最初投资的本金。

过去的业绩并不是当前或未来结果的可靠指标，因此在选择产品或策略时不应作为唯一的考量因素。

不同货币之间汇率的变化可能导致投资价值减少或增加。对于波动性较高的基金而言，波动可能特别明显，投资价值可能会突然大幅下跌。税收的级别和基础可能会不时发生变化。

本文档中的任何研究都是贝莱德为自身目的获取的，并且贝莱德可能已为自身目的采取行动。此类研究的结果仅在个别情况下可用。本文表达的观点不构成投资或任何其他建议，而且可能会发生变化。它们不一定反映贝莱德集团中任何公司或其任何部门的观点，也不保证其准确性。

本文档仅供参考，并不构成向任何人提供投资贝莱德基金的要约或邀请，其制作目的也与任何此类要约无关。

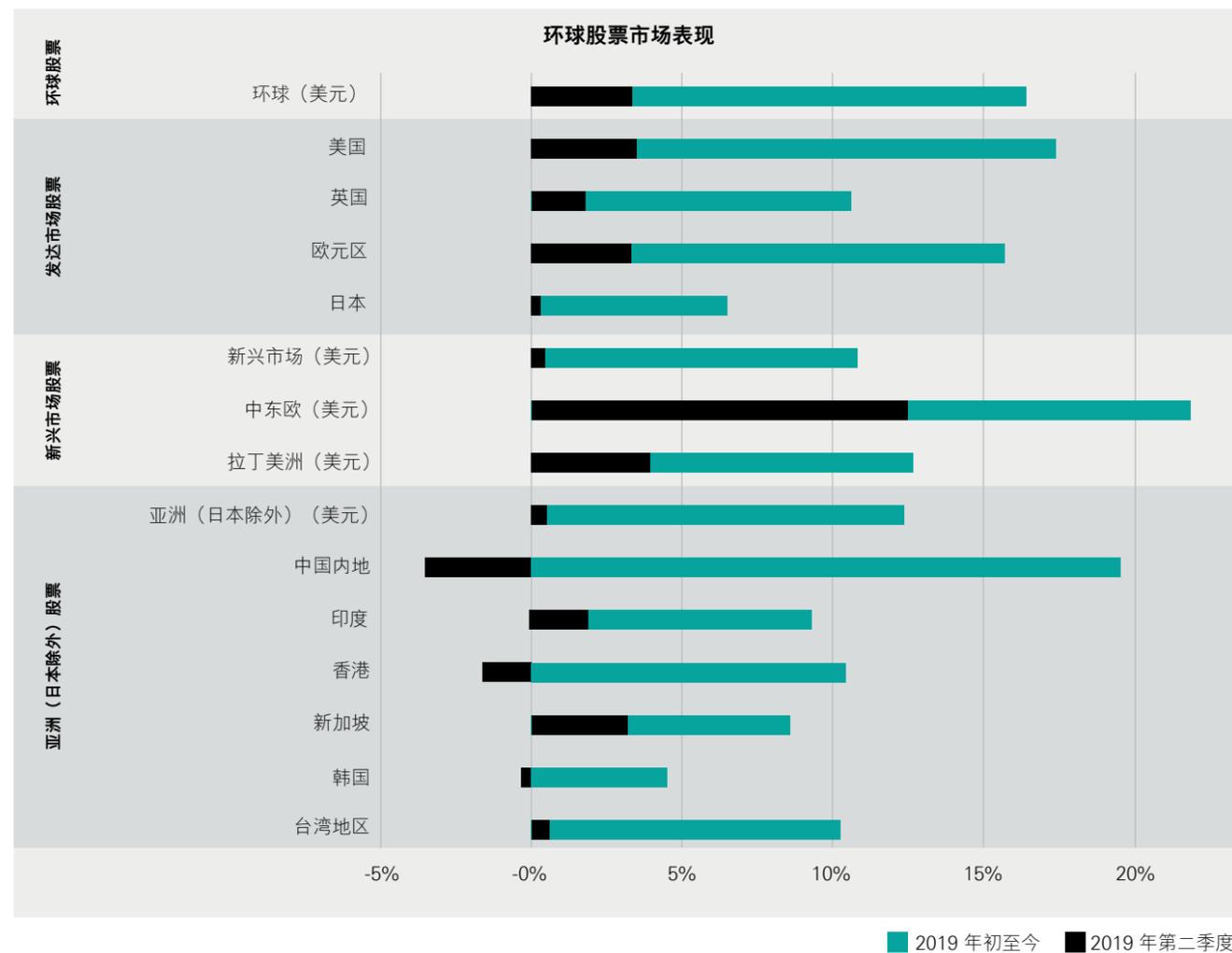
© 2019 BlackRock, Inc. 保留所有权利。BLACKROCK、BLACKROCK SOLUTIONS、iSHARES、BLACKROCK 以及 SO WHAT DO I DO WITH MY MONEY 是贝莱德或其子公司在美国和其他地方的注册和未注册商标。所有其他商标均为其各自所有者的商标。

市场回顾

股票

2019 年股市开局强劲，但在上个季度出现小幅回落，主要原因是中美贸易关系再次陷入低迷。

但即使是面临这些挑战，市场情绪依然具有韧性。持续的全球经济增长有助于维持整体乐观情绪，美联储的种种迹象也表明，加息的可能性可能低于预期，而中美贸易局势也在近期有所缓和。



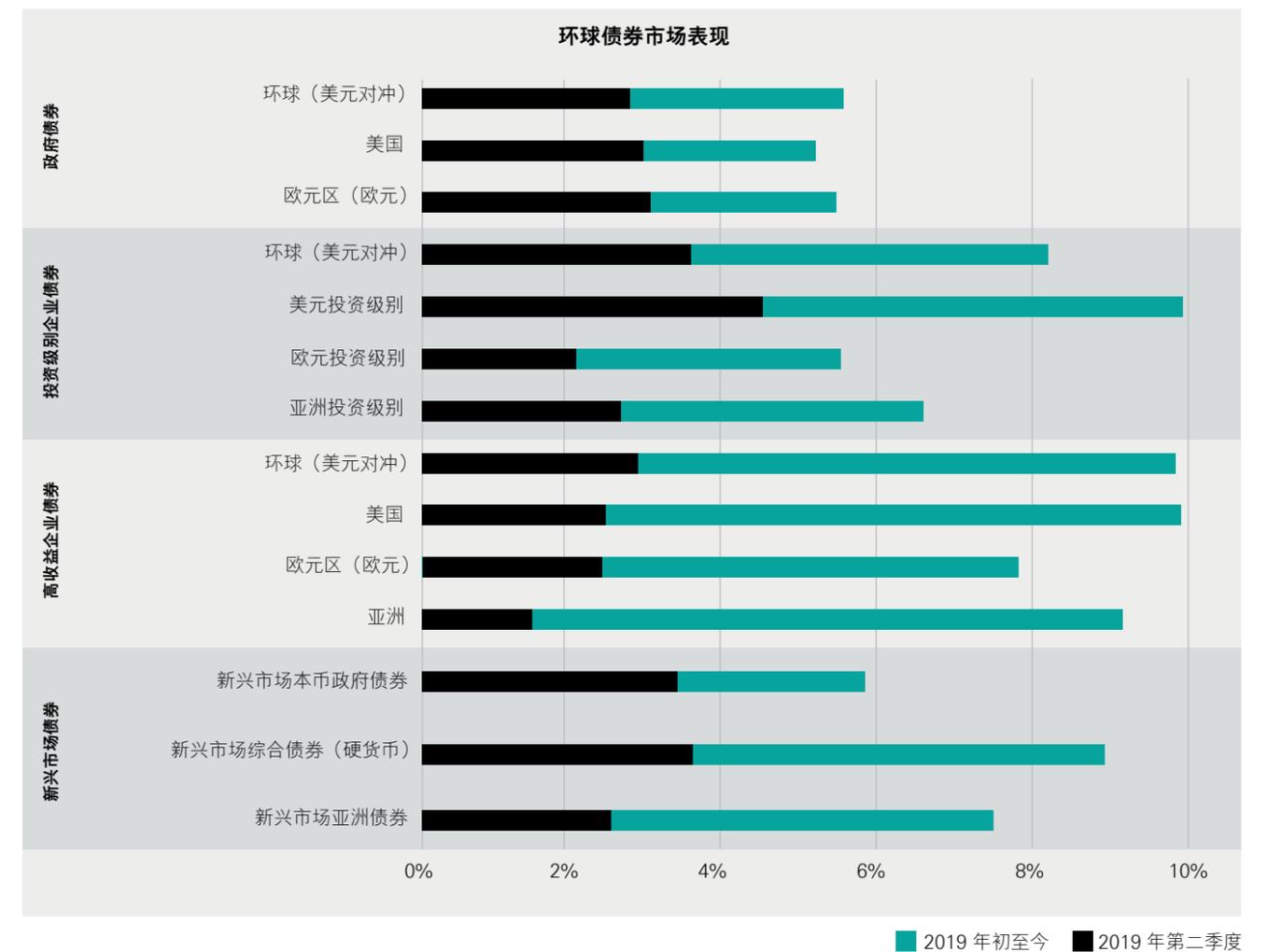
资料来源：彭博，截至 2019 年 6 月 30 日。投资涉及风险。过往表现并非现在或未来回报指标。

注：图表显示资产类别以当地货币计的总回报，除非另有说明。股票表现由不同指数代表 - 环球股票：摩根士丹利全球总回报净指数 (美元)。美国股票：美国标普 500 指数 (美元)。英国股票：英国富时 100 指数 (英镑)。欧元区股票：欧洲斯托克 50 指数 (欧元)。日本股票：日本日经 225 指数 (日元)。新兴市场股票：摩根士丹利新兴市场总回报净指数 (美元)。中东欧股票：摩根士丹利新兴市场中东欧总回报净指数 (美元)。拉丁美洲股票：摩根士丹利新兴市场拉丁美洲股票总回报净指数 (美元)。亚洲 (日本除外) 股票：摩根士丹利亚太 (日本除外) 总回报净指数 (美元)。中国内地股票：上证综指 (人民币)。印度股票：标普 BSE SENSEX 指数 (印度卢比)。香港股票：香港恒生指数 (港元)。新加坡股票：富时海峡时报指数 (新加坡元)。韩国股票：韩国 KOSPI 指数 (韩元)。台湾股票：台湾加权指数 (新台币)。

债券

由于贸易不确定性引发对全球经济前景的担忧，美国国债价格上涨 (收益率下降)。美国六月份的就业数据加剧了这种影响。

与此同时，欧洲政府债券价格大幅上涨，收益率跌至两年来的最低水平。对于企业债券，环球投资级别和高收益率信贷年初迄今均实现了正回报，分别为 8% 和 10% 左右。



资料来源：彭博，截至 2019 年 6 月 30 日。投资涉及风险。过往表现并非现在或未来回报指标。

注：图表显示资产类别以美元计的总回报，除非另有说明。债券表现由不同指数代表 - 政府债券：环球政府债券 (美元对冲)：彭博巴克莱环球综合国库券总回报指数 (美元对冲)；美国政府债券：彭博巴克莱美国国债总回报指数；长期国债：彭博巴克莱美国长期国债总回报指数；短期国债：彭博巴克莱美国短期国债总回报指数；欧元区政府债券：标普欧元区主权债总回报指数 (欧元)；投资级别企业债券：环球投资级别企业债券 (美元对冲)：彭博巴克莱环球综合企业债券总回报指数 (美元对冲)；美元投资级别企业债券：彭博巴克莱美国企业债券总回报指数；欧元投资级别企业债券：彭博巴克莱欧洲综合企业债券总回报指数 (欧元)；亚洲投资级别企业债券：Markit iBoxx 亚洲 (日本除外) 投资级别企业债券总回报指数 (美元)。高收益企业债券：环球高收益企业债券 (美元对冲)：彭博巴克莱环球高收益企业债券总回报指数 (美元对冲)；美元高收益企业债券：彭博巴克莱美国高收益企业债券总回报指数；欧元高收益企业债券：彭博巴克莱泛欧高收益企业债券总回报指数 (欧元)；亚洲高收益企业债券：Markit iBoxx 亚洲 (日本除外) 高收益债券总回报指数 (美元)。新兴市场债券：新兴市场本币政府债券：彭博巴克莱新兴市场本币政府债券总回报指数；新兴市场综合债券 (硬货币)：彭博巴克莱新兴市场硬货币综合债券总回报指数；新兴市场亚洲债券：Markit iBoxx 亚洲 (日本除外) 总回报指数 (美元)。

词汇表

波动性：这个术语指金融工具价格随着时间推移出现的波动。

财政政策：利用政府支出和税收政策来影响宏观经济状况，例如总需求、就业、通胀和经济增长。

到期期限：债券或债务凭证的发行人偿还本金（初始投资额）的日期。

多元化：常常指“不要把所有的鸡蛋放在同一个篮子里”，多元化意味着投资各类不同的市场、产品和证券，以分散亏损风险。

公司基本面：通过关注企业的营收、支出、资产、负债和其他财务指标分析的企业内在价值。

货币政策：国家机关控制货币供应量的过程。这常常涉及设定利率目标，旨在促进经济增长和稳定。

久期：久期是衡量固定收益投资的价格（本金的价值）对于利率变化的敏感性。基金的平均久期越长，则投资组合对于利率变化越敏感。久期以年数表示。

通胀：经济体在某一时期内商品和服务的普遍价格水平上升。

投资策略：基金在将收到的来自投资者的资金进行投资时遵循的内部指引。

夏普比率：夏普比率计算潜在风险调整后的表现，计算方法是先用投资组合的平均月回报率减去无风险投资回报率，再除以投资组合的标准差。该比率表示投资者每承受一单位总风险，会产生多少的超额报酬。一般来说，投资组合的夏普比率越高，投资组合的回报相对于它所承担的风险就越好。

资产类别：显示相似特征、在市场中的行为相似并且受到相同法律法规约束的一组证券。主要的资产类别有股票、固定收益和大宗商品。

资产配置：根据投资目标将代表投资者持有的资金分配给各种资产类别，包括股票、债券和其他资产。

投稿者



傅伟诚，特许金融分析师

汇丰零售银行及财富管理业务
集团财富管理副主管

傅氏在投资银行、财富管理及金融市场方面拥有丰富经验，对行业的各个范畴都有深入的了解。作为集团财富管理副主管，他目前正带领投资产品、客户财富规划及投资策略研究的发展。此外，他还负责发展汇丰财富咨询服务。



曾伟仙

汇丰零售银行及财富管理业务
环球财富管理策略研究主管

曾氏负责为世界各地的汇丰零售银行及财富管理客户传播汇丰的投资观点，同时开发具有前瞻性的财富见解和市场研究。曾氏擅长在瞬息万变的金融市场中为客户提供财富远见及投资洞察。此前，他曾在包括汇丰环球投资管理在内的多家私人银行和资产管理公司担任多元资产基金经理。



梁芊瑜

汇丰零售银行及财富管理高级投资策略师

梁氏负责为世界各地的汇丰同事和客户制定与分享相关的市场见解，包括宏观经济、资产分配和前瞻性的研究报告。在加入汇丰之前，梁氏是多家全球银行的投资组合策略师和高级分析师，以及一家超高净值家族办公室的首席投资官。



卓思敏

汇丰零售银行及财富管理业务研究分析师

作为本刊物的编辑，卓氏专注于让客户理解环球市场的动态，以协助他们作出投资决定。她同时为遍布全球的零售银行及财富管理客户制作投资战略及具前瞻性的理财见解和研究的资讯。

特约撰稿人



Vis Nayar

汇丰环球投资管理
股票部副首席投资官

Vis 已在金融行业工作了 30 多年，在长期股票、另类投资和结构性产品方面积累了广泛的研究和投资组合管理经验。他于 1999 年加入汇丰环球投资管理部，自 1996 年开始在汇丰市场部工作，负责股票投资研究和股票产品开发。他是特许金融分析师，在英国获得特许会计师资格，是帝国理工学院硕士课程顾问委员会成员，也是富时指数行业分类委员会的成员。



Thomas Donilon

贝莱德投资机构主席

Thomas 是美国最有经验的政策和总裁顾问之一，曾与美国三位总统密切合作并向其提供建议。他在白宫担任的第一个职位是 1977 年与卡特总统合作。最近，他还担任过奥巴马总统的国家安全顾问，负责监督白宫的国际经济、网络安全和国际能源工作，同时还担任总统的个人特使，接待多位世界领导人。



Elga Bartsch，博士

贝莱德投资机构 经济和市场研究主管

Elga 拥有 20 多年的宏观研究经验。她是欧洲央行影子委员会的成员，是德国经济研究所的受托人，同时还担任德国银行协会经济与货币政策委员会的主席。在加入贝莱德之前，她曾担任伦敦摩根士丹利的经济学全球联席主管兼欧洲首席经济学家。

重要信息

本文件由位于香港皇后大道中 1 号的香港上海汇丰银行有限公司 (HBAP) 制作。HBAP 在香港注册，隶属于汇丰集团。本文件由加拿大汇丰银行（包括其附属公司汇丰投资基金（加拿大）有限公司、汇丰私人财富管理服务有限公司（加拿大）有限公司，以及汇丰证券（加拿大）有限公司的分支机构汇丰投资通 (HSBC InvestDirect)、汇丰银行（中国）有限公司、法国汇丰、HBAP 及汇丰银行（新加坡）有限公司（合称“发布方”）向其客户分发。本文件仅供一般参阅和资讯参考之用。

无论出于任何目的，均不得复制或进一步分发本文件的部分或全部内容予任何人士或实体。本文件不得于分发该文件属非法行为的司法管辖区分发。所有未经允许复制或使用本文件的行为，均由使用者负责，并可能引致法律诉讼。本文件所载资料仅作一般资讯参考之用，不构成投资研究或买卖投资产品的建议或推荐。本文件所载的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。相关前瞻性陈述并非未来表现或事件的保证，并涉及风险和不明朗因素。基于多项因素，实际结果可能与相关前瞻性陈述大不相同。HBAP 及发布方并无义务更新本文件内的前瞻性陈述，亦无义务更新实际结果不同于前瞻性陈述所作预期的原因。本文件并无合约效力，且任何情况下均无意于相关行为不合法的任何司法管辖区招揽或推荐买卖任何金融工具。本文件所载内容反映汇丰环球投资管理于编制文件时的观点及意见，可能随时变更。这些观点未必代表汇丰环球投资管理目前的投资组合分布。汇丰环球投资管理所管理的个别投资组合主要反映个别客户的目标、风险取向、投资期限及市场流动性。

投资价值及所得收益可升亦可跌，投资者可能无法取回最初投资的金额。本文件列出的过往表现并非未来表现的可靠指标，不应依赖文内的任何预测、预期及模拟作为未来结果的指标。任何涉及海外市场的投资均可能受汇率影响，导致投资价值上升或下跌。与成熟市场相比，新兴市场投资本质上涉及较高风险，而且可能较为波动。新兴市场经济体一般较依赖国际贸易，因此一直并可能继续因贸易壁垒、外汇管制、相对市值受控调整及其他贸易国实施或协商的其他保护性措施而受到不利影响。有关经济体亦一直并可能继续因其贸易国的经济情况而受到不利影响。互惠基金投资涉及市场风险，请细阅所有计划相关文件。

本文件就近期经济环境提供基本概要，仅供参考。文件并非按照旨在促进投资研究独立性的法律规定编制，并且分发前不受任何禁止交易规定的约束。本文件并非旨在提供会计、法律或税务建议，亦不应视作会计、法律或税务建议而加以依赖。作出任何投资决策之前，应咨询财务顾问。如选择不咨询财务顾问，则须审慎考虑投资产品是否适合。建议在必要时寻求适当的专业意见。

对于取自相信可靠来源但未作出独立查证的第三方资料，我们不就其准确性及/或完整性承担责任。

关于汇丰环球投资管理（加拿大）有限公司 (AMCA) 的重要信息

汇丰环球投资管理是一家从事投资咨询和基金管理活动的公司集团，最终归汇丰控股有限公司所有。AMCA 是加拿大汇丰银行的全资子公司，但属于单独运营的实体。

关于汇丰投资基金（加拿大）有限公司 (HIFC) 的重要信息

HIFC 是汇丰互惠基金的主要分销商，通过汇丰全球智选投资组合服务提供汇丰集合基金。HIFC 是 AMCA 的子公司，也是加拿大汇丰银行的间接子公司，在除爱德华王子岛以外的加拿大各省提供产品和服务。互惠基金投资存在风险。请在投资前阅读基金资料。

关于汇丰私人财富管理服务有限公司 (HPWS) 的重要信息

HPWS 是加拿大汇丰银行的直接子公司，在除爱德华王子岛以外的加拿大各省提供服务。私人投资管理服务是 HPWS 提供的全权投资组合管理服务。根据这项全权委托服务，参与客户的资产将由 HPWS 或其委托的投资组合经理投资于证券，包括但不限于股票、债券、联合基金、互惠基金和衍生品。作为私人投资管理服务的一部分，投资或购买行为可能会使资产的价值经常发生变化，而过去的业绩也可能不会再现。

关于汇丰投资通 (HIDC) 的重要信息

HIDC 是汇丰证券（加拿大）有限公司的一个部门，该公司是加拿大汇丰银行的直接子公司，但属于单独运营的实体。HIDC 提供只限执行订单服务。HIDC 不会对客户账户持有、客户或授权代表客户交易的任何人所提交的订单进行适当性评估。客户对其投资决策和证券交易全权负责。

本文件的内容未经任何香港或其他司法管辖区的监管机构审阅。

建议就相关投资及本文件内容审慎行事。如对文件内容有任何疑问，应向独立人士寻求专业意见。

© 版权所有 2019。香港上海汇丰银行有限公司，保留所有权利。到期日：2019 年 12 月 31 日。

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、摄影或其他方式）复制或传送本文件的任何部分或将其任何部分储存于检索系统内。