

# 2019 年第一季度的預期: 政體改變



**Alex Bellefleur,**

萬信投資首席經濟學家兼策略師



**Alain Bergeron,**

萬信投資多元化資產策略團隊負責人

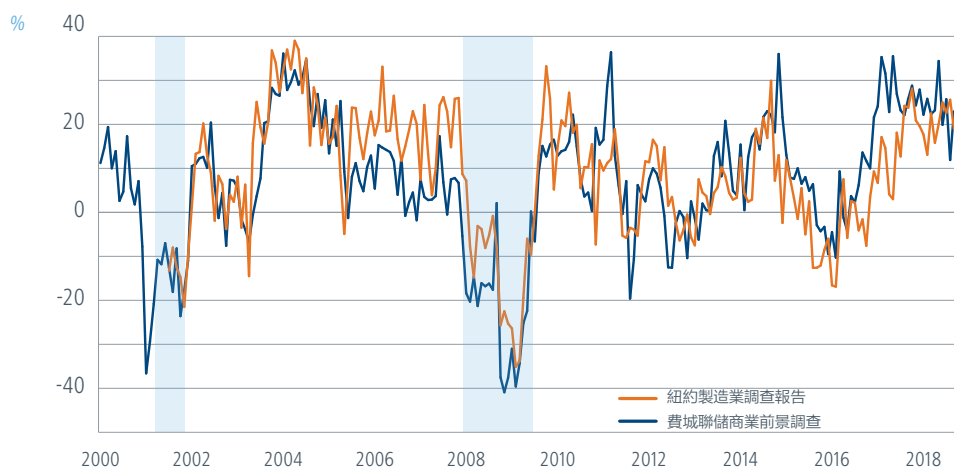
## 市場回顧

在股市經歷了一段長時間的平靜和普遍上升趨勢後，2018年在2月、10月和12月連續發生了三次猛烈的拋售，造成了劇烈的波動。通脹的逐步回歸是2018年前三個季度的一個重要主題，但第四季度反通脹之風又開始刮起，原油價格的大幅下跌在貨幣和債券市場引發了漣漪效應。摩根士丹利資本國際指數(MSCI ACWI Index)第二季度以本幣計價下跌13.2%，以加元計價下跌7.2%。值得注意的是，美國標準普爾500指數表現不佳，在第四季度下跌14.2%，扭轉了過去幾年表現優於大盤的趨勢。彭博巴克萊全球債券綜合指數對沖加元上漲1.7%，加拿大債券表現更好，上漲2.3%。

## 展望及策略

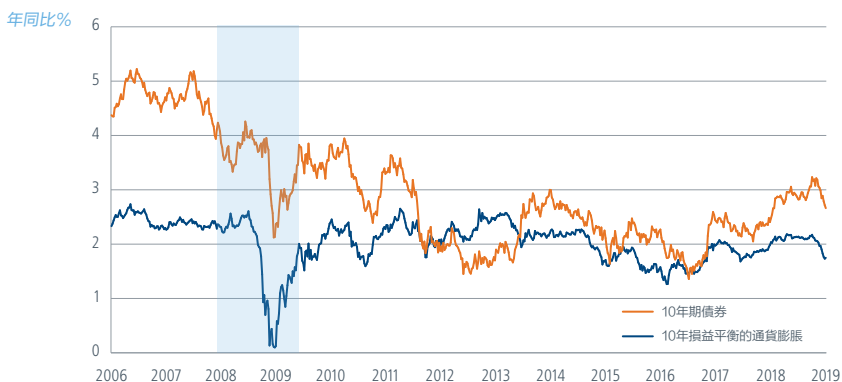
正如我們在前幾個季度所指出的，全球經濟增長正在減速。美國是最後一個出現這種增長減速的主要經濟體，因為它首先出現在新興市場，然後出現在歐洲和亞洲的發達市場。直到不久前，美國的抗跌能力還支撐著美國資產相對於世界其他地區的出色表現。隨著美聯儲(Federal Reserve)收緊貨幣政策的行動日益深入，對利率敏感的經濟領域已經開始放緩。尤其值得注意的是，房地產行業的活動已大幅放緩。製造業的增長指標也開始回歸現實，表明在經歷了強勁的2018年之後，美國的增长正與世界其他國家一道放緩。

圖1:美國地區製造業增長  
美聯儲地區製造業增長指數 擴散指數



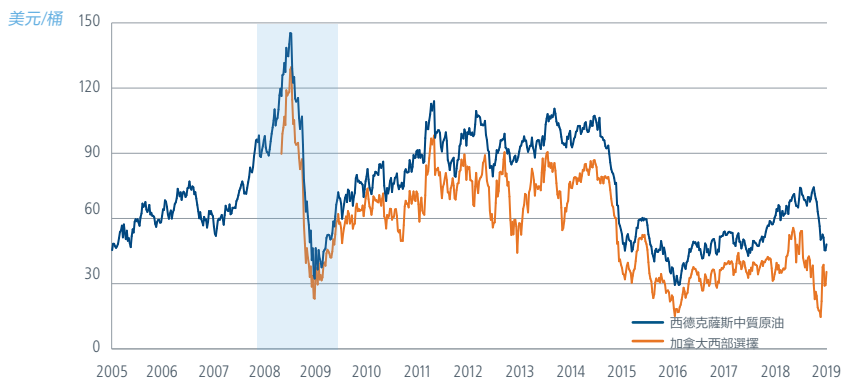
資料來源:萬信投資 (Datastream提供費城和紐約聯儲資料) 陰影區域:美國經濟衰退

圖2:美國債券收益率與通脹預期比較  
10年期國債收益率與10年期損益平衡通脹率比較



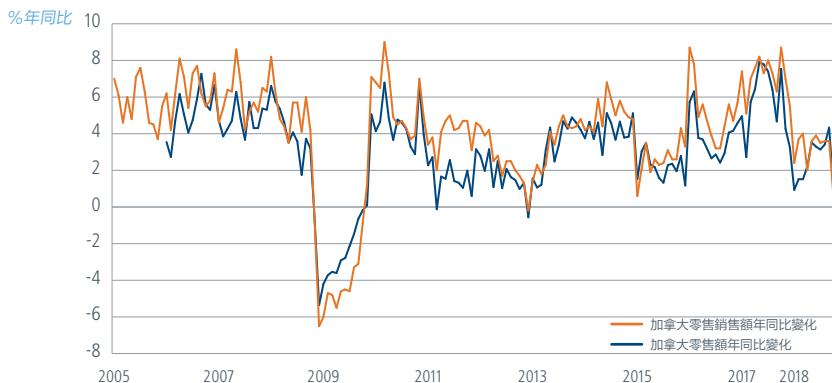
資料來源:萬信投資(彭博社資料) 陰影區域:美國經濟衰退

圖3:加拿大西部精選原油和西德克薩斯中質油之間的差距  
每桶原油



資料來源:萬信投資(彭博社資料) 陰影區域:美國經濟衰退

圖4:加拿大名義和實際零售額  
加拿大零售年同比變化、現值及2012年連鎖價格指數



資料來源:萬信投資(彭博社資料) 陰影區域:美國經濟衰退

與2018年趨勢相比的另一個突破是近期通脹預期的下降。

事實上,2018年第四季度債券收益率下降的主要原因是通脹預期下降。原油價格的暴跌(西德克薩斯中質油WTI在本季度下跌了40%)導致市場預期通脹前景將更加低迷。與幾個月前相比,市場對美聯儲進一步加息的預期現在要弱得多。

加拿大的資產一直處於壓力之下,由於加拿大西部精選(WCS)原油價格較低,加拿大的能源困境雪上加霜。儘管阿爾伯塔省政府削減產量的決定在一定程度上縮小了加拿大西部精選原油和西德克薩斯中質油之間的差距,但加拿大的能源敞口目前基本上仍是一個負面因素,因為油價下跌,而加拿大石油的交易價格仍低於全球基準。在這種艱難的環境下,加元兌美元在第四季度下跌了約7%,因為市場開始懷疑加拿大央行是否會立即進一步加息。

### 2019年第一季度展望——風險變得更加明顯

除非採取進一步的財政刺激措施,我們預計2019年美國經濟增長將放緩。很明顯,美國經濟在經歷了一輪不同尋常的後期財政刺激後出現的“高糖效應”正在消失。如上所述,經濟中對利率敏感的板塊也在放緩。企業資本支出一年前是美國經濟的強項,但現在卻大幅走軟。這表明,實體經濟已開始感受到利率正常化的進程。我們不認為美國經濟會完全收縮,但我們認為2019年的增長將遠遠低於2018年的水準。

我們也預計加拿大經濟增長將放緩。加拿大經濟已經開始了這一進程。這一點在加拿大的消費支出中表現得尤為明顯,該支出已從2017年達到的較高增長水準回落至實際水準。與此同時,多倫多和溫哥華的房地產市場也已見頂,表明加拿大央行的加息舉措已開始在整個體系中發揮作用。我們認為,這種情況可能會持續到2019年。。

中國已經突然減速，現在正在考慮實施刺激計畫——這將是2019年需要關注的事情。2018年，中國經濟對降低金融體系風險和杠杆的政策努力做出了負面回應。政府打擊影子銀行體系，導致信貸增長大幅放緩。從歷史上看，在經濟大幅放緩之後，中國政府往往會採取刺激措施，避免經濟硬著陸，保持就業和收入增長，這是確保中國社會穩定的兩個關鍵因素。這將表明刺激措施迫在眉睫。事實上，中國政府近幾個月來一直在減稅，以提振消費。然而，到目前為止，減稅的效果並不明顯。此外，金融體系去杠杆化和去風險化的努力，在一定程度上限制了政府刺激經濟的能力。我們將在2019年初觀察中國這種緊張局勢的演變。就目前而言，中國似乎沒有在有意義地重新加速。

歐洲仍停留在慢車道上。市場參與者曾希望，2018年能在歐洲強勁的2017年基礎上發展，為更可持續的擴張打下更堅實的基礎。由於歐洲經濟增長乏力，市場再次感到失望。全球貿易緊張局勢損害了德國等出口導向型歐洲經濟體，而義大利和英國的政治不穩定則損害了國內信心。因此，一些歐洲股市指數目前處於熊市區間，對該地區的前瞻性預期遠低於去年初。

## 2019年第一季度投資展望

萬信多元化資產策略團隊的主要戰術觀點如下：

- 資產組合：股票相對於現金的比重偏低，債券相對於現金的比重偏低。
- 外匯：相對於G5成員國貨幣配置，美元略有增持。

在2018年第一季度，多元化資產策略團隊對股票相對於現金持中性立場。這是一個重大變化，因為自2016年第二季度以來，我們在全球股市一直持有盈利的配置。在最近的展望中，我們提到了市場中出現的幾種交叉趨勢，積極和消極的力量大致相互抵消。2018年10月初，多元化資產策略團隊開始認為，風險平衡已轉向略微負面的一面，這表明需要謹慎的資產組合。這導致我們轉向股票和債券相對於現金的減持頭寸。這些投資觀點反映在我們的對稱Symmetry投資組合、ETF投資組合、多策略絕對收益基金(MSARF)以及我們的私人財富池中。

這種變化是由幾個因素驅動的。宏觀經濟指標雖然仍處於擴張區間，但目前顯示未來增長將放緩。隨著貨幣環境趨緊和財政刺激力度減弱，我們預計經濟仍將保持增長，但將遠低於2018年。我們認為，2019年的收益增長可能會放緩，從而減少宏觀經濟因素對股市的支撐。在股票估值方面，最近股價的下跌提高了多數指標的吸引力。然而，我們對股票估值的評估仍然有些昂貴。最後，我們的行為投資者情緒模型顯示，相對於過去幾年，最近的情況有所惡化。總而言之，我們認為，這為減持股票提供了理由。

在貨幣方面，相對於更廣泛的一籃子貨幣，我們繼續增持美元。我們對外匯的看法與市場不一致，因為多數策略師似乎預計美元將在2019年貶值。雖然我們認識到，相對於歷史平均水準，美元相對於十國集團的估值似乎偏高，但我們宏觀和情緒模型對美元的結果是積極的。另一方面，我們持有的歐元頭寸偏少。我們仍然認為，歐元區將在增長方面面臨挑戰，限制歐洲央行使利率正常化的能力。我們認為，這可能會令策略師們的共識失望，他們堅持認為歐元區利率將正常化，歐元將出現反彈。 ■