

# 年度回顧 2018



**Alex Bellefleur,**  
萬信投資首席經濟學家兼策略師

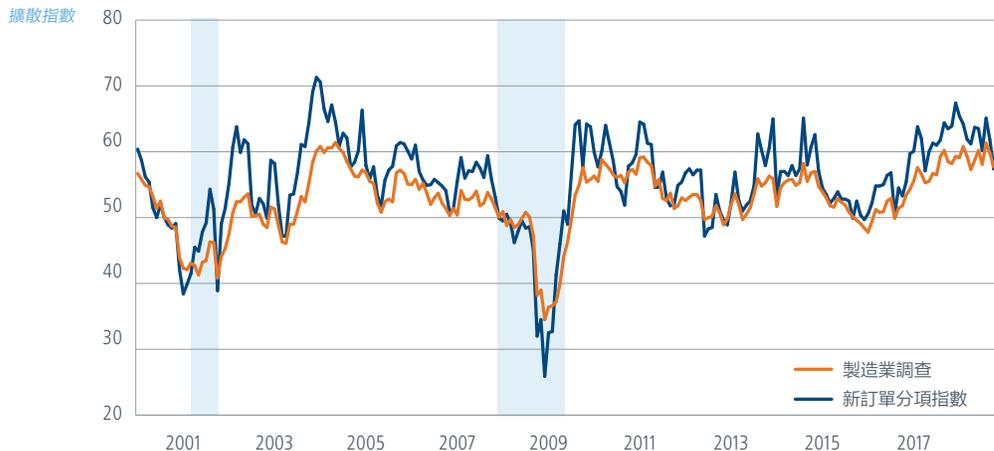
2018年是不同尋常的一年，因為基本上所有資產——從股票到債券和大宗商品——的表現都不及以美元計價的現金。從宏觀經濟角度看，影響2018年市場回報的三個重要主題是：1)全球增長放緩；2)對全球貿易體系未來的擔憂；3)利率正常化，限制了固定收益資產的多元化收益。

## 全球經濟增長放緩

進入2018年，市場預期有所提高。美國正在實施財政刺激，特朗普總統的企業減稅政策正在增強信心，歐元區正在朝著更加可持續的經濟擴張方向邁進。新興市場在2017年也表現強勁，導致人們一致推斷出近期表現強勁。

從許多方面來看，這最終令市場失望。雖然美國確實成為了全球經濟增長的主要驅動力，財政刺激措施也確實有助於經濟表現相對強勁，但市場看到了幾個增長停滯的跡象。例如，追蹤商品生產部門增長的ISM製造業指數在年中左右見頂。

圖1:美國製造業增長  
ISM製造業指數:綜合指數和新訂單分項指數



來源:萬信投資(ISM資料來自Datastream) 陰影區域:美國經濟衰退

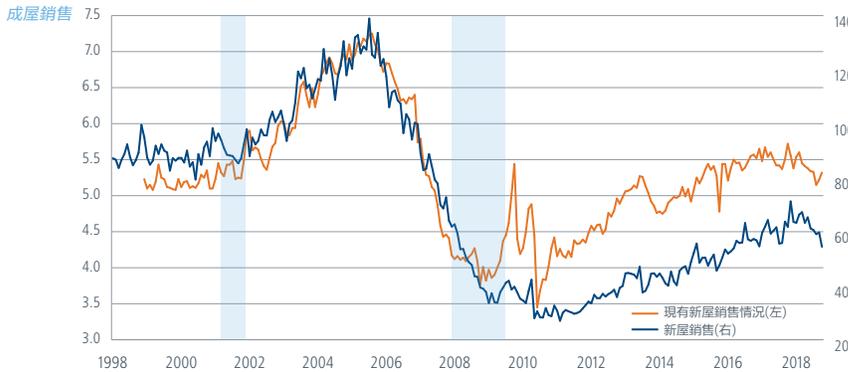
一些利率敏感行業也出現了放緩的跡象，比如房地產市場，在抵押貸款利率上升的背景下，房地產市場的活動指標大幅下降。

2018年，歐洲令人大失所望，因為持續擴張的共識預期沒有實現。從義大利的財政和政治不確定性，到英國退出歐盟的條款困惑，歐洲經濟增長乏力。對全球貿易增長的擔憂加劇了這種情況，因為歐洲經濟通常比美國經濟更容易受到貿易的影響。

2018年，中國也讓投資者感到擔憂。中國金融體系去風險和去杠杆化的實驗嚴重影響了經濟增長和市場人氣。儘管投資者認識到中國經濟增長仍處於長期減速過程中，但2018年的減速速度令人擔憂。在外匯市場上，人民幣相對於美元處於壓力之下，這表明中國因經濟增長放緩而面臨外流壓力。

圖2:美國房地產市場:銷售活動

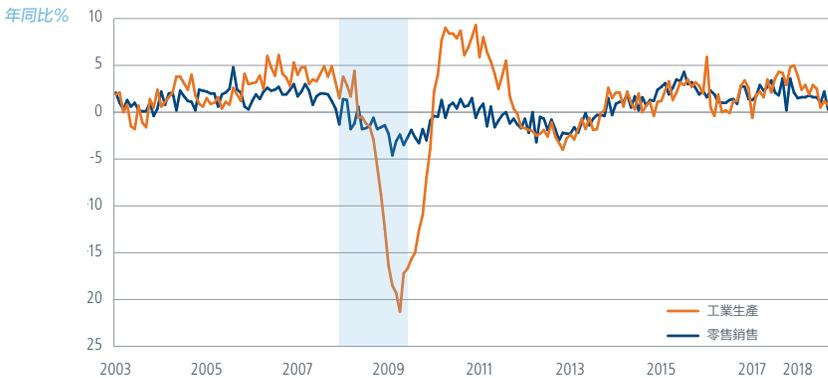
美國現房和新房銷售。經季節性調整的年化水準。



資料來源:萬信投資(彭博社提供美國人口普查局資料) 陰影區域:美國經濟衰退

圖3:歐元區零售和工業生產

歐元區零售額和工業產值(不含建築業)同比變化



來源:萬信投資(彭博社提供歐洲統計局資料) 陰影區域:美國經濟衰退

圖4: 美國美元對人民幣

人民幣/美金



資料來源:萬信投資(彭博社資料) 陰影區域:美國經濟衰退

## 對全球貿易的擔憂

特朗普總統上任後,曾試圖改革美國國際貿易關係,他認為美國受到了交易夥伴,尤其是中國的不公平對待。雖然美國與加拿大和墨西哥就北美自由貿易協定的未來的貿易爭端得到了解決,中美緊張關係在2018年沒有完全緩解,可能會持續到2019年。

## 利率上升

全球增長放緩和貿易緊張等宏觀經濟主題通常會支援發達市場政府債券,但在2018年,情況並非如此,因為債券和股票之間的相關性在今年的大部分時間裡從負相關向正相關轉變。其原因包括一些中央銀行,包括美聯儲(Fed)和加拿大央行(BoC),決心使利率正常化。2018年,美聯儲的四次加息和中國銀行的三次加息對北美收益率曲線的前端施加了持續的上行壓力。

總體而言,今年實現的和預期的通貨膨脹指標有所增加。例如,由於就業增長強勁和美國勞動力市場緊縮,工資通脹開始顯著上升。這些因素幫助支撐了債券收益率,儘管股票市場上的風險時有爆發。

## 加拿大

2018年,標準普爾/多倫多證券交易所綜合指數S&P/TSX Composite Index的總回報率下降了8.9%。加元兌美元匯率下跌7.8%。能源敞口對加拿大來說是一個負面因素,因為原油價格在2018年下半年大幅下跌。加拿大西部精選原油和西德克薩斯中質原油之間的價差對加拿大石油構成了進一步的負面影響。

與此同時,加拿大10年期政府債券小幅度變化,但幅度不及美國。中國銀行在年內將利率上調75個基點,表明其將逐步實現利率正常化。

加拿大經濟在2018年實現了擴張,但在強勁的2017年之後回落到更正常的水準(年化增長率接近2%)。隨著失業率達到接近充分就業的水準,就業增長放緩。加拿大央行的核心通脹指標在今年大部分時間裡都徘徊在2%左右,這表明經濟運行處於或接近潛在水準。

圖5:全球貿易和工業生產量的增長  
世界出口和世界智慧財產權, 同比增長



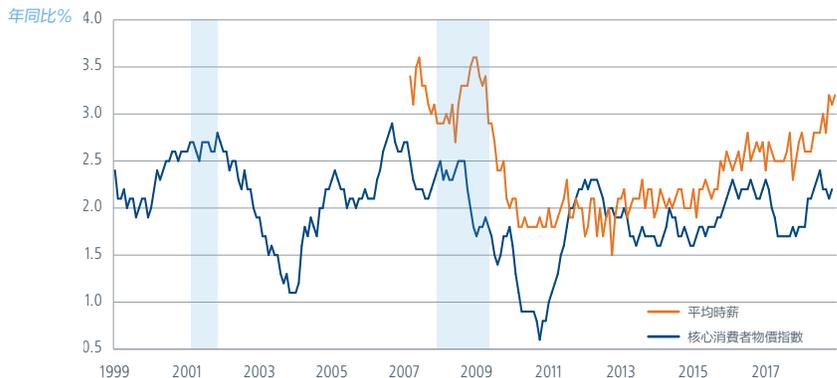
資料來源:萬信投資(彭博社提供加拿大國家統計局資料) 陰影區域:美國經濟衰退

圖6:美國債券收益率與通脹預期之比  
10年期國債收益率vs 10年期損益平衡通脹率



資料來源:萬信投資(彭博社資料) 陰影區域:美國經濟衰退

圖7:美國工資增長與核心通貨膨脹的關係  
美國平均時薪和核心通脹, 同比變化百分比



資料來源:萬信投資(彭博社資料) 陰影區域:美國經濟衰退

## 美國

從市場和經濟角度看,美國在2018年的表現優於其他國家。標準普爾500指數下降了4.4%,高於歐洲和亞洲市場。美元兌一籃子發達市場貨幣升值4.2%,但在更廣泛的貿易加權基礎上升值7.6%。這反映出美國企業的收益增長有所改善,其他發達國家或新興經濟體相比,美國經濟的抗風險能力有所增強。

受經濟持續增長和實際收益率高於通脹預期的影響,美國10年期國債收益率年內上漲約28個基點。美國政府預算赤字擴大及相關債券發行增加,提振了公債供應,當時美聯儲允許其在量化寬鬆政策下購買的部分公債到期。

美國經濟表現出了對貿易緊張和利率上升的彈性,在2018年第二和第三季度的年化增長率分別為4.2%和3.5%。

然而,接近年底時,出現了幾個經濟放緩的跡象:企業資本支出減少,住房等對利率敏感的行業感受到利率上升的壓力。製造業增長在年中左右見頂。消費者信心也在這一年達到頂峰。

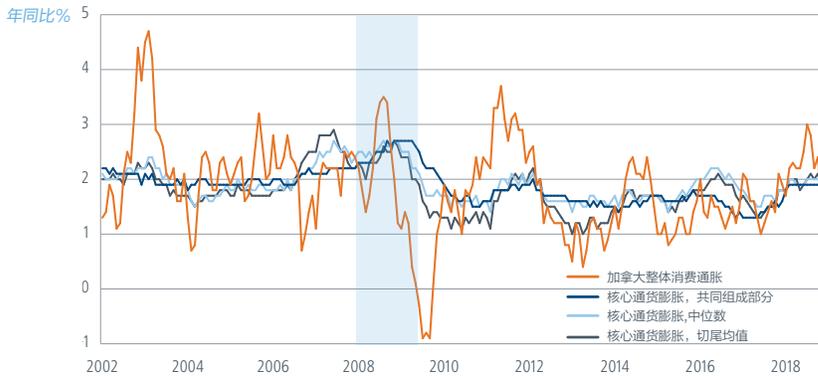
## 歐洲

2018年歐洲斯托克50指數下跌10.1%。歐元對美元下跌了4.5%。有幾個因素對歐元區資產產生了負面影響。今年初,市場認識到該單一貨幣區的增長和盈利預期過高。全球貿易緊張加劇了歐元區此前的增長放緩。

今年3月,義大利大選產生了一個懸浮議會,並就組建政府進行了數周的談判。在增長放緩的背景下,義大利資產仍面臨壓力,並拖累歐洲市場。

圖8:加拿大通貨膨脹指數

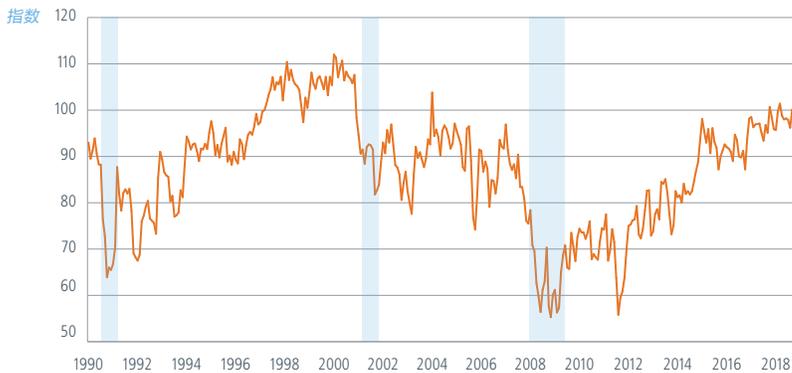
加拿大核心通貨膨脹指標和通貨膨脹趨勢, 同比百分比



資料來源:萬信投資(彭博社提供加拿大國家統計局資料) 陰影區域:美國經濟衰退

圖9:美國消費者信心

密西根大學消費者信心指數



來源:萬信投資(彭博社提供密西根大學資料) 陰影區域:美國經濟衰退

圖10:意大利工業生產和國內生產總值增長

%



資料來源:萬信投資(彭博社提供Istat資料) 陰影區域:美國經濟衰退

## 英國

2018年, 富時100指數下跌8.8%, 英鎊兌美元下跌5.6%。今年大部分時間裡, 英國和歐盟之間的協議一直在變化, 英國首相德蕾莎·梅(Theresa May)試圖安撫她所在的保守黨核心小組中支持英國退歐的一派, 同時就一項能讓剩餘歐盟成員國滿意的協議進行談判。

同時, 英格蘭銀行將銀行利率從0.5%提高到0.75%。與歐洲交易夥伴一樣, 英國經濟在2018年全年失去了增長動力, 製造業增長穩步下滑, 實際GDP增長率依然低迷。

## 日本

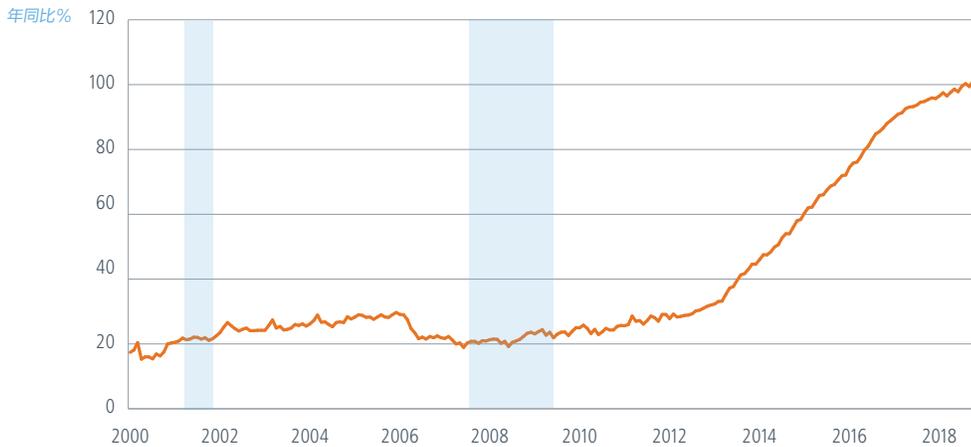
日經225指數下跌10.4%, 日元兌美元匯率上升2.9%。儘管日本股市有著嚴重的週期性和出口型構成, 但其表現仍優於歐洲股市, 主要原因是日本避免了去年歐洲出現的政治和政策災難。雖然全球貿易放緩和中國的困境對日本來說是挑戰, 但日本企業相對強勁的盈利對市場表現做出了積極貢獻。儘管全球經濟放緩, 日本國內生產總值連續兩個季度出現負增長, 但日本央行持續(儘管是逐漸減少)的貨幣寬鬆政策, 為改善金融環境做出了貢獻。

## 中國

2018年, 上證綜合指數下跌22.7%, 人民幣兌美元匯率下跌5.3%。中國與美國的關係不斷惡化, 導致包括大型資本化股票在內的數種中國資產價格表現不佳。曾在2017年受到市場青睞的中國科技企業, 在2018年因中國經濟增長惡化和全球貿易緊張加劇而步履維艱。

與此同時, 中國金融體系的風險化解和穩定國內信貸的改革對基礎設施投資、工業生產和零售銷售產生了負面影響。今年第三季度, 中國實際GDP年化增長率降至6.5%, 與政府目標一致, 但處於10年來的最低水準。

圖11:日本銀行資產負債表占GDP的百分比  
日本央行總資產占GDP的百分比



來源:萬信投資(彭博社提供日本銀行資料) 陰影區域:美國經濟衰退

## 新興市場

摩根士丹利國際資本新興市場指數在2018年下跌了14.5%。新興市場在2018年經歷了一系列小規模危機。早些時候,阿根廷(從技術上講是一個前沿市場,但也是一個吸引“熱錢流動”的市場)的事態發展給投資者帶來了負面影響。儘管阿根廷在2017年表現出色,但該國央行在通脹上升、投資者信心下降以及比索和國內股市暴跌的背景下,仍在降息。

今年夏天,投資者的注意力轉向了土耳其。圍繞美國牧師被拘留、油價上漲、經常項目赤字不斷擴大以及政治干預貨幣政策的爭議造成了不利局面,從5月到8月,里拉兌美元匯率暴跌44%。

去年第四季度,墨西哥成為人們關注的焦點,新任總統取消新機場計劃的決定動搖了投資者的信心。從8月底到11月底,墨西哥股市暴跌了30%。

總體而言,2018年美元走強對新興市場來說是個問題。不過,隨著摩根士丹利國際資本新興市場指數企穩,甚至略好於標準普爾500指數,這類資產的命運在10月前後開始發生轉變。隨著估值變得更具吸引力,投資者似乎正逐漸回歸新興市場。

中文譯本僅供參考,以英文本為準。

**For Advisor Use Only.** No portion of this communication may be reproduced or distributed to the public as it does not comply with investor sales communication rules. Mackenzie disclaims any responsibility for any advisor sharing this with investors.

Commissions, trailing commissions, management fees and expenses all may be associated with mutual fund investments and the use of an asset allocation service. Please read the prospectus of the mutual funds in which investment may be made under the asset allocation service before investing. The indicated rates of return are the historical annual compounded total returns assuming the investment strategy recommended by the asset allocation service is used and after deduction of the fees and charges in respect of the service. The returns are based on the historical annual compounded total returns of the participating funds including changes in unit value and reinvestment of all distributions and does not take into account sales, redemption, distribution or optional charges or income taxes payable by any security holder in respect of a participating fund that would have reduced returns. Mutual funds are not guaranteed, their values change frequently and past performance may not be repeated.

This document includes forward-looking information that is based on forecasts of future events as of December 31, 2018. Mackenzie Financial Corporation will not necessarily update the information to reflect changes after that date. Forward-looking statements are not guarantees of future performance and risks and uncertainties often cause actual results to differ materially from forward-looking information or expectations. Some of these risks are changes to or volatility in the economy, politics, securities markets, interest rates, currency exchange rates, business competition, capital markets, technology, laws, or when catastrophic events occur. Do not place undue reliance on forward-looking information. In addition, any statement about companies is not an endorsement or recommendation to buy or sell any security.

The content of this magazine (including facts, views, opinions, recommendations, descriptions of or references to, products or securities) is not to be used or construed as investment advice, as an offer to sell or the solicitation of an offer to buy, or an endorsement, recommendation or sponsorship of any entity or security cited. Although we endeavour to ensure its accuracy and completeness, we assume no responsibility for any reliance upon it.

Index performance does not include the impact of fees, commissions, and expenses that would be payable by investors in the investment products that seek to track an index. Unlike mutual funds, the returns and principal of GICs are guaranteed.