

多变环境中前行



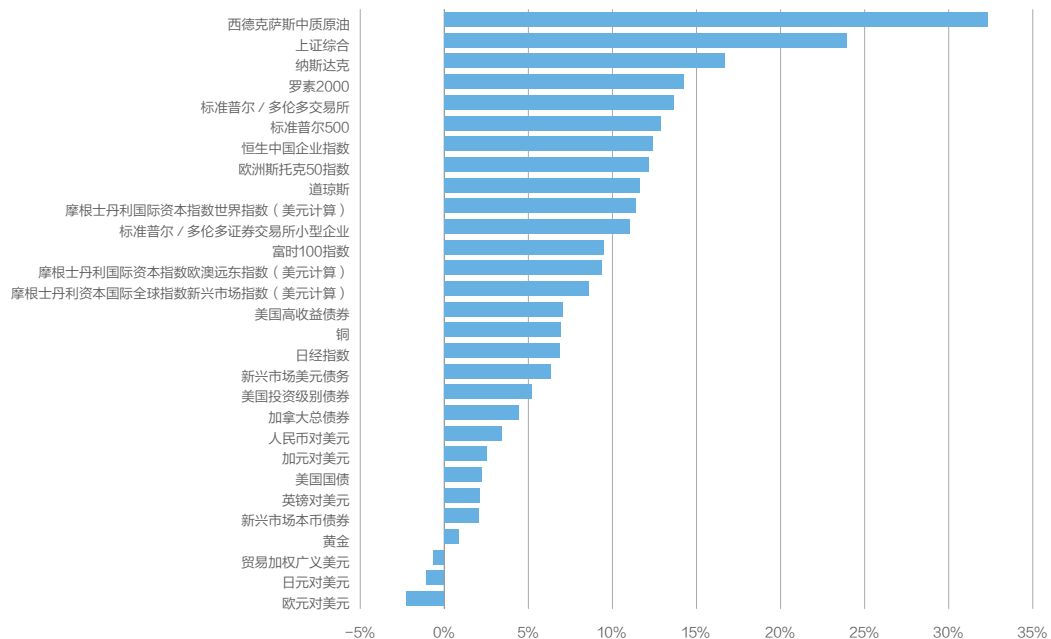
Alex Bellefleur

经济学硕士，注册金融分析师，首席经济学家&战略家，万信多元化资产策略团队

对于经济增长来说，这是一个糟糕的季度，但对于资产价格来说却是一个好季度

变化巨大的一个季度！总的来说，2018年是美国经济的好年份，至少在美国是这样，但这对资产来说是个坏消息。从固定收益到股票和大宗商品，2018年几乎无处可藏。相比之下，2019年第一季度，大多数资产表现强劲，尤其是去年受创最严重的资产（如中国股票或原油）。

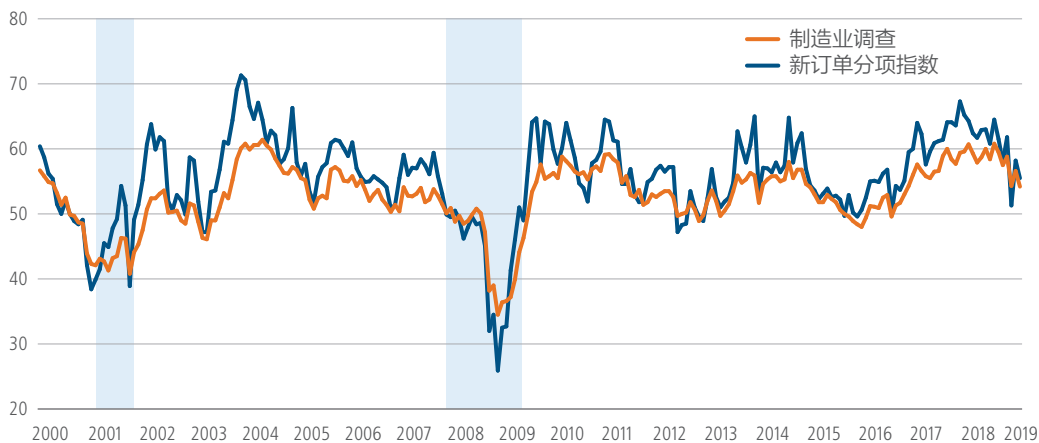
2019第一季度总回报（%）



来源：彭博

然而，这一积极的第一季度发生在实体经济明显放缓的背景下。发生这种情况最明显的地方是美国，2018年，在全球经济减速的背景下，美国曾是实力的堡垒。美国的几个经济指标，特别是制造业活动、住房和零售销售，已经开始显示经济增长速度放缓。一些指标现在慢慢接近全面萎缩。

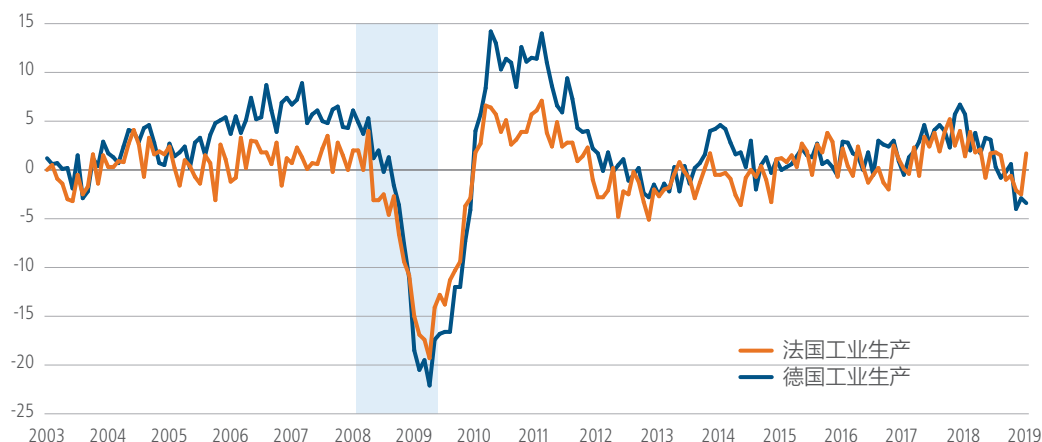
美国制造业增长 ISM制造业指数：综合和新订单分项指数



来源：万信投资（ISM数据来自Datastream）。阴影区域为美国经济衰退。

除美国外的世界其他地区也未能幸免于最近的经济减速。长期以来，欧洲一直是全球经济的痛点，但目前仍处于疲弱状态，并呈现衰退状态。去年，欧元区政策制定者试图解释经济放缓的原因时，指出了一些“暂时因素”，但现在看来，欧元区正在发生更深层次的变化。德国3月份制造业采购经理人指数初值为44.7，表明该国出口导向型制造业出现了相对严重的收缩。

法国和德国：工业生产 工业生产同比增长（%）



来源：万信投资（德国央行，法国国家统计局数据来自彭博）。阴影区域为美国经济衰退。

因此，我们面临着一个双向的局面：一季度资产价格上涨，但经济一直在走弱。我们应该怎么做呢？

与上一季度相比，出现了一些积极的变化……

首先要注意的是，即将到来的经济疲软在一定程度上已被市场消化。资产价格往往会提前6至9个月预测经济状况的变化。因此，重要的不是经济中实际发生了什么，而是市场认为会发生什么。到目前为止，考虑到2018年第四季度股市表现不佳，增长数据似乎并不比市场已经消化的数据差多少。

就我们而言，多元化资产策略团队在去年10月转向战术减持股票，原因是我们的分析显示，对经济和盈利失望的风险越来越大。在调整之后，我们已回到中性，因为我们认为市场价格更符合放缓的经济扩张步伐。

一个重要的积极因素是美联储突然转向更为温和鸽派的立场。美联储主席杰罗姆·鲍威尔（Jerome Powell）上任的第一年有点困难，因为他经历了一些沟通上的失误。去年10月，他曾表示，利率“远未达到中性”。这吓坏了市场，意味着更多的加息正在酝酿之中。然后，在12月19日，他表示，美联储的资产负债表“自动试点”。这对市场来说是可怕的，表明美联储甚至不会考虑调整政策来应对数据疲软！在这些沟通问题之后，1月4日出现了一个重要的调整，当时鲍威尔主席收回了这些言论，称美联储将保持“耐心”。

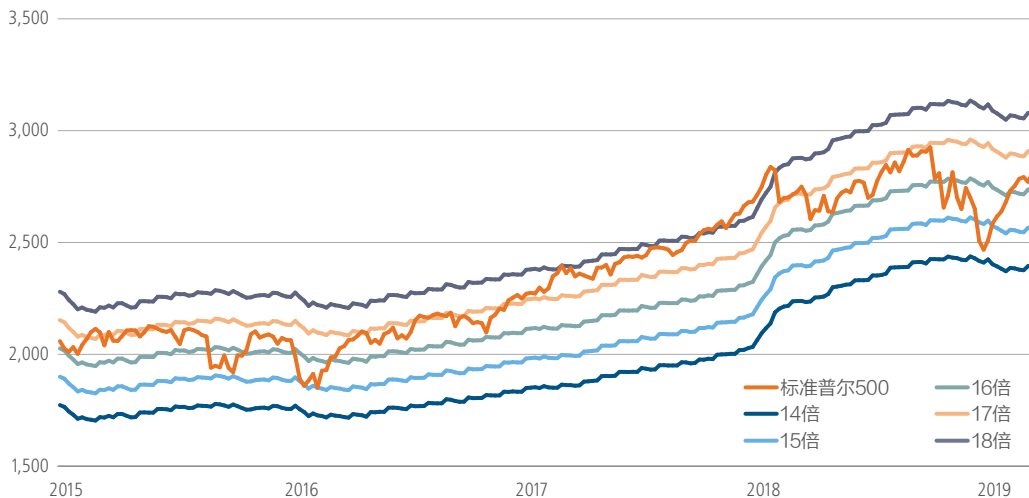
这听起来像是一个小的调整，但从我们的角度来看，鲍威尔的肢体语言强调了他改变主意的重要性：他从西装外套里抽出一张纸，读到了他更能适应的评论。我们将此解释为，通过仔细阅读事先准备好的讲稿，而不是即兴发挥，试图避免另一个沟通错误。在我们看来，这意味着——现在仍然意味着——利率可能不会在本轮周期中升至中性水平以上。目前的市场价格与美联储今年晚些时候的降息是一致的。美联储的这种反应增加了美国经济软着陆的可能性，而不是由过度紧缩导致的全面衰退。

最后，白宫在贸易方面的暗示似乎表明，与中国的谈判取得了一些进展。与此同时，在中国，我们也开始注意到有选择性、有针对性的刺激措施。中国的政策领导层被迫应对外部环境恶化和主要出口目的地（北美和欧洲）增长放缓。这正推动政策制定者实施一些国内刺激措施，提振中国市场。

……但是不要操之过急

尽管有这些积极的方面，但现在还不是兴奋的时候。首先，它值得评估估值。我们分析了多个市场的多个估值指标，没有一个指标可以概括出股票估值的整个演变过程。然而，为了说明问题和简单起见，考虑标准普尔500指数的一个简单的远期市盈率是有帮助的。在减税引发的“高糖效应”之后，标普500指数在2018年初的预期市盈率为18倍，为当前周期的高点。到2018年12月，这一比例修正至近14倍。在最近的反弹之后，我们现在回到16.5倍。这并没有太夸张，但在企业盈利令人失望的情况下，它留给进一步改善的空间更小。

标准普尔500——远期市盈率 基于远期预期每股收益的标准普尔500指数估值



来源：万信投资（人口统计局数据来自彭博）。阴影区域为美国经济衰退。

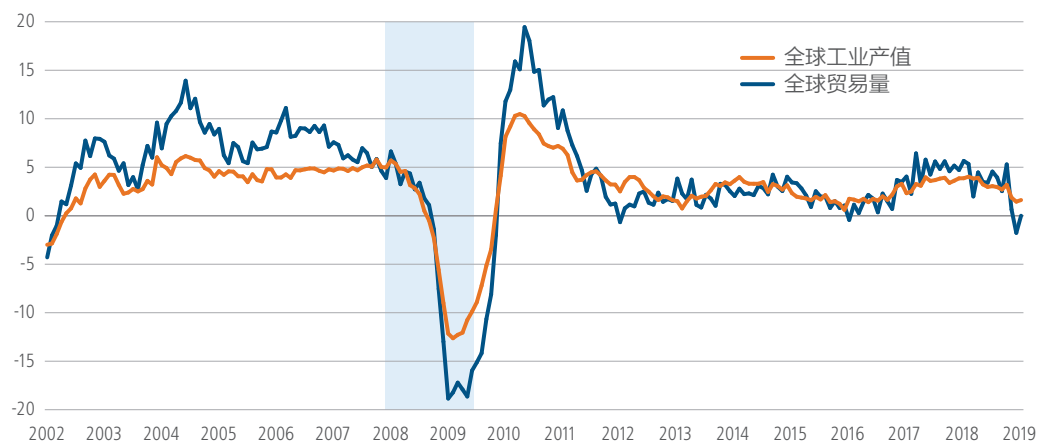
我们认为投资者不应忽视的另一个因素是美元的走势。新兴市场货币近几个月表现出一定的韧性，但美元兑欧元和日元等发达市场货币仍保持强劲。举个例子，许多投资者本以为美联储最近温和的政策转变会推动欧元大幅走高。但是，它没有。这令人担忧，因为它凸显了美国以外发达地区持续的经济疲软，比如像欧元区；其次，它对有美元债务的公司和主权国家造成了压力。自去年以来，我们一直在减持欧元兑美元，原因就是：我们认为欧元区经济过于疲弱，无法承受欧洲央行的任何紧缩措施。我们仍然坚持这个观点。然而，如果美元继续升值，它将带来经济和市场的财政紧缩。

政治风险依然存在。最近有一些迹象表明，美国和中国很有可能就中美贸易达成协议，而这方面的情绪已经有所改善。如果美国或中国政府的语气出现任何恶化，市场将很容易出现逆转。随着穆勒报告的出炉，人们的注意力将逐渐转向2020年的美国总统大选，这将凸显这位共和党现任总统和他的民主党对手之间的深刻分歧。回到本国，联邦选举活动

正在临近，最近席卷自由党政府的风暴可能会让未来几个月的政治新闻更加动荡。

最后，当前的增长疲软期将需要在某个时点触底，否则市场将需要下调增长预期。目前有三种情况可能发生：1.全球经济增长将出现类似2016年的V型反弹；2.“软着陆”和较低水平的稳定；3.陷入衰退。我们不认为会出现类似2016年的强劲反弹，部分原因是中国没有能力或意愿像当时那样大举刺激经济。不过，我们认为中国目前的定向刺激措施足以让中国经济经历更接近“L型复苏”或稳定的局面。

全球贸易和工业产值增长 世界出口和知识产权，同比增长（%）



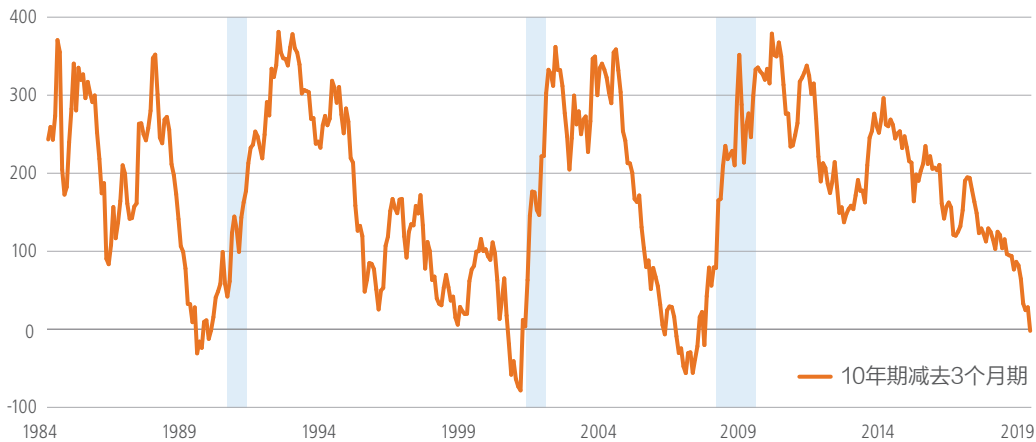
来源：万信投资（荷兰经济政策分析局数据来自彭博）。阴影区域为美国经济衰退。

房间里的大象：收益率曲线反转

另一个值得警惕的原因是美国收益率曲线当前发出的信息，更确切地说，是美国10年期国债收益率与3个月期国债收益率之间的息差。我们刚刚见证了自2007年以来美国收益率曲线的首次反转，这意味着目前3个月期美国国债的收益率超过了10年期美国国债。这通常被解释为即将到来的衰退的前兆。

如果收益率曲线反转将持续几天或几周以上，那么这种现象更能预示经济衰退。例如，如果美联储很快降息，曲线可能会再次变陡。这与1998年的情况类似，当时2s10s收益率曲线息差（10年期债券收益率减去2年期债券收益率）短暂反转，但在美联储三次降息后再度陡峭。股市也随之上涨。然而，如果美联储不针对近期的经济疲软而降息，曲线很可能仍会反转，表明衰退的可能性越来越大。

美国收益率曲线息差 10年期减去3个月期（基点）



来源：万信投资（荷兰经济政策分析局数据来自彭博）。阴影区域为美国经济衰退。

底线

这就是为什么尽管一季度股票市场表现强劲，我们多元化资产策略团队在资产配置中并没有采取更积极的立场，而是选择在股票和固定收益之间保持中立的立场。未来几个月，我们将密切关注宏观和市场的发展，并随时准备调整我们的战术配置。■

中文译本仅供参考，以英文版为准。Commissions, trailing commissions, management fees and expenses all may be associated with mutual fund investments. Please read the prospectus before investing. Mutual funds are not guaranteed, their values change frequently and past performance may not be repeated.

This document may contain forward-looking information which reflect our or third party current expectations or forecasts of future events. Forward-looking information is inherently subject to, among other things, risks, uncertainties and assumptions that could cause actual results to differ materially from those expressed herein. These risks, uncertainties and assumptions include, without limitation, general economic, political and market factors, interest and foreign exchange rates, the volatility of equity and capital markets, business competition, technological change, changes in government regulations, changes in tax laws, unexpected judicial or regulatory proceedings and catastrophic events. Please consider these and other factors carefully and not place undue reliance on forward-looking information. The forward-looking information contained herein is current only as of March 29, 2019. There should be no expectation that such information will in all circumstances be updated, supplemented or revised whether as a result of new information, changing circumstances, future events or otherwise.

The content of this document (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.