

大华银行投资洞察 每月市场观点

2019年9月



做好准备应对经济衰退： 种种征兆各有什么意义？

一分钟摘要

- 尽管传统意义上预示着经济衰退的利率曲线倒挂的情况已经出现，但由于货币宽松处于前所未有的水平，因此其预测经济衰退的能力亦受到了质疑。
- 分析师、经济师与评论员用于评估市场方向的其他讯号并未明确显示当前经济将陷入长期低迷状态。
- 经济与地缘政治局势毫无疑问正面临严峻挑战，然而这也提供了恰当的机会，让我们重新审视投资组合，并再次采取行之有效的资产分配原则，而非短期的战术性或反应性行动。
- 我们认为，在如此动荡的市场，一个好的投资组合是一个持续但更具防御性倾向投资的组合。

大华银行投资洞察

每月市场观点

2019年9月

何谓利率曲线倒挂?

当美国短期国债的收益率高于美国长期国债的收益率时,就是所谓的“利率曲线倒挂”现象。人们对短期投资的兴趣甚于长期投资,这似乎完全不符合经济原理。而这一现象所展现的就是市场的近期经济悲观主义。

因此,市场分析师一般都将2年期与10年期美国国债之间的息差,视为经济衰退的早期预警征兆。然而,美联储则只是采用3个月期与10年期美国国债之间的息差(在2019年3月出现倒挂)以预测这项可能性。

虽然2年期美国国债的收益率与10年期美国国债收益率的息差缩窄已经有一段时间,而就在2019年8月14日,2年期美国国债的收益率超越了10年期美国国债收益率。所有人都在关注收益率曲线倒挂的趋势是否会持续下去,许多全球投资者的第一反应就是转向安全资产。

值得注意的是,虽然美国自1950年以来每一次经济衰退前都出现利率曲线倒挂,但利率曲线倒挂出现**并不一定**都会随之发生经济衰退。

尤其是在联储局采取货币宽松措施的情况下,这次倒挂现象是否预示着经济衰退,目前还难以骤下定论。

经济衰退真的会发生吗?

量化宽松(QE)也许无可避免地将会影响利率曲线的信号模式,并且可能降低其预测经济衰退的可靠性。说到底,货币宽松的目标原本就是在于以人为方式将长期债券的利率保持在较低状态。

为了衡量全球量化宽松的影响,投资者可考虑所谓的“期限溢价”,这个概念是指投资者若要承诺持有长期债券而非一系列短期债券时,他所希望得到的额外收益回报。

即使较低的利率有助于刺激实际经济,该曲线依然可能保持平坦。然而,假如利率曲线的形状促使商业银行贷款给企业与消费者的意愿降低,则平坦的利率曲线与经济放缓之间依然是保持着一种因果关系。

倒挂的另一个原因,是投资者可能因担忧未来经济增长而做出反应,过度增加较为安全的长期国债的投资配置,从而拉低利率。

表1: 经济衰退的其他警示信号

指标	意义	现况
信贷息差	息差越大(即企业债券提供的收益高于国债的部分),可能表示市场环境正趋于恶化。	由于目前息差偏窄(息差一般都是在周期中滞后),因此并非预示市场承受压力。然而在当前剧烈波动的情况下,投资者购入债券时依然应当谨慎挑选。
股票质量	这是用于评估企业的资产负债表是否处于过度借贷。	尽管企业所持有的现金减少,净债务上升,但其驱动因素(主要)是来自将现金归还股东的股票回购,以及较少的新股发行情况(这对投资者而言是正面讯号)。

“正常”的利率曲线

利率曲线通常都是往上倾斜,因为投资者在长期持有票据或债券时都会要求更高的补偿(收益),这是由于债券的长期价格可能受到通货膨胀及其他不确定因素的风险所影响。



大华银行投资洞察

每月市场观点

2019年9月

恐惧经济衰退的三个应对方法

不同信号会带给我们不同的讯息，但我们也不妨关注这些早期信号，并现在就开始重新回顾自己的投资组合。

基于我们先前讨论过的量化宽松与其他原因，因此当前的经济周期是处于一个独特状态，我们可以从最近两次经济衰退的投资中汲取一些经验：

- 在2008年全球金融危机中 – 政府债券与高级别企业债券在整个衰退期间也取得正面回报。即使是在严重的危机中，股票的回升也比预期来得更快。
- 在1990年较轻微的经济衰退中 – 股价下跌的时间十分短暂，而有强烈证据显示下一场经济衰退预料也将是较为轻微的。

简而言之，我们建议投资者如下考虑整顿其现有投资组合：

- 保持投资
- 继续维持多元化分散投资的良好投资方式
- 采取更具防御性的立场

如图1所示，投资者建立一个多元化组合，并在整个波动期内继续持有，这一理念所带来的回报是毋庸置疑的。该数据显示，过去25年来若错过S&P 500指数中表现最佳的30天，其机会成本证明是极其高昂的 – 投资者若继续维持全面投资将获得910%的回报，若他们错过了表现最佳的30天，就只会获得107%的回报。

如图2所示，这一现象是相当一致地在全球多个股票市场中发生。

图1

在S&P 500指数(1992-2017)中错过表现最佳的5天与30天时所获得的总回报与影响，美元



来源：Datastream, Fidelity International, 2018年2月。1992年12月31日 - 2017年12月30日期间S&P 500总回报数据

大华银行投资洞察

每月市场观点

2019年9月

图2

在长期中错过表现最佳的5天与30天时的影响

1992年12月31日 – 2017年12月31日	整个时期的 总回报	总回报减表现 最佳的5天	总回报减表现 最佳的30天
澳洲ASX 200指数	985%	730%	224%
法国CAC 40指数	524%	289%	-4%
德国DAX指数	736%	427%	25%
富时100指数	552%	339%	47%
香港恒生指数	1,177%	558%	23%
日经225指数	35%	-15%	-79%
标普500指数	910%	570%	107%

来源: Datastream, 2018年2月

继续维持投资的另一个理由是，随着利率偏低，持有现金的策略将逐渐失去其吸引力。世界各大中央银行都正面对必须进一步实施宽松货币政策的压力。

配合这一投资观念，我们也相信投资者应该回顾其组合，增加其防御性，偏重投资于在目前投资环境中更有能力承受挑战的资产。

要如此维持多元化投资组合的谨慎方法之一，是通过全球多元资产/平衡(Global Multi-Asset/Balanced)策略加以实现，这将有助于在市场波动时更好地缓解其下跌风险。投资者也可咨询其财务顾问，了解UOB Risk First Bento方案的详情 – 此方案是根据我们获奖的风险优先法而建立的多元化投资组合。

大华银行投资洞察

每月市场观点

2019年9月

经济驱动因素与风险

经济驱动因素	风险
 全球增长 国际货币基金组织引述贸易紧张局势持续未决为由，将2019年的全球GDP增长预测从早前的3.3%下调至3.2%。不过，2019年预料依然不会出现经济衰退。	 美国保护主义抬头 中美两国从2019年9月1日开始，各自向对方征收新关税。人们对全球经济增长放缓以及贸易冲突升级的忧虑也进一步加深。我们的基本情况假设(65%)认为谈判将在2019年下半年持续，并延续至2020年上半年，而最坏情况假设(全面征收关税)的可能性则从30%增加至35%。
 通货膨胀与中央银行 各中央银行采取温和立场，联储局在7月削减利率25个基点，这是2008年以来的首次削减。欧洲央行暗示可能在9月采取货币刺激措施，日本央行则可能加以配合。	 欧洲政治局势不明朗 英国首相约翰逊获英女王同意议会在9月中至10月中休会，导致无协议脱欧的风险增加。意大利两大政党合作破裂，因此可能举行全国大选。
 企业盈利 在2019年，因就业市场良好而获得强力支持的个人消费，估计将继续推动企业盈利的正面趋势。全球盈利在2019与2020年预料都将取得8%的增长。	 全球增长放缓 全球经济经历10年的扩张之后，正进入扩张周期的后期阶段。随着美国的财政刺激措施效应消退以及贸易冲突提升，全球经济增长可能面对更为剧烈的放缓。

大华银行投资洞察

每月市场观点

2019年9月

资产类别观点

资产类别	细分类别	观点	VTAR 框架	理由/驱动因素
股票	美国	N		美国股票的股价略微偏高，旷日持久的贸易谈判由于不确定性持续，因此可能伤害消费者与企业的情绪。
	欧洲	-		相对美国而言，欧洲股票的估价与趋势较具吸引力。然而由于欧盟政治局势不稳定，因此其增长正在放缓，波动性预料也将继续偏高。
	日本	N		尽管全球贸易紧张局势对企业情绪造成影响，但是日本股票的估值依然十分具有吸引力。预定在2019年10月调高的消费税可能带来风险。
	亚洲 (日本除外)	+		盈利预料将下滑，但市盈率相对发达市场而言较为便宜。中国财政刺激措施预料将能缓解升级中的中美贸易冲突。
	新兴市场 (亚洲除外)	+		估值相对同级发达市场而言较具吸引力。联储局预期削减利率及稳定的油价有助维持2019年的股票回报。
固定收益	发达市场 政府债券	+		美联储、欧洲央行和日本央行预料将保持温和，并在2019年下半年进一步实施货币宽松。美国政府债券所提供的价值将高于其他发达市场政府债券。
	发达市场 投资级债券	N		投资级债券今年至今的收益息差已经收窄。供需变化保持具有支撑力，但BBB级的信贷基本面已经开始出现恶化。
	发达市场 高收益债券	-		高收益债券提供某些收入缓冲，但随着经济在不明朗的环境中进入扩张周期的后期阶段，因此违约率预料将会攀升。
	新兴市场 美元债务	N		经过今年至今的上涨之后，息差已经收窄。全球中央银行的宽松政策为新兴市场美元债务提供支持。
	新兴市场 当地货币债务	N		若美联储开始削减利率，新兴市场的情绪预料将改善。然而在人民币的带领下，新兴市场货币相对美元可能出现走弱。
大宗商品	黄金	+		美联储可能削减利率的措施对黄金有利。中国重新配置外汇储备以增加黄金，将对黄金带来支持。目标价是在2020年第2季达到1,650美元/盎司。
	石油	N		中东的紧张局势可能短期内有助支持油价，然而对全球增长放缓的担忧则将妨碍其上涨空间。
货币	美元	N		美元近期预料将保持稳定，但如果联储局削减利率，就可能面对逆风。新元兑美元预料将下跌。

——负面 - 略微负面 N 中性 + 略微正面 ++ 正面

V=价值 T=趋势 A=经济活动 R=风险

● 正面 ● 中性 ● 负面 ● 不适用

大华银行投资洞察

每月市场观点

2019年9月

高信念投资策略

投资策略	VTAR 框架	建议	风险
全球优质股票		全球优质股票的表现较长期投资周期中一般都优于多数股票市场。	其估值相对较高，因此短期回调的可能性因而增加。然而，优质公司一般更能对抗经济放缓，因此优质股比较不会发生股价大幅度变化的情况。
美国日用消费品股票		美国必需消费品股票比其他美国股票类别更具防御性，因此在避险环境中相对回调幅度较小。	某些领域如饮料与烟草等可能面对管制风险，这些管制措施是为了反映社会规范与可接受行为的演变而加以推行。无法跟上技术的公司可能因技术中断问题而导致在竞争中落后于对手。
新兴市场股票		广泛的新兴市场股票都获得强大基本面与具吸引力的估值所支持。	若美元出乎意料大涨，将导致新兴市场股票下跌，就如去年发生在土耳其的情况一样。中美贸易冲突恶化，也可能导致市场的波动性加剧。若再出现其他升级因素，比如双方近期互相加征关税等，可导致股市在近期回调。
无限制债券策略		主要中央银行采取温和立场，将使主要全球利率保持于低位。无限制债券策略一般会比广泛的固定收益市场取得更高回报。	通货膨胀过高将推高债券收益，这是一般固定收益债券的主要风险。然而，与通货膨胀联结的证券如TIPS等，在这种情况下将受最小影响。

V=价值 T=趋势 A=经济活动 R=风险
 ● 正面 ● 中性 ● 负面 ● 不适用

大华银行投资洞察 每月市场观点

2019年9月

大趋势

投资策略	VTAR 框架	建议	风险
全球保健		保健领域是基于一个结构性增长的叙事，其观点认为全球人口老龄化将推动长期增长。中期而言，我们预期药物的批准与并购活动将促使这一领域获得重新评级。	相关政策具有不明朗性，可影响这一领域的情绪。民主党总统参选人伯尼·桑德斯提出的全民医保计划可能导致波动性，但是这项计划在目前获得通过的机会并不大。随着老龄化人数日增，需求不断加强，这项风险长期而言将获得缓释。
中国股票		多数全球投资者的组合中对中国股票的持仓都不足，因此中国股票能提供良好的风险回报与多元化利益。	中美贸易战在近期内依然是其主要风险，这可能会对中国的经济增长带来负面影响。金融去杠杆将继续对增长造成压力，并导致更高的政策失误风险。
人工智能与创新		人工智能(AI)采用大数据与强大的计算硬件，能在低人力参与的情况下准确可靠地解决真实世界中的问题，从而取得多倍的生产力增长。	政策与管制条例具有不明朗性，这是需要关注的主要风险。随着人工智能逐渐渗透进入人们的日常生活，有关如何保护个人隐私与适当使用这类工具的问题将浮现。管制当局可能加强限制相关的应用，此外不同国家采用的标准各异，也可能妨碍全球性的统一应用。

大华银行投资洞察

每月市场观点

2019年9月

利率与外币预测

重点货币					主要利率 (%)				
	2019年 第3季	2019年 第4季 预测	2020年 第1季 预测	2020年 第2季 预测		2019年 第3季	2019年 第4季 预测	2020年 第1季 预测	2020年 第2季 预测
美元/新元	1.40	1.41	1.42	1.42	美元	1.50	1.50	1.50	1.50
欧元/新元	1.54	1.55	1.59	1.62	欧元	0.00	0.00	0.00	0.00
英镑/新元	1.68	1.69	1.72	1.73	英镑	0.75	0.75	0.75	0.75
澳元/新元	0.97	0.97	0.99	1.01	澳元	1.00	1.00	1.00	1.00
日圆/新元x 100	1.32	1.34	1.38	1.38	日圆	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10
纽元/新元	0.90	0.90	0.92	0.94	纽元	1.00	1.00	1.00	1.00
新元/人民币	5.14	5.14	5.14	5.14	人民币	3.90	3.65	3.65	3.65
					新元	1.80	1.70	1.70	1.70

来源: 全球经济与市场调查, 2019年9月13日



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的要约或者要约邀请，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，包括进行行销、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。