

2018年8月

## 2018年下半年 投资者的五大疑问



进入2018年下半年，地缘政治发展继续主导着新闻头条。对于美国主导的贸易战以及围绕英国脱欧问题的持续担忧已经给投资者情绪蒙上阴影。此外，利率上升、收益率曲线趋于平缓以及新兴市场股票前景不明朗，依然是投资者关注的焦点。

在本期“投资洞察”中，我们将讨论投资者在今年下半年所关注的5大问题。

### 内页

2018年下半年投资者的五大疑问	2
市场前景与策略	5

## 1. 特朗普的贸易政策会破坏全球经济吗？

美国总统唐纳德·特朗普对贸易采取的对抗立场使得主要贸易伙伴纷纷感到愤怒，并对全球经济增长构成重大风险。我们的基本立场是美国及其贸易伙伴将通过谈判方式以避免展开全面的贸易战。在全球贸易冲突不断升级的情况下，我们预计会有几个缓冲因素来缓解冲突所带来的影响。

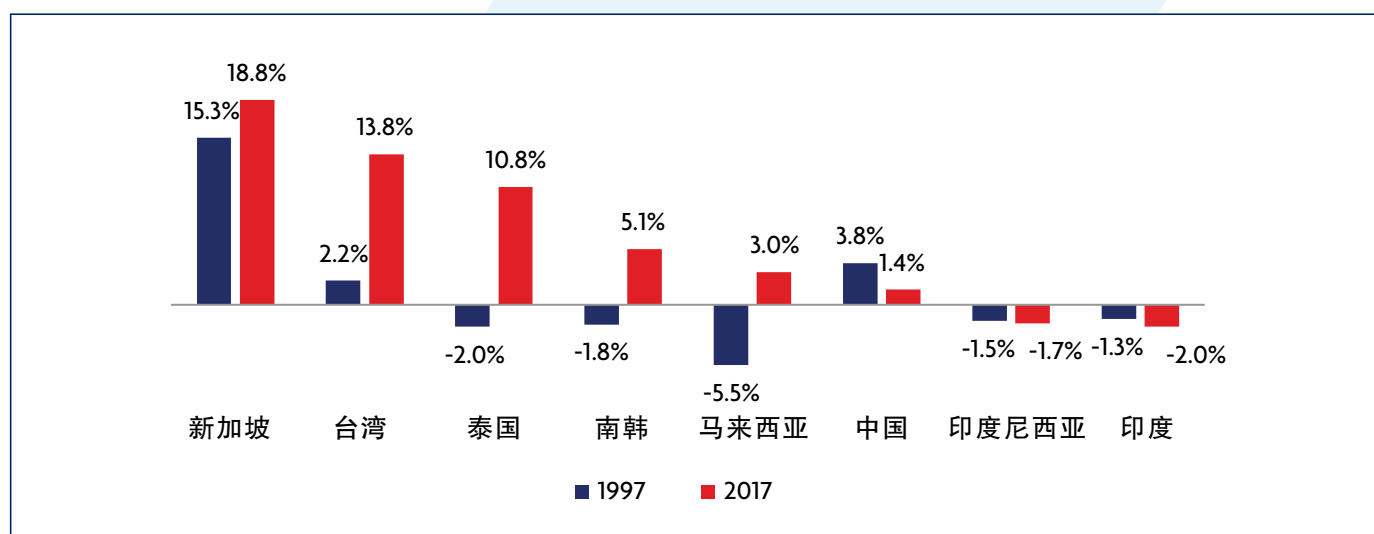
- 美国国会越来越担心特朗普拥有太多权力并且在推动对其权力的限制。在7月份投票中，参议院以压倒性的88票对11票批准了一项象征性的决议，让国会在总统就国家安全理由征收关税时发挥作用。
- 在特朗普支持保护主义的同时，其他主要经济体却都在支持自由贸易。7月，德国和中国签署了价值200亿欧元的贸易协议，并同意加深汽车行业的合作。同月，欧盟和日本达成了具有里程碑意义的自由贸易协议。这一连串的贸易协定，正是各主要经济大国反对保护主义所发出的强烈信号。
- 中国实施了一系列扩张性财政和货币政策，以保护其经济免受贸易战的影响。这可能有助于遏制经济下行风险。
- 为了抵御酝酿中的贸易战，美国和欧盟最近达成协议，以求降低贸易壁垒。虽然两大经济体尚未公布具体细节，我们仍将其视为消除贸易争端紧张局势迈出了建设性的一步。

## 2. 新兴市场股票：物超所值还是价值陷阱？

今年上半年，新兴市场股市受到利率上升、美元走强以及对潜在贸易战担忧的拖累。虽然这些不利因素可能会导致新兴市场股票在下半年承受压力，但我们认为这种资产类别对于长线投资者而言，是种愈发具有吸引力的价值投资。

- 新兴市场经济体表现出比过去更大的弹性，并具有良好的经济指标，如逐渐改善的经常账户和更多的外汇储备。
- 在最近的抛售之后，新兴市场股票的估值已降至相对吸引人的水平，市盈率倍数与发达市场股票相比折价25%。在全球经济扩张的背景下，新兴市场股票最终应该将在全球股票投资组合中跑赢大盘。
- 在新兴市场资产类别中进行细分非常重要。受到对新兴市场股票悲观态度的拖累，一些基本面较好的国家也遭遇下挫。关键是要对特定市场进行战略性投资。我们更倾向于由本国经济内生增长驱动和经常账户盈余的国家，以及那些不太容易受到外国资金外流影响的国家。因此，我们较为看好中国股票。

图1：大多数新兴市场国家的经常账户余额占GDP的百分比有所改善。



资料来源：大华全球金融与市场研究，2018年6月

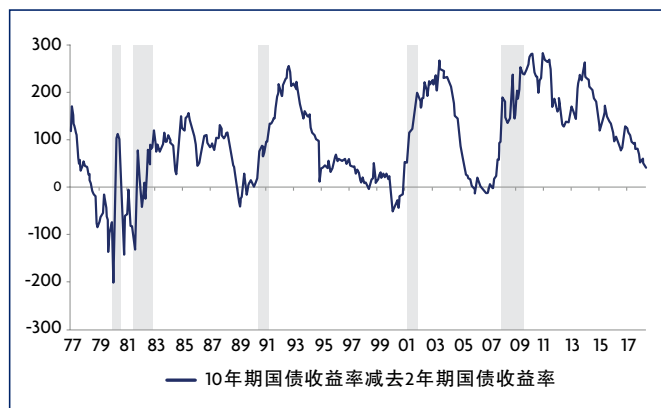
### 3. 国债收益率曲线趋平是否意味着经济衰退即将来临？

投资者为何如此关注美国国债收益率曲线趋平？一个关键原因：在过去50年来，每次收益率曲线反转过后都伴随着经济衰退。投资者虽然应该关注收益率曲线，但重要的是要考虑宏观情况。

- 到目前为止，还没有确凿证据表明收益率曲线倒挂是即将到来的经济衰退的领先指标。简而言之，收益率曲线的形状反映了债券交易者对经济健康状况的看法。当长期利率上升超过短期利率时，陡峭的收益率曲线表明债券投资者看好长期经济前景并愿意支付更高的溢价。趋平的收益率曲线便是相反情况。虽然较高的短期利率会增加公司的融资成本，但没有直接的证据表明收益率曲线倒挂可能引发经济下滑。

- 在过去五次的经济衰退中，经济衰退发生在收益率曲线倒挂后的11至23个月。
- 投资者应将收益率曲线连同其他经济指标一起理解，而不是孤立地看。从历史上看，其他负面的经济迹象，如信贷恶化和失业率上升，都是在经济衰退开始之前。而目前，美国经济并没有出现这些经济疲软的迹象。
- 未来12个月发生经济衰退的可能性相对较低。但是，我们很可能已进入经济周期的尾部。虽然股票在这一阶段往往表现优异，但投资者通常不得不面对更高的波动性。

图2：从收益率曲线倒挂到衰退开始的不同时间。



资料来源：大华资产管理，2018年5月

收益率曲线倒挂	经济衰退开始	间隔时间
九月-78	二月-80	17
八月-80	二月-81	11
一月-89	八月-90	19
二月-00	四月-01	14
二月-06	一月-08	23
平均：		17

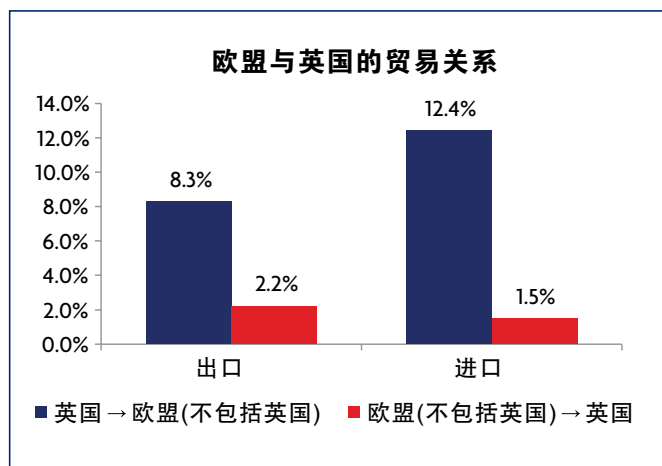
### 4. 英国脱欧将如何影响欧洲股市？

英国是世界上最大、最发达的经济体之一。作为欧盟成员，它享有进入欧盟成员国的机会。伦敦作为一个卓越的全球金融中心，已从欧洲共同市场中受益良多。英国脱欧后将失去进入这个单一市场的机会，后果不容忽视。

- 英国主要是消费驱动型经济体。英国脱欧后重新引入关税壁垒和关税将导致通货膨胀率上升，因为其从欧盟的进口占其国内生产总值的12.4%。另一方面，欧盟从英国的进口仅占其国内生产总值的1.5%。

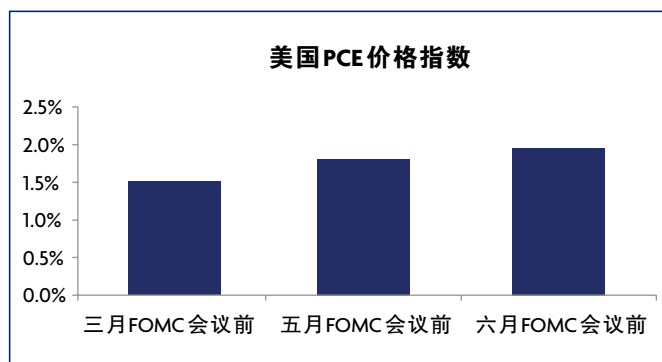
- 从出口角度来看，英国脱欧对英国的影响也将更大 – 其对欧盟的出口额占其国内生产总值的8.3%。与此同时，欧盟对英国的出口仅占其国内贸易总值的2.2%。
- 最重要的是：英国脱欧后若是受到欧盟的关税壁垒和关税方面的打击，将处于不利位置。
- 从基本面来看，英国脱欧可能会对欧洲经济造成轻微拖累并且侵蚀企业盈利。然而，较大的欧洲公司可以轻易地消化这种相对较小的不利影响。因此，需要对欧洲股票采取选择性策略。在这里，我们更愿意投资那些拥有全球多元化收入来源的大型公司，并且避免那些较为依赖英国市场的小盘股。

图3: 英国与欧盟的贸易, 占英国国内生产总值的很大比例。



资料来源: 彭博社, 2018年7月30日

图4: 美国通胀走高。



资料来源: 人口普查局经济分析局, 2018年6月, 劳工统计局

## 5. 美联储加息将如何影响投资前景?

- 6月份, 由于经济强劲增长, 美联储今年第二次加息。劳动力市场依然强劲, 失业率为3.8%, 而5月底的通胀率为2.3%。加息反映出美联储担心低失业率可能会迫使雇主提高工资水平, 导致需求增加而推动通胀上升。
- 为防止经济过热, 美联储利用加息来抑制价格上涨压力, 并将通胀率控制在2%的目标水平。美国企业第二季度的强劲的财报显示, 企业当前可以承受更高的借贷成本。
- 尽管加息可能会影响近期股票价格, 但如果利率提高得太快太多, 美联储仍会采取行动避免过度抑制经济增长。因此, 加息不仅可以被视为美联储将通胀维持在目标2%水平的努力, 也可以看作是对美国经济持续增长信心的信号。根本上, 经济状况才是股票价格的基本驱动因素。我们的基本看法是美联储在今年9月和12月将再加息两次, 随后在2019年再加息三次。

## 市场前景与策略 ▶▶

### 宏观因素

<p><b>全球增长</b></p>	<p>预计<b>2018年和2019年</b>的全球增长率将从2017年的3.8%<b>上升至3.9%</b>。欧洲，日本和新兴市场的经济意外指数有所改善，由于预期较高，美国经济意外指数将有所下降。</p>
<p><b>货币政策</b></p>	<p>在美联储的领导下，央行将继续将货币政策正常化。预计美联储将在<b>9月和12月加息</b>。欧洲央行仅在2019年下半年加息。日本央行可能会保持宽松。</p>
<p><b>通货膨胀与利率</b></p>	<p>美国通货膨胀压力上升，但其他主要经济体将保持相对温和。预计<b>10年期国债收益率到2018年第四季度将达到3.2%</b>。</p>

### 风险

<p><b>利率过快上涨</b></p>	<p><b>工资上涨和商品价格稳定</b>可能引发通货膨胀。由于预算赤字较大，<b>政府债券发行量可能会增加</b>。利率的过快上涨可能引发股市和债市的动荡。</p>
<p><b>地缘政治</b></p>	<p>市场仍然容易受到地缘政治风险的影响，尤其是<b>贸易紧张局势和中东冲突</b>。来自华盛顿的极端保护主义立场可能会削弱企业的信心。</p>
<p><b>政治风险</b></p>	<p><b>美国今年11月的中期选举</b>可能对金融市场造成负面影响。与此同时，<b>英国脱欧和意大利政治发展的不确定性</b>会使市场波动加剧。</p>

## 战略

战术战略		主要理由	主要风险
发达市场的 通货再膨胀与 资金轮转	<b>美国金融股票</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>提供有吸引力的估值，收益可能因加息而有所改善，受益于放松管制。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>如果美联储表现鸽派，加息的速度低于市场预期，可能会因此影响业绩。</li> </ul>
	<b>欧洲股票</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>合理的估值，盈利保持强劲。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>意大利的政治发展和与美国紧张关系的升级可能会在短期内抑制乐观情绪。</li> </ul>
	<b>日本股票</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>有吸引力的估值，企业盈利仍然强劲，公司治理改革正在进行中。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>随着安倍内阁的支持率下降，政治风险升高。我们的基本看法是，安倍仍能够成为为自民党总裁。</li> </ul>
把握新兴市场的 增长	<b>新兴市场股票</b> (包括新兴市场配置和亚洲股票)	<ul style="list-style-type: none"> <li>具有强劲的基本面支撑和有吸引力的估值。优先考虑经常账户盈余且不易受外国资金外流影响的国家。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>美元若是出乎意料地走强，可能会形成阻力，但我们预计美元上行空间有限。</li> </ul>
结构化契机	<b>优质股票</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>股市下挫时往往经历较少的亏损，而且长期以来往往能跑赢大市。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>偏高的估值或将增加股价短期内修正的可能性。不过，全球经济衰退的风险依然偏低。</li> </ul>
	<b>全球医疗保健股票</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>预计药品审批和并购活动的增加将成为行业估值重估的重要因素。关于药物定价负面消息的减少可能会提振市场情绪。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>政策上的不确定性可能继续影响市场情绪，但在可预见的将来里，药品定价方面出现有意义的结构性改革的可能性不高。</li> </ul>
增强收益	<b>短久期高收益债券</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>对利率的敏感度较低，收益却比国债更有吸引力。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>经济状况若恶化，将增加违约风险。但经济前景依然稳定。</li> </ul>



誠摯如一

## 免责声明

本文件来源于大华银行有限公司（“新加坡大华”）。大华银行（中国）有限公司（“本行”）经授权予以发布。

本文件仅供一般参考之用，新加坡大华和本行不对此承担任何法律责任。本文件不构成针对任何投资产品或者保险产品要约或者要约邀请，亦不应被视为针对任何投资产品或者保险产品的推荐或建议。

本文件只是基于新加坡大华所获得的且认为可以依赖之信息（新加坡大华和本行并未对其进行核实）而编制的，对于本文件及其内容的完整性和正确性，新加坡大华和本行不作任何陈述或保证，也不承担任何法律责任。新加坡大华和本行不能保证就任何特定目的而言，本文件内所含信息是准确的、充分的、及时的或者完整的。新加坡大华和本行不应对本文件中所含信息或者观点可能存在的错误、瑕疵或遗漏（无论由于何种原因引起）负责，亦不对您因基于该等信息或者观点而作出的任何决定或行为负责。

本文件中所含任何观点、预测或者针对任何特定事项（包括但不限于国家、市场或者公司）未来事件或者表现的具有预测性质的言论并不具有指导性，并且可能与实际事件或者结果不符。过往业绩不代表其未来表现，不得视为对未来表现的任何承诺或者保证。

本文件所含信息并未考虑任何特定人士的具体投资目的、财务状况或者特定需求。在购买任何投资产品或者保险产品前，请向您的法律、管理、税务、商业、投资、财务及会计顾问咨询，如果您决定不征求该等顾问的意见，您应自行考虑该等投资产品或者保险产品是否适合于您。

新加坡大华和本行及附属机构、关联公司、董事、雇员或客户在本文件所述产品或其相关产品、其它金融投资工具或衍生投资产品（“产品”）中可能享有权益，包括进行营销、交易、持有、作为造市者行事、提供金融或咨询服务，或在有关产品公开献售中担任经理或联席经理。本行及附属机构、关联公司、董事或雇员也可能与本文件所述的任何产品提供者拥有联盟或合约的关系，或提供经纪、投资理财或金融服务的其它关系。

未经本行事先书面同意，本文件及其所含任何信息不得被转发或者以其他方式向任何其他人士提供，亦不得被用于其它用途。另，本文原文以英文书写，中文版本为翻译版本且仅供参考。