

# 「金髮女孩」經濟格局減退 2018年投資策略展望

2017年12月

HSBC  滙豐

# 概要

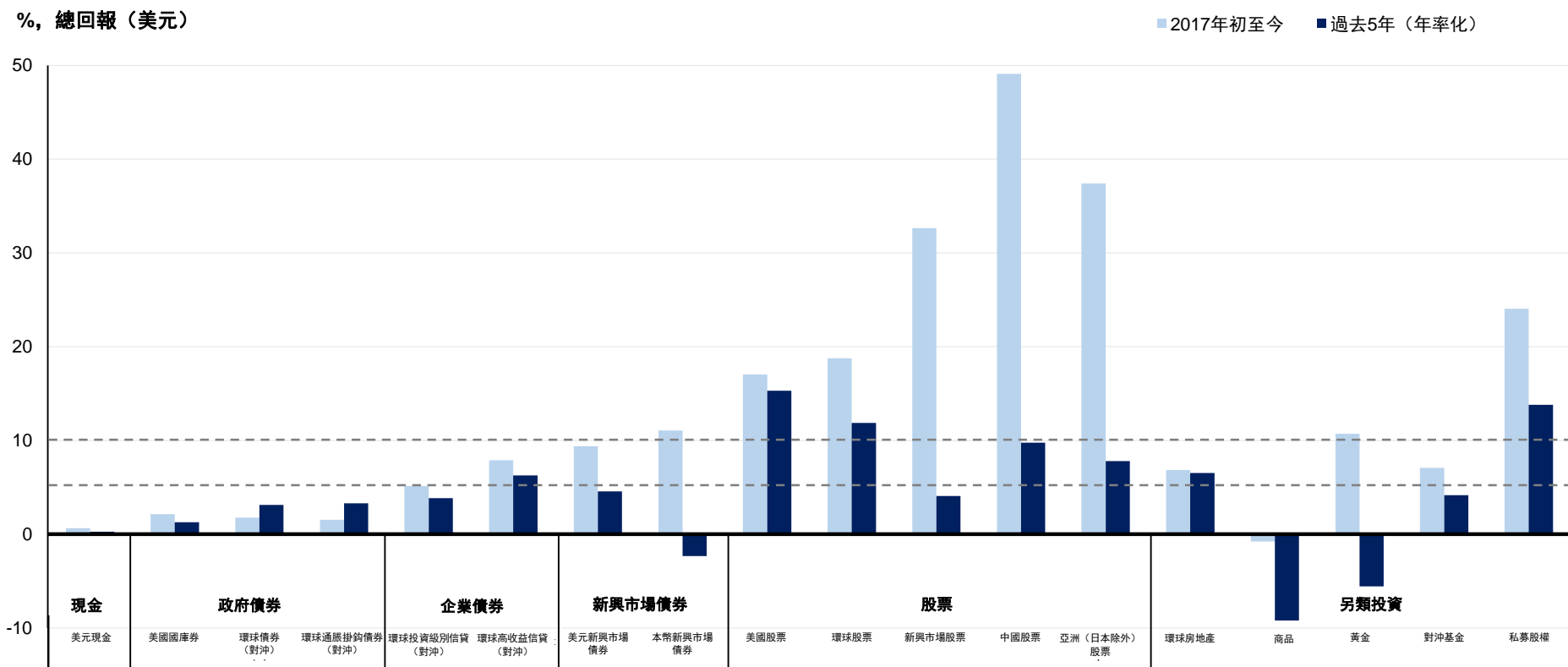
## 「金髮女孩」經濟格局減退

- 2017年經濟處於「金髮女孩」格局，增長勝預期、通脹偏低、利率低企及政策寬鬆，而企業盈利強勁
- 此情況為較高風險定息資產、股票及一些另類投資策略締造了優秀的投資回報
- 不過，「金髮女孩」經濟力量正開始減退：(1) 環球經濟增長仍佳，但動力有所下降，而市場憧憬升溫；(2) 通脹持續偏低，但週期性通脹壓力開始增加；以及(3) 政策組合開始略為不及過往般利好增長
- 對於投資者而言，關鍵問題在於：「應為略為減弱的金髮女孩經濟狀況而押注多少？」。鑑於宏觀環境變化，我們必須密切留意着市場的潛在回報
- 我們偏好個別風險資產類別（環球股票、新興市場、美元）多於避險資產類別（環球債券）

# 市場剖析

## 過去5年及2017年資產回報

- 過去五年資產類別的回報強勁
  - 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年資產市場表現優異，明顯優於預期

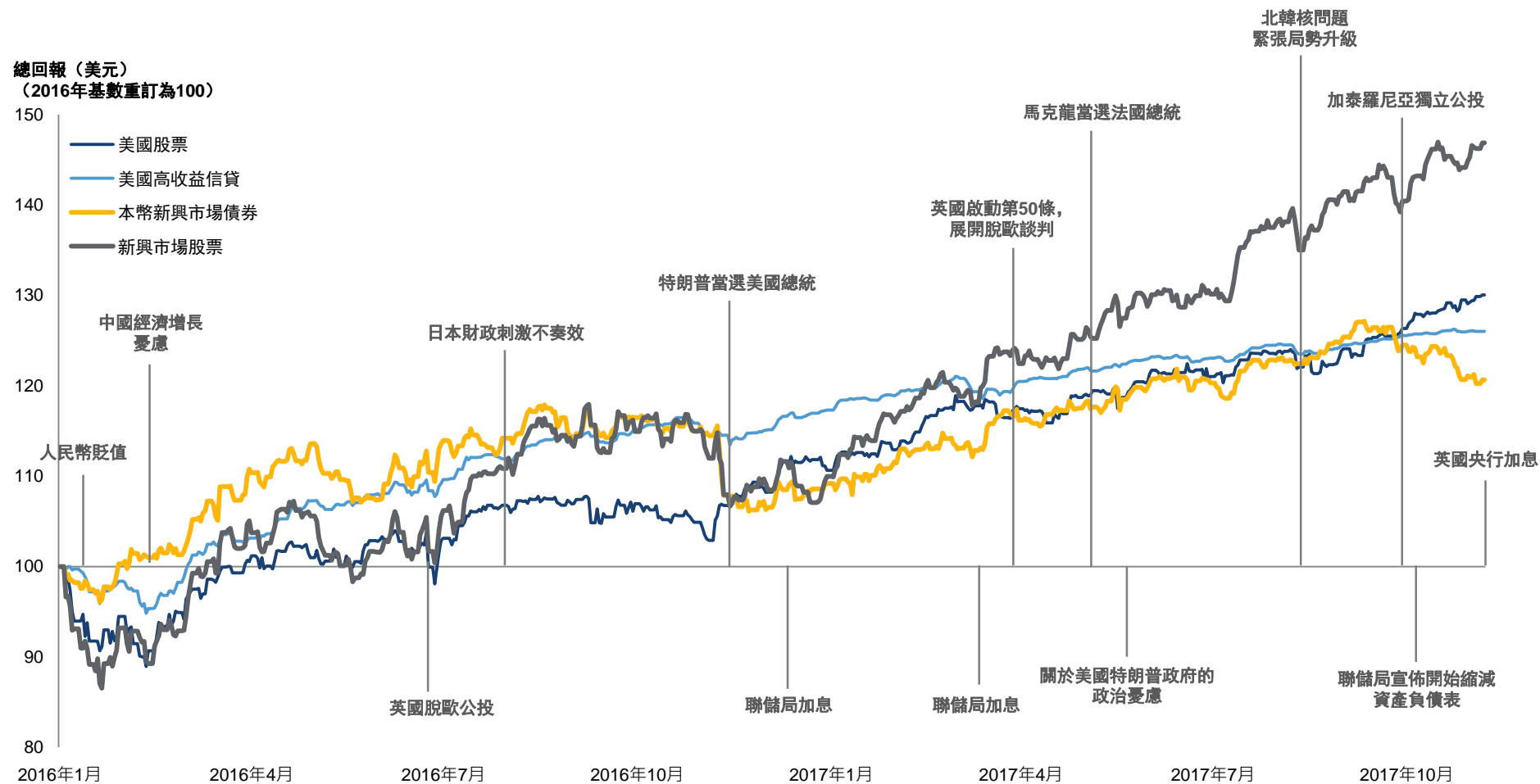


資料來源：滙豐環球投資管理、彭博、Datastream。  
 所示回報為2012年12月31日至2017年10月31日，按美元計算（年率化）。「（對沖）」表示貨幣對沖回報。

# 市場剖析

## 在憂慮中建立的牛市

- 此外，「金髮女孩」經濟在市場仍然對前景感到憂慮之際出現；我們已越過了「憂慮之牆」



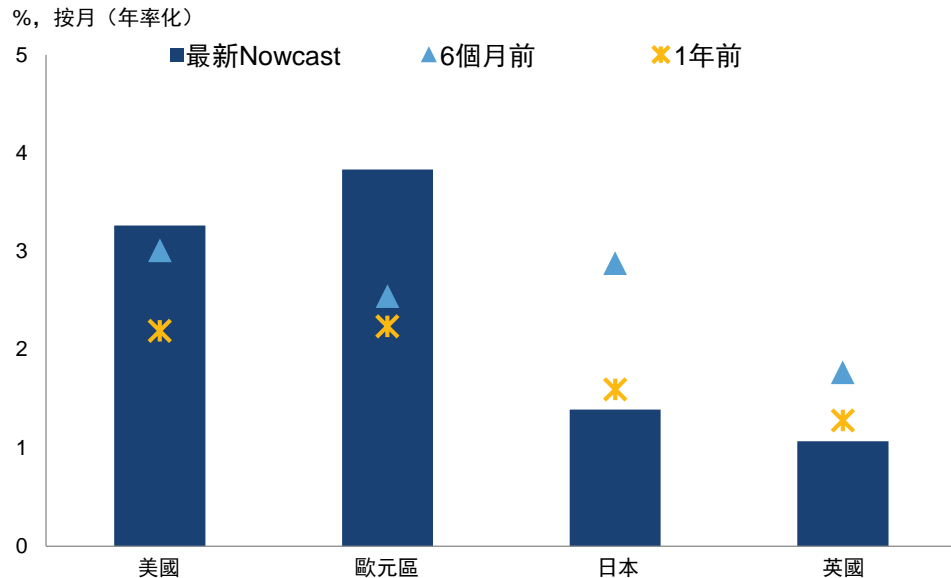
資料來源：滙豐環球投資管理，截至2017年11月7日

# 同步增長

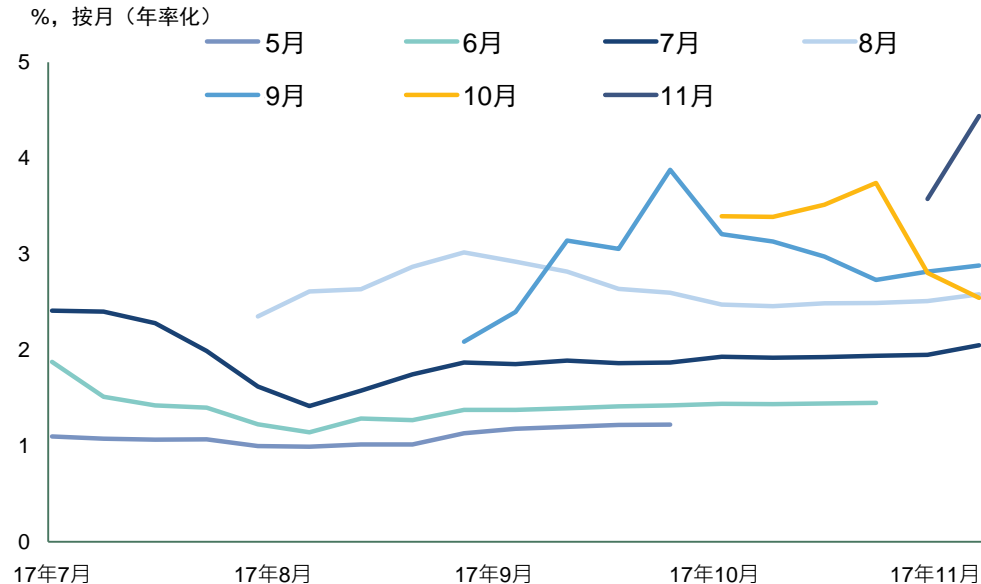
## 追蹤環球經濟現狀

- 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
- 環球經濟增長優於預期，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
- 增長的寬度仍廣——環球各個經濟體增長步伐一致。推動增長的因素更多元化（例如投資支出）
- 2017年，增長動力已由先進經濟體變成新興經濟體。我們追蹤所見，中國、印度的增長速度強勁，而巴西的增長動力也向好

### 成熟市場Nowcasts



### 新興市場（中國除外）Nowcast的變化



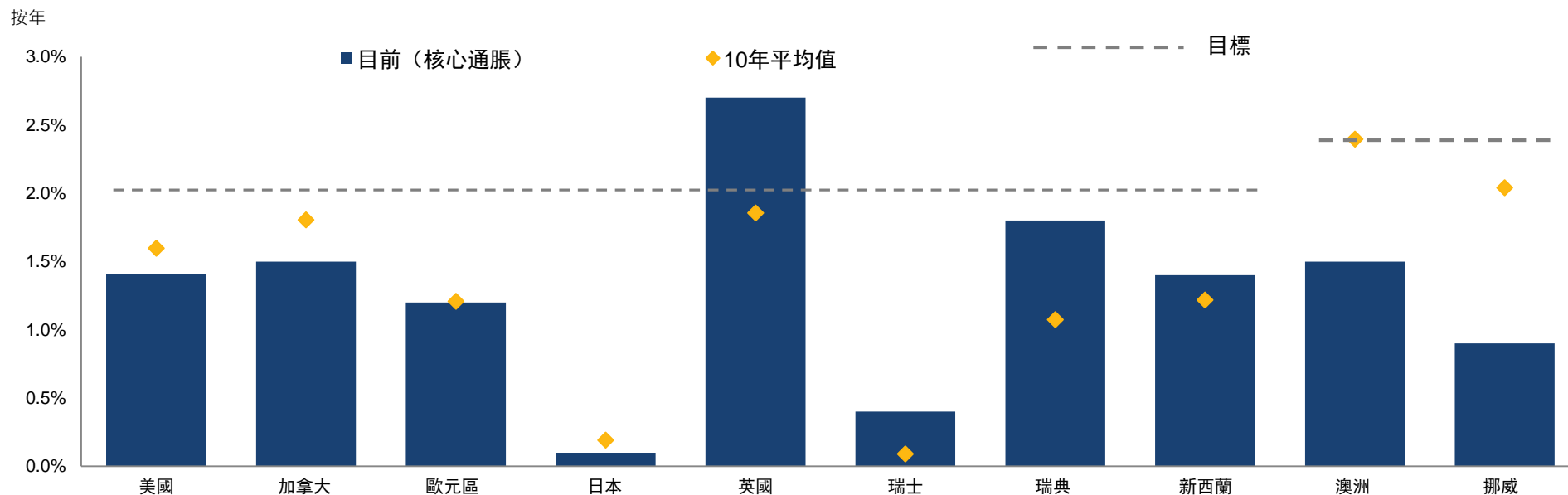
資料來源：滙豐環球投資管理，環球投資策略，截至2017年11月10日

# 通脹一直「低企及低於目標水平」

## 專家眼前的謎題

- 在先進經濟體，相對於經濟增長趨勢及勞動市場活動而言，通脹處於偏低水平
- 中央銀行官員指出，通脹率「低企及低於目標水平」乃是由一次性影響導致……不過，通脹率持續低於目標
- 令經濟學家尷尬的是，推動通脹的因素似乎暫時未明
- 在增長環境中通脹較低，意味經濟要較長時間才會出現過熱情況
- 投資者面對的主要問題是：*低失業率與通脹之間的關連會否重現？*

### 先進經濟體的通脹低於目標水平



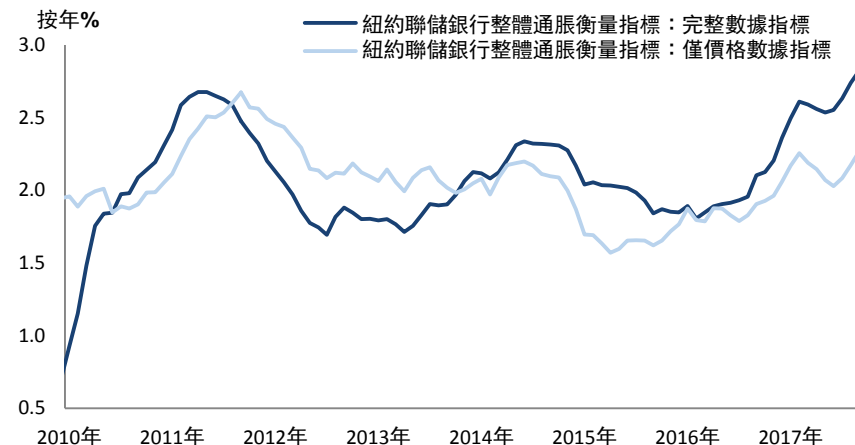
資料來源：滙豐環球投資管理，環球投資策略，截至2017年11月

# 週期性通脹壓力正在累積

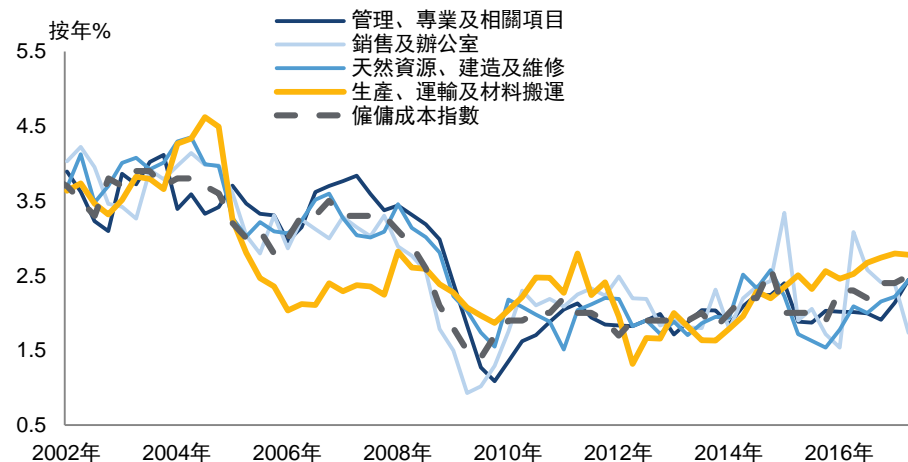
## 通脹的領先指標

- 標準的通脹指標變動較慢及滯後
- 並非所有通脹指標都處於低水平
  - 聯儲局的「通脹測量」指標目前是2.8%，並且正在加速
  - 美國核心服務業通脹目前逾3%（按3個月年率化計算）
  - 一些行業的工資通脹正在上升
  - 美國及中國的投入價格通脹正在上升

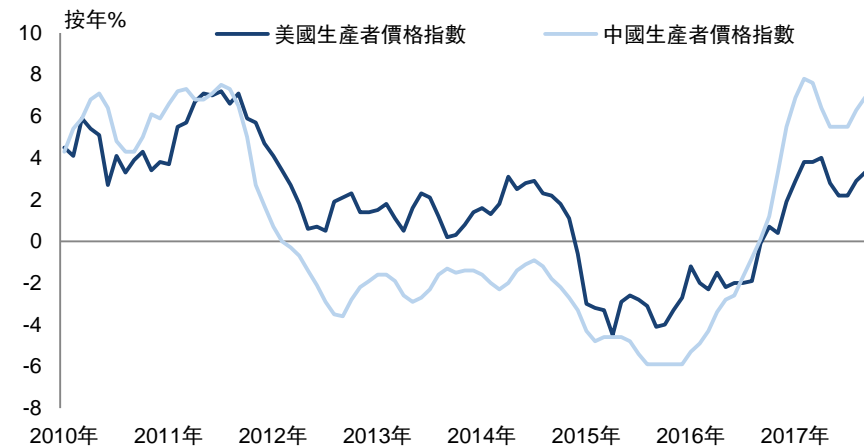
紐約聯儲銀行的整體通脹衡量指標



美國僱傭成本指數分項



美國與中國生產者價格指數



資料來源：滙豐環球投資管理，環球投資策略。美國僱傭成本指數數據截至2017年9月30日；紐約聯儲銀行整體通脹衡量指標截至2017年9月1日；美國與中國生產者價格指數數據截至2017年11月10日。

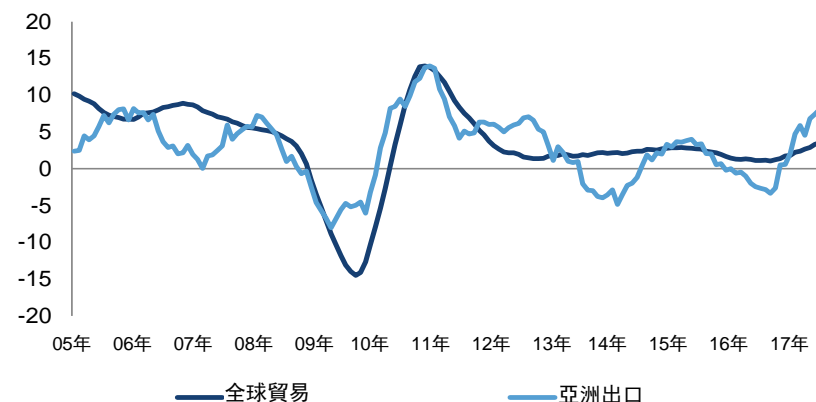
# 亞洲經濟體受惠於強勁而同步的環球增長

## 出口前景依然秀麗

- 環球經濟及貿易增長同步走強，帶動亞洲出口行業
- 通脹低企，許多亞洲央行有空間支持經濟增長
- 商品價格反彈支持生產商，亦有助政府財政
- 聯儲局極度漸進的行動帶來支持
  - 限制資金大量外流的風險
  - 美元計值的債券更受控

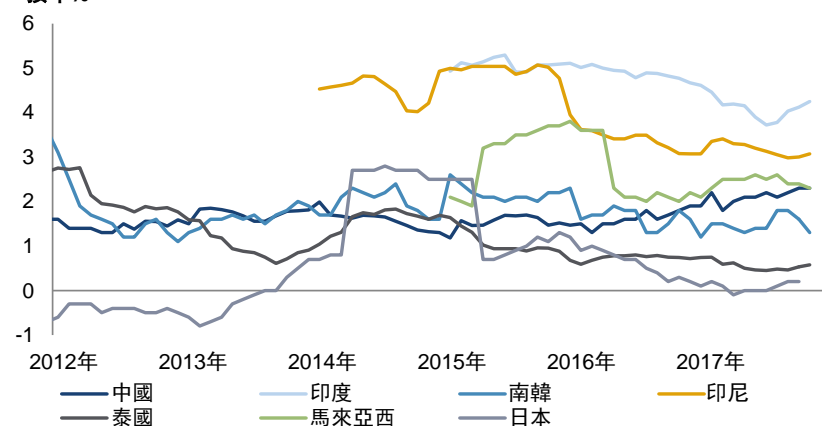
### 全球貿易強勁增長帶動亞洲出口

按年%，12個月移動平均值



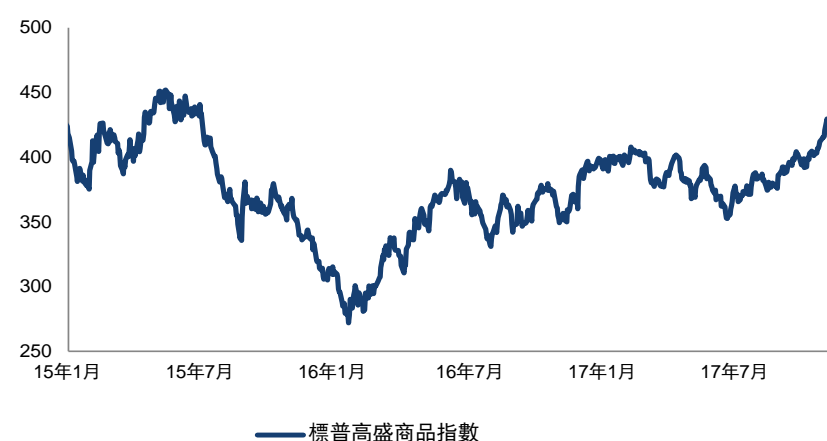
### 大部分亞洲經濟體核心通脹低企

按年%



### 商品價格回升

指數



資料來源：滙豐環球投資管理，環球投資策略。亞洲經濟體核心通脹數據截至2017年10月；全球貿易及亞洲出口數據截至2017年9月30日；商品價格數據截至2017年11月27日。

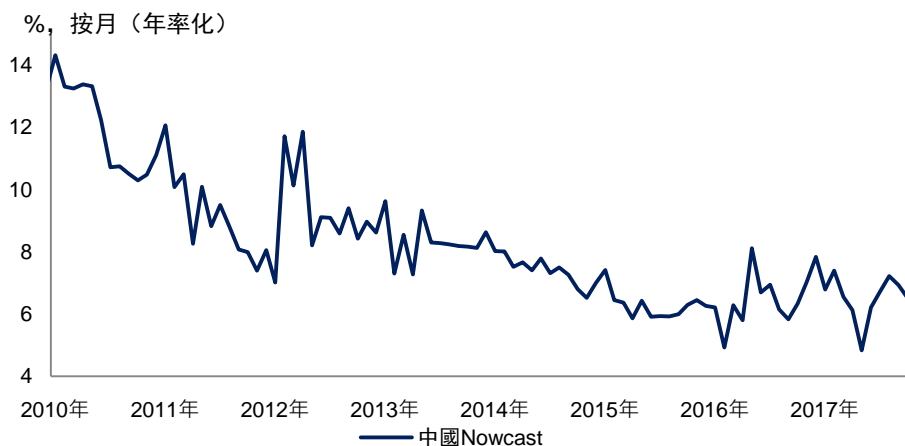


# 中國經濟增長依然穩健，但略為冷卻

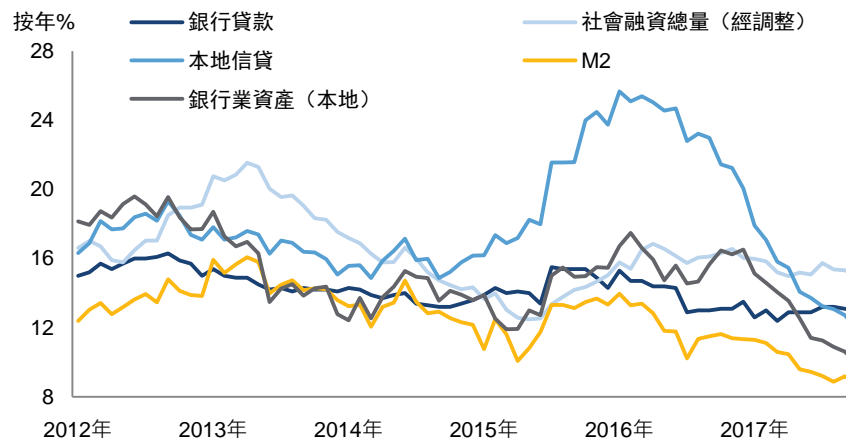
## 國家主席習近平表示更著重增長質量

- 2018年經濟增長有望維持強勁，但會略為冷卻：現時「硬著陸」的風險微
- 當局已作出較嚴格的金融及宏觀審慎政策，以管控過量的債務，這可見於信貸增長放緩
  - 房地產市場冷卻措施
  - 限制地方政府在預算以外進行融資，因此亦可能限制基建投資
- 習近平在十九大的講話表示更著重增長的質量
  - 未有宣佈新的長遠國內生產總值增長目標
  - 國企改革及開放措施（一帶一路 / 自由貿易區 / 港）為2018年的重點

### 中國Nowcast依然強勁，在6%以上



### 個別貨幣及信貸指標



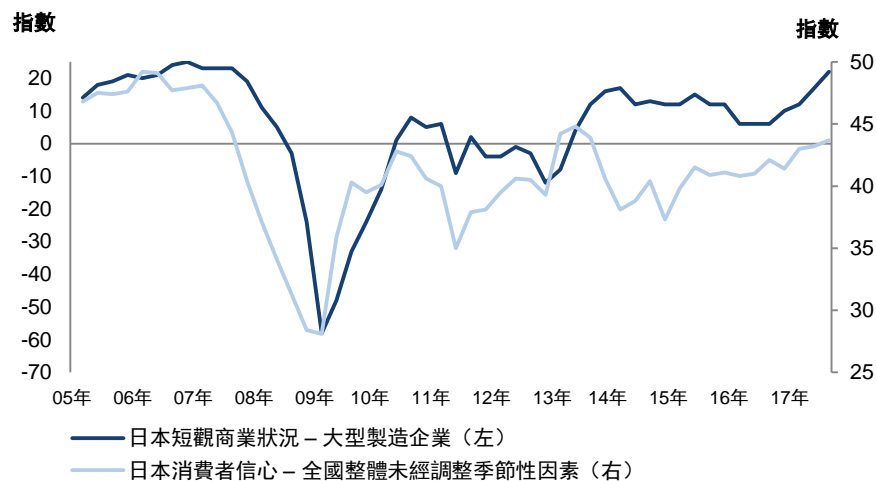
資料來源：滙豐環球投資管理，環球投資策略，截至2017年11月

# 日本2018年經濟增長有望維持穩健

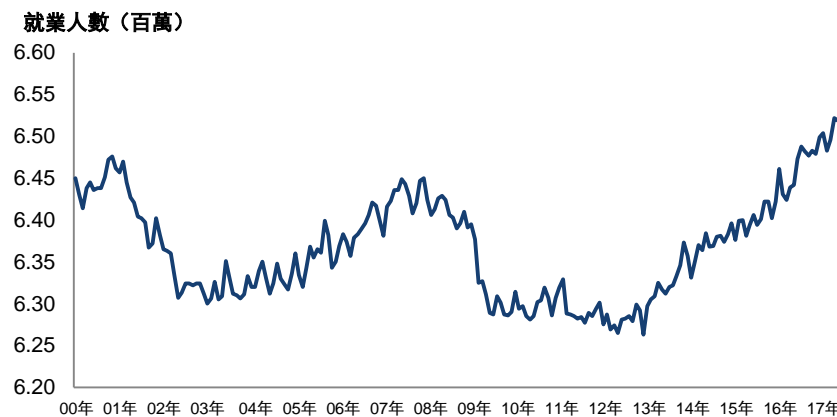
## 貨幣及財政政策仍具支持作用

- 消費者信心強勁及就業人數持續增長，支持國內需求
- 投資開支前景亦理想
  - 企業情緒樂觀、利潤增加、勞工短缺
  - 2020年奧運相關的建造業活動
- 我們認為出口行業有望持續表現良好
  - 環球需求狀況維持強勁，按貿易加權計算，日圓較一年前下跌
  - 然而，中國進口需求放緩仍是主要風險

### 經濟氣氛向好



### 就業人數自2013年以來快速增長



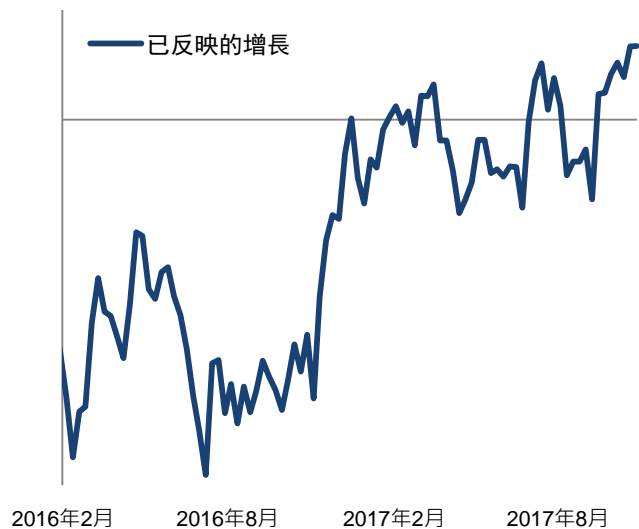
資料來源：滙豐環球投資管理，環球投資策略，截至2017年10月

# 市場已反映了甚麼？

## 金髮女孩經濟格局已成共識

- 受惠於「金髮女孩」經濟環境，投資者在2017年得到的市場回報非常強勁
- 「金髮女孩」經濟的市場論述已人所共知。一個關鍵問題是：「這種經濟格局能否持續？」
- ……更重要的問題是：「市場反映了多少金髮女孩經濟格局的因素？」
- 市場目前的價格正反映經濟增長及盈利保持強勁，而通脹低企

市場引伸的增長指標



市場引伸的通脹指標



市場引伸的盈利指標

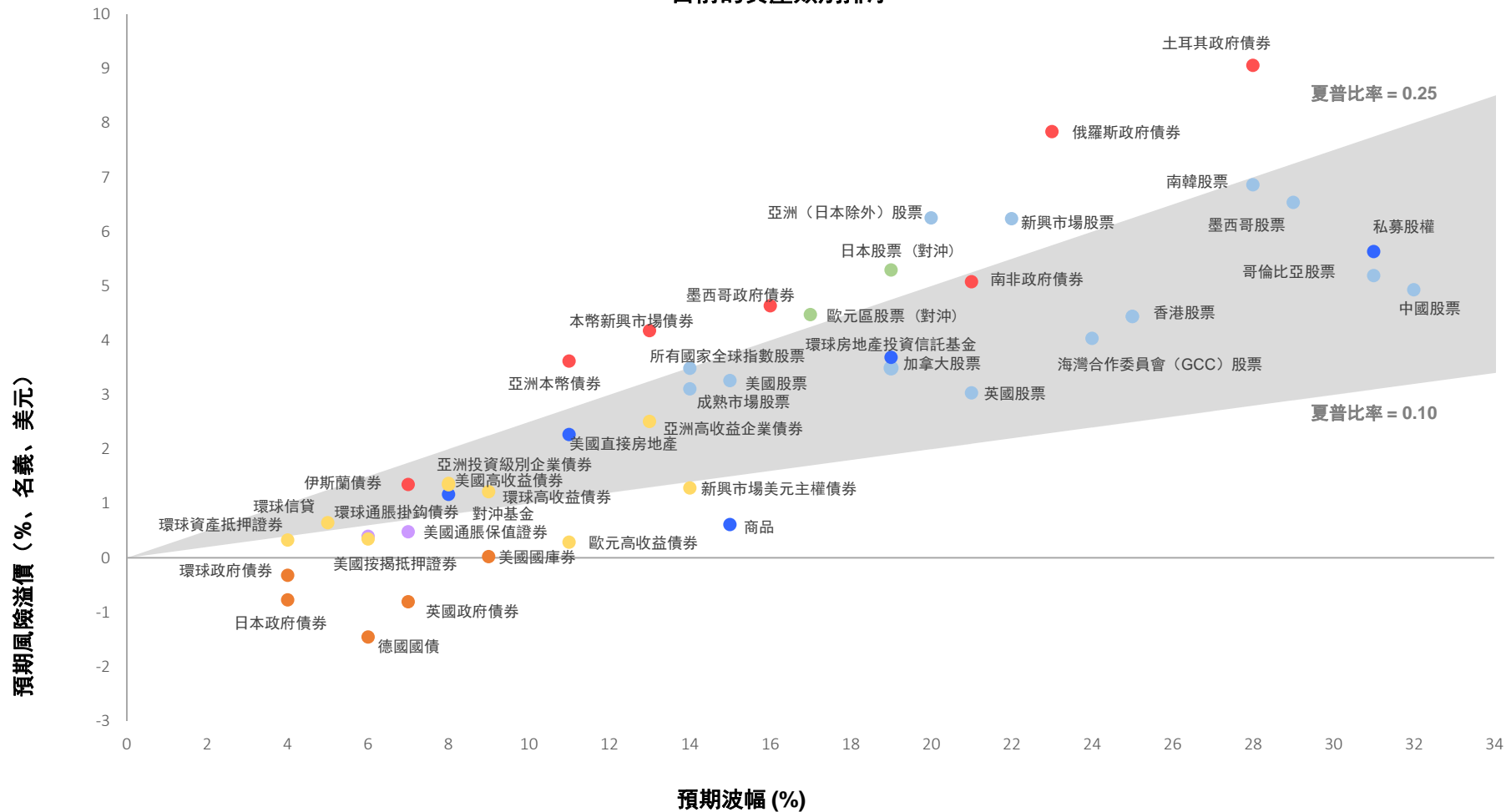


資料來源：滙豐環球投資管理，環球投資策略，截至2017年10月27日

# 資產類別的排序

## 今日的引伸市場潛在回報

目前的資產類別排序

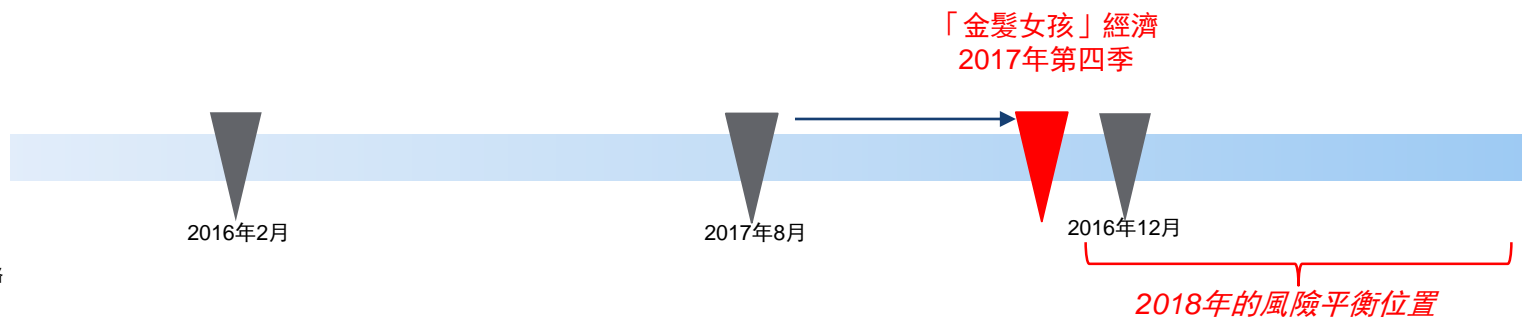
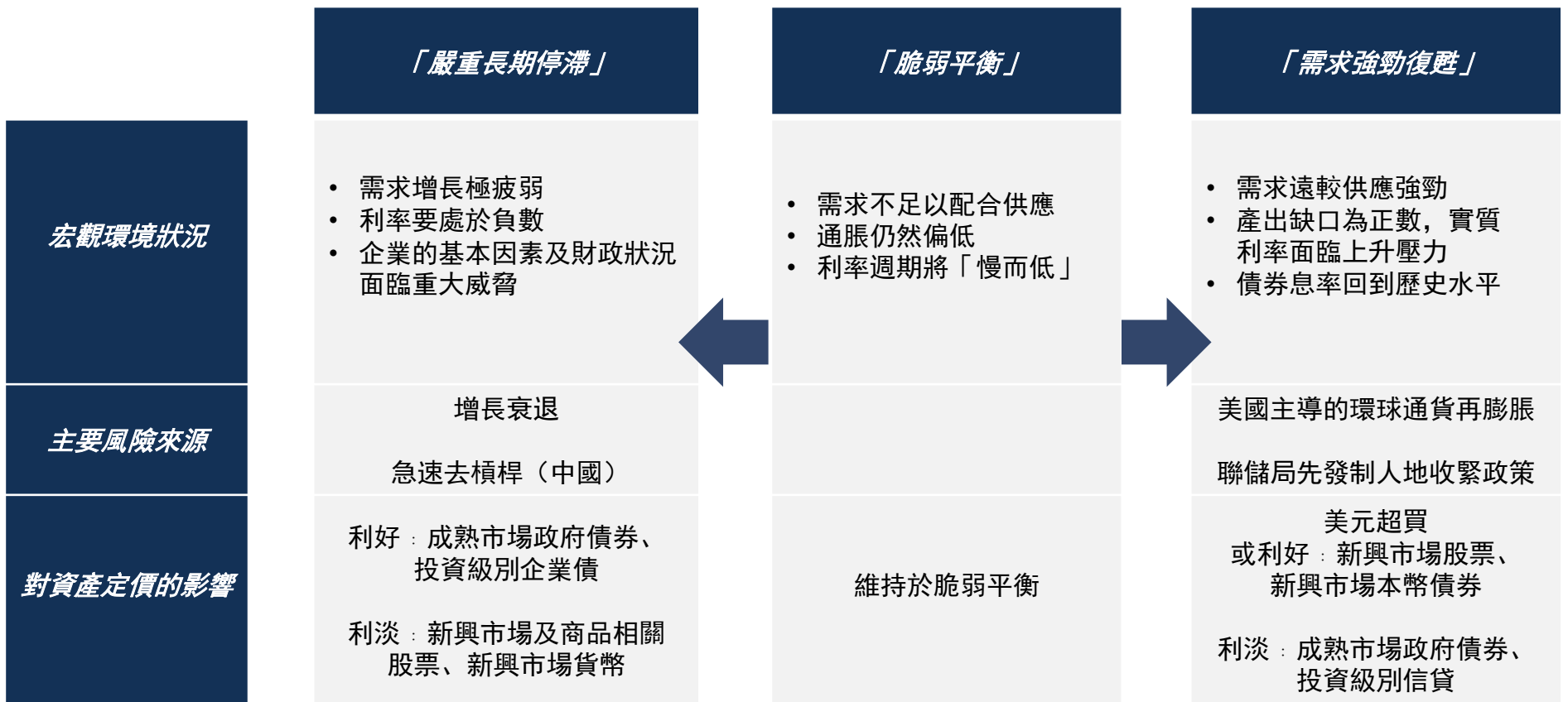


\*環球固定收益資產乃以美元對沖顯示。本幣新興市場債券、股票及另類資產以無對沖顯示。

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2017年10月底

# 風險平衡

## 邁向「需求強勁復甦」



資料來源：滙豐環球投資管理，環球投資策略

# 概要

## 宏觀展望

- 經濟增長向好、低通脹及政策利好之「金髮女孩」經濟格局持續，惟此情況開始減退
- 我們的「Nowcast」指標顯示環球經濟第三季增長為3.6%（年率化）。國際貨幣基金組織表示，此乃環球經濟活動自今個十年開始以來最為廣泛的情況
- 通脹仍然不尋常地低。在經合組織國家中，通脹水平低於央行目標。通脹偏低對聯儲局而言成為了一個「謎」。推動「低通脹」的因素是甚麼？此情況將持續多久？
- 「金髮女孩」經濟為企業締造利好的經營環境。環球股市年初至今盈利增長約15%，帶動了今年迄今總回報的一大部分

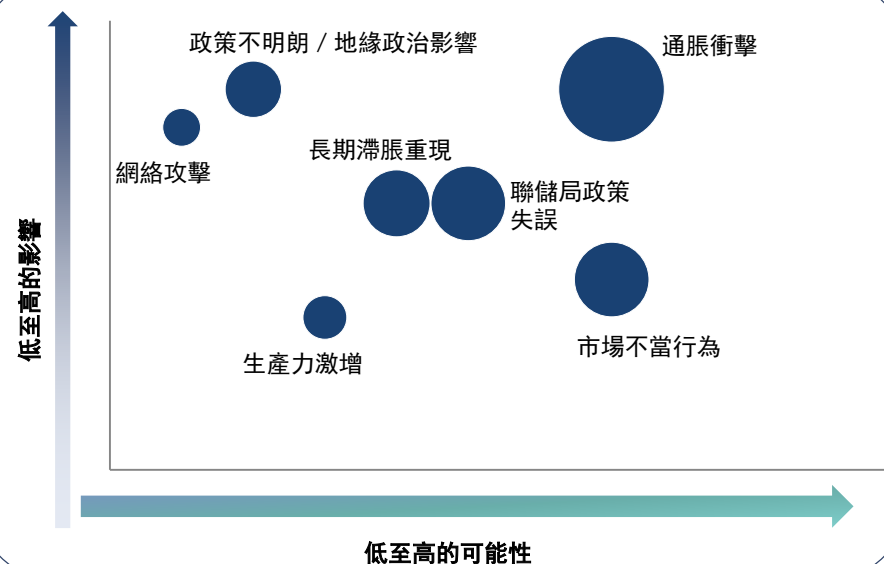
## 主要觀點

- 信貸基本因素受惠於「金髮女孩」經濟，但是估值風險目前似乎過高。我們對環球高收益債券、美國及歐洲投資級別企業信貸持偏低比重觀點
- 若增長勢頭保持理想，環球股票所提供的潛在回報最佳（與美國國庫券相比，環球股票的風險溢價為3.6%）。在成熟市場中，日本及歐洲顯得吸引。我們也對新興市場股票（亞洲及新興歐洲），以及新興市場本幣債券持偏高比重觀點
- 我們對環球債券持偏低比重觀點，因期限溢價呈負數。國庫券則例外（期限溢價為零），其提供吸引方式為多元資產組合進行分散部署
- 市場繼續不理會週期性通脹風險。按我們的宏觀觀點，美國通脹保值債券看似吸引。在戰術性的時間範圍內，也有多個觸發點令美元走強

## 央行政策

- 疲弱的通脹對傳統上增長與通脹之間的權衡帶來挑戰，逼使政策官員尋求影響整體通脹的因素
- 聯儲局開始把資產負債表正常化及調高經濟評估，指經濟活動「穩步增長」。整體而言，當局仍可能在12月加息
- 歐洲央行維持鴿派前瞻指引，宣布延長資產購買計劃最少九個月至2018年9月，而每月買債規模減至300億歐元
- 英國央行在11月加息，符合市場預期，但央行聲明較預期溫和則令市場感到意外
- 隨着2017年及2018年通脹預測下調，日本央行繼續貫徹量化及質化寬鬆措施（QQE）及孳息管控政策

## 主要風險



資料來源：滙豐環球投資管理，環球投資策略

## 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