



Altruist Financial Group Limited
進邦匯理有限公司

CIB 香港保險顧問聯合會員
Member of the Hong Kong Confederation of Insurance Brokers

中、美贸易战 + 新兴市场危机恐惧

升 温的中、美贸易战及对新兴市场危机爆发的恐惧是 2018 年第 2 季的两大投资焦点。

美国政府继在 7 月和 8 月对中国共 500 亿美元商品征收 25% 关税后，在 9 月中再宣布执行第二轮关税征收行动，受影响的中国商品总值达 2,000 亿美元，并于 9 月 24 日起生效。新关税将从 10% 开始，到年底更会增加至 25%。早前第一轮关税征收行动，受影响的主要是工业产品，但新一轮的关税更伸延至消费品，如空调、家具和灯饰等。特朗普政府还扬言倘若中国作出报复响应，美国会对额外价值 2,670 亿美元的中国进口产品征收关税，然而中国政府在不到 24 小时就迅速作出相对还击。中国商务部宣布，同样从 9 月 24 日开始，会对输往中国价值 600 亿美元的美国商品征收 5 至 10% 的关税，受影响产品数目更达 5,207 件。

除了与欧盟及日本开始双边贸易谈判及较早前跟南韩达成贸易协议外，美国更于 9 月 30 日限期前，与加拿大及墨西哥政府达成了新的美墨加贸易协议（USMCA），以取代之前的北美自由贸易协议（NAFTA）。随着与其他贸易伙伴的纠纷逐渐消除，美国在谈判桌上的议价能力获得提升，美国似乎已准备好与中国进行一场长期的经济战争。

自今年第二季度以来，人民币兑美元贬值近 10%。从某种程度上来说，这样降低了中国出口商品的价格，好让应对及减低美国关税的影响。尽管最近的一些经济数据显示中国制造业增长势头有所放缓，但相信中国政府或会采取进一步的刺激措施，包括减税和增加基础设施支出等；至于央行方面，则预期会对金融体系提供充足的流动性，以刺激内需、抵消对美国出口下滑的影响。

图 1: 自今年 4 月, 人民币兑美元贬值了近 10%



数据源：彭博（至 2018 年 9 月 30 日）

中、美之间的贸易战不是纯粹的贸易或经济问题；这也是一场政治角力。到目前为止，我们很难预测中、美贸易战会何时结束，且两个国家还没有出现任何立场软化的迹象。贸易战的破坏不会仅限于中、美两地，由于全球经济联系越来越紧密，全球不同国家相信也会受到其拖累。正如国际货币基金组织总裁拉加德所警告，中美贸易战不断升温，可能会为已经陷入困境的新兴市场带来「冲击」，阿根廷和土耳其发生的金融危机或会蔓延到其他发展中国家。

随着美国经济稳步上扬，美联储自 2016 年起已将其基准利率提升了 8 次，同时也正执行缩减其庞大资产负债表政策。货币紧缩导致美元走强，这也威胁在量化宽松期间借入大量美元债务的新兴市场国家包括土耳其和阿根廷等。截至第 3 季末，土耳其里拉和阿根廷比绍今年就分别下跌 37% 和 55%，两国的利率更分别飙升至 24% 和 60%，以阻止其国家货币进一步贬值。除土耳其和阿根廷外，其他新兴市场似乎也渐受到牵连。在亚洲，印度卢比兑美元现正处于历史低位，而印尼盾则跌至 1997 年以来的最低水平。截至第 3 季末，MSCI 新兴市场指数已从今年 1 月的高峰值下跌了超过 17%，且其下跌趋势在 10 月初仍然持续，并进入熊市区域。

图 2: 下跌中的新兴市场指数



数据源： 彭博（至 2018 年 9 月 30 日）

目前美国经济正处于接近全民就业，经济增长及通胀均接近目标水平，预期加息周期将会继续。与此同时，倘若中、美贸易纷争无法化解，这将会阻碍全球经济增长，并为市场带来不确定性。投资者应提高警觉，已经脆弱的新兴市场经济体系或有可能会在短期内出现更进一步的调整、汇率大幅波动及资本外流的现象。

表 1: 全球股市表现

指数	2018 年第 3 季回报		2018 年年初至今回报	
	当地货币	以美元计算	当地货币	以美元计算
美国道琼斯工业平均指数	9.63%	9.63%	8.83%	8.83%
欧洲 STOXX 50 指数	0.42%	-0.12%	0.04%	-3.35%
欧洲 STOXX 600 指数	1.30%	0.75%	1.41%	-2.04%
德国 DAX 指数	-0.48%	-1.02%	-5.19%	-8.41%
巴黎 CAC 指数	3.36%	2.80%	6.27%	2.66%
日本日经 225 指数	8.81%	6.20%	7.68%	6.80%
香港恒生指数	-2.50%	-2.24%	-4.10%	-4.26%
香港国企指数	1.87%	2.13%	-2.08%	-2.24%
上证指数	0.32%	-3.26%	-12.63%	-17.24%
中国沪深 300 指数	-0.91%	-4.45%	-12.82%	-17.42%
新加坡海峡时报指数	1.26%	0.98%	-1.02%	-3.21%
南韩 KOSPI 指数	0.73%	1.04%	-4.66%	-7.98%
台湾加权指数	4.61%	4.50%	7.54%	4.66%

印度 SENSEX 指数	2.63%	-3.14%	7.44%	-5.44%
印度尼西亚雅加达指数	3.21%	-1.20%	-4.06%	-12.57%
曼谷 SET 指数	10.98%	13.49%	2.84%	3.68%
俄罗斯 RTS 指数	6.30%	6.30%	8.09%	8.09%
巴西 IBOVESPA 指数	9.04%	4.76%	3.85%	-14.62%
S&P 泛阿拉伯指数	-0.88%	-0.88%	11.34%	11.34%
MSCI 环球指数				

数据源：彭博（至 2018 年 9 月 30 日）

表 2: 主要货币表现(以美元计算)

货币	2018 年第 3 季变幅	2018 年年初至今变幅
	以美元计算	
欧元	-0.68%	-2.22%
英镑	-1.33%	-2.56%
日圆	-2.59%	-0.04%
港元	0.24%	-0.18%
人民币	-3.61%	-5.27%
澳元	-2.44%	-7.06%
纽西兰元	-2.20%	-6.13%
新加坡元	-0.34%	-2.27%
韩圆	0.48%	-3.48%
新台币	-0.16%	-2.43%
印度卢比	-5.55%	-11.89%
印度尼西亚盾	-3.84%	-8.96%
泰铢	2.41%	0.74%
罗斯卢布	-4.29%	-12.09%
巴西雷亚尔	-4.27%	-18.29%

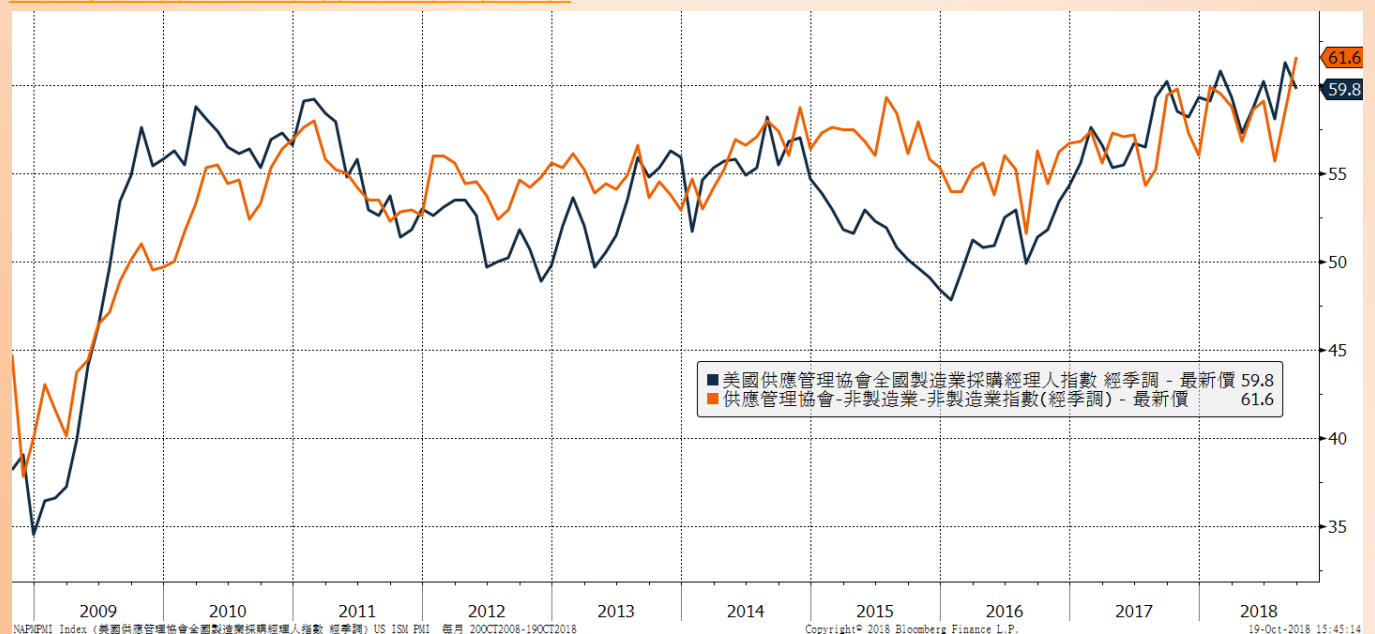
数据源：彭博（至 2018 年 9 月 30 日）

环球回顾及展望

美国

- 第二季度美国经济以年率 4.2% 增长，优于初步预估的 4.1%，是 2014 年第三季度以来的最快增长幅度。由于在关税生效前，大豆和其他商品的出口增加，净出口对经济增长的贡献是自 2013 年第 4 季以来的最高。特朗普政府的 1.5 万亿美元减税计划，也刺激了今年年初几乎陷入停滞之个人消费支出，进一步推进经济增长。
- 由于美国 70% 的国民生产总值是由消费支出所构成，因此消费者信心和消费者信心指数往往是重要的观察数据。根据美国经济咨商会和密歇根大学最近的报告，美国的消费者信心正接近历史最高水平。9 月消费者信心指数从 8 月修正值的 134.7 攀升至 138.4，接近 2000 年的水平。此外，尽管 9 月份密歇根大学消费者信心指数的最终值从 100.8 下调至 100.1，但仍然高于 8 月的 96.2，并且是自 2004 年 1 月以来，第三次超过 100 水平。
- 除了个人消费外，美国的制造业和非制造业活动也表现强劲。根据供应管理协会（ISM）9 月的数据，尽管制造业指数从 8 月份的 2004 年 5 月以来最高水平的 61.3 降至 59.8，但非制造业指数却升至指数自 2008 年创建以来最高水平的 61.6。

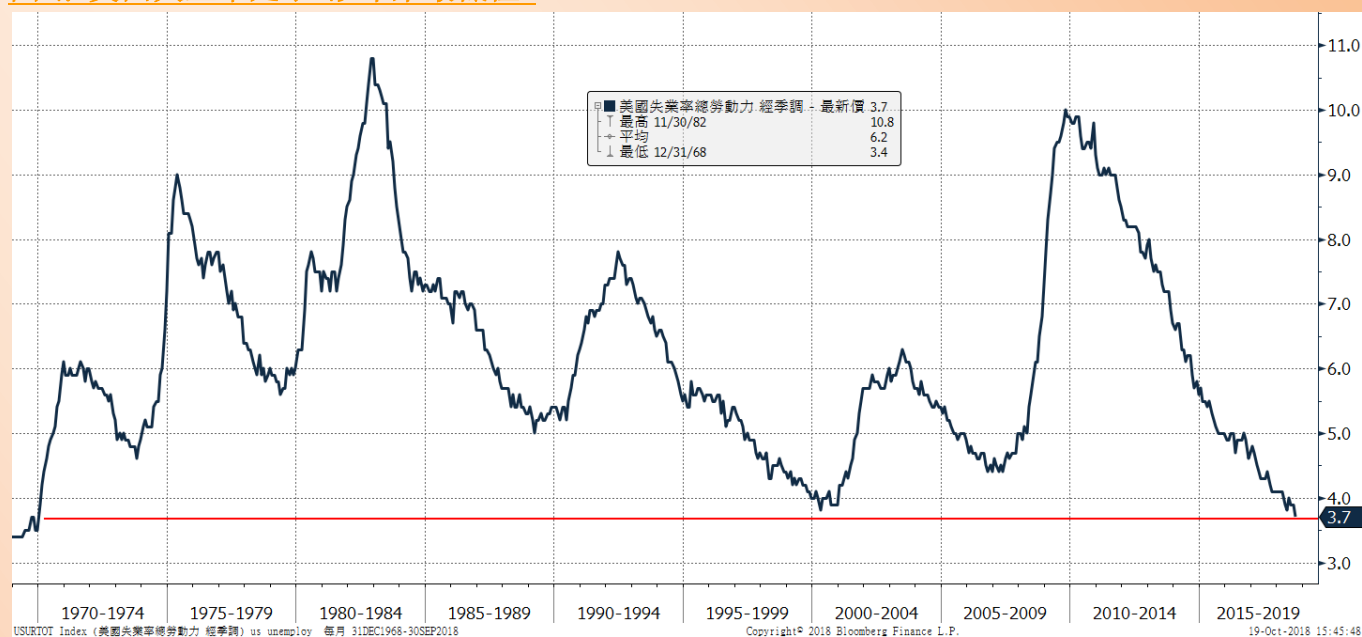
图 3: 美国制造业及非制造业均表现强劲



- 受到飓风佛罗伦的影响，美国 9 月份非农业就业人数仅增加 134,000 人，是最近一年中最少的数字。然而失业率则从 8 月的 3.9% 下降至 9 月的 3.7%，这是自 1969 年 12 月以来的最低水平。

工资的年度增幅则从 8 月份的 2.9% 降至 2.8%，可以相信温和的工资增长，将足以让通胀维持在美联储局 2% 的目标水平附近。

图 4: 美国失业率处于 49 年来最低位



数据源：彭博（至 2018 年 9 月 30 日）

- 强劲本土经济推动了美国人对外国商品的购买需求。美国 8 月份贸易逆差较上月增加 6.4% 至经季节性调整的 532.4 亿美元，为今年 2 月以来的最高水平。8 月份，进口增长 0.6% 至创纪录的 2,627 亿美元，而出口则从 7 月的 2,111 亿美元下降 0.8% 至 2,094.3 亿美元。与特朗普的预期背道而驰，8 月份中国对美国的商品贸易顺差也从 7 月份的 368 亿美元增长至创纪录的 386 亿美元。差距扩大可能反映出企业在 8 月底和 9 月关税实施前，急于从中国进口商品，以准备迎接即将来临的假日购物季节。
- 正如普遍预期，美联储局将联邦基金利率上调 25 个基点至 2% 至 2.25% 的范围，回到 2008 年 4 月的水平。这是自美联储于 2015 年 12 月开始实施利率正常化政策以来第 8 次加息。此外，联储局在声明中也放弃了「货币政策的立场仍然保持宽松」的字句，并预计在年底之前会再加息一次，在 2019 年则会加息 3 次。联储局也同时公布了最新的经济预测，估计未来三年经济增长将从今年的 3.1% 年度增长率逐步下降至 2021 年的 1.8%。
- 美股在第 3 季，以自 2013 年以来最佳的季度表现结束。在过去 12 个季度中，道琼斯指数和标普 500 指数均共有 11 个季度上涨，纳斯达克指数更连续第 9 个季度上升。美股牛市已差不多走了 10 年，现时美国经济蓬勃，企业盈利理想，股市表现是获得基本因素所支持。尽管我们无法预测美国经济扩张周期会何时结束，但随着美股估值偏高，相信未来市况会变得较为波动。至于中短线而言，美国 11 月份中期选举结果、第 3 季企业盈利报告、中、美贸易战的发展及

息口去向会是重要的观察因素。与上季的想法相同，现阶段投资者宜先作观望，待市况调整才增持美股作中长线投资。

欧洲

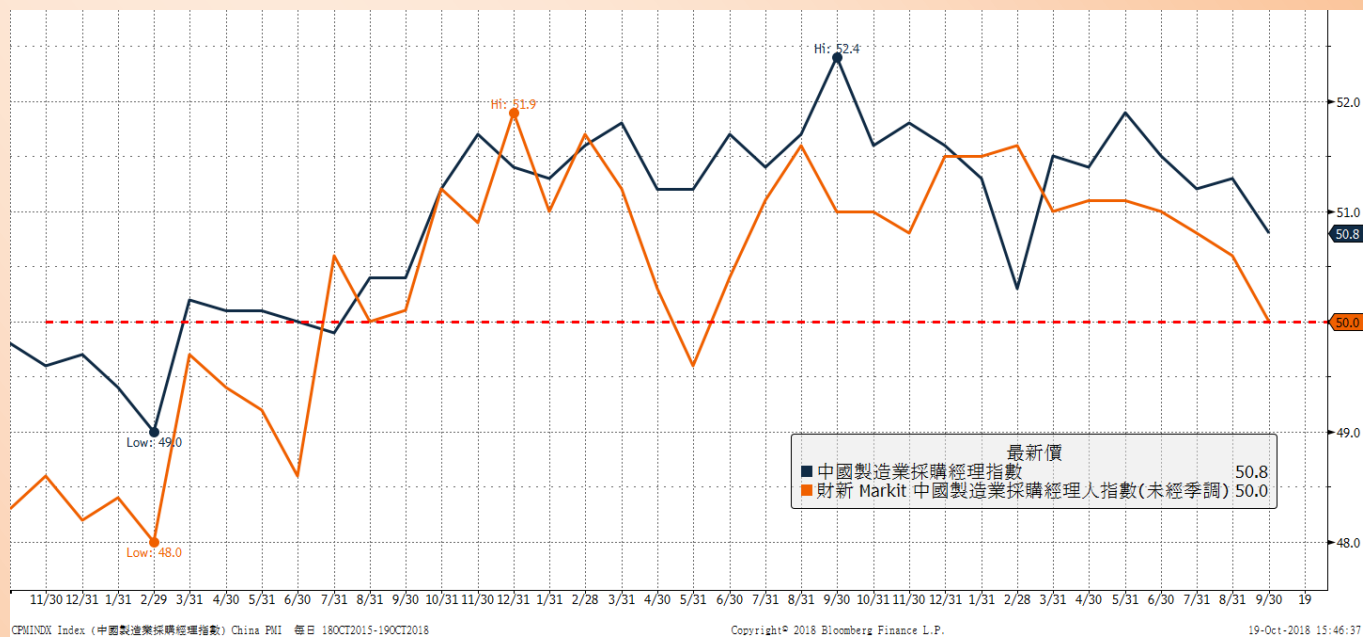
- 欧元区经济在 2018 年第二季度按季增长 0.4%，与第 2 次估值及上一季的数字相同。与去年同期相比，欧元区在第 2 季度经济则增长 2.1%，略低于第 2 次估值的 2.2% 和上一季度的 2.4% 增长。
- 中美最近的贸易战似乎也削弱了欧洲的工业活动扩张。根据 HIS Markit 的数据，欧元区 9 月份制造业采购经理指数从 8 月的 54.6 降至 53.2 的两年低点，新出口订单更是近 63 个月升幅最少。难怪欧洲央行最近也下调了 2018 和 2019 年的欧元区的经济增长预测。
- 意大利和英国的政治不确定性在 9 月底也有所增加。意大利的反建制政府批准了一项财政预算草案，以增加未来几年的公共支出，并宣布其赤字将在 2019 年达到国民生产总值的 2.4%，比前政府公布的目标高出 3 倍之多。意大利政府没有按照欧盟的要求进行任何结构调整计划，以减少其等值该国国民生产总值 130% 庞大的公共债务。倘若罗马政府坚决拒绝改变其国家赤字，欧盟委员会或可能前所未有地拒绝意大利的预算，相关的后果影响相信会是非常严重的。
- 根据英国脱欧时间表，距离英国脱离欧盟的时间不到 6 个月，然而，双方之间的谈判仍陷入僵局，「没协议」脱欧的可能性正在增加。如果英国与欧盟不能达成协议，则意味着没有文翠珊目前提议的 21 个月的过渡期。在这情况下，英国的消费者、企业和公共机构将不得不立即接受及适应与欧盟关系瞬间断裂的变化，这可能对英国经济带来重大损失。
- 欧洲投资市场弥漫着政治不明朗气氛，英国脱欧谈判结果未明、意大利财政预算案会否获欧盟接纳仍是未知数。加上环球贸易保护主义升温，令欧洲经济出现放缓迹象。尽管欧洲股市估值相对偏低，但相信短期内难有突破，预期将维持横行整固走势。

亚洲

- 贸易战对中国经济的影响渐渐浮现。9 月份官方和财新的制造业采购经理人指数的下降幅度均大于预期，后者更降至 50，在荣枯分界线上。此外，衡量美国关税影响关键指针之一的官方制造业采购经理人的出口订单分项指数，更从 8 月的 49.4 降至 48.0，这已是连续第 4 个月处于收缩区域；这与财新采购经理人的新出口订单出现大幅下滑的状况吻合。

- 由于中国经济增长放缓压力有所增加，可以相信中国政府将提供更多财政刺激方案，同时中国人民银行(「人民银行」)的货币政策也会倾向宽松。正如预期，在中国国庆长假期的最后一天，人民银行宣布将大多数商业银行的存款准备金率从 10 月 15 日起降低 100 个基点。此举将向银行体系释放 7,500 亿元人民币资金，这也是人民银行在 2018 年的第 4 次降准。

图 5: 转弱的中国制造业活动



数据源：彭博（至 2018 年 9 月 30 日）

- 在日本，8 月份家庭支出增长 2.8%，这是过去 3 年来最快的年度增长速度，较佳的夏季奖金和稳步上升的工资均刺激消费，这也反映强劲的国内需求可望能抵销贸易摩擦升温所造成的不利影响。消费开支稳健增长，被认为对上个月赢得执政党领导人竞选及后重组内阁的安倍晋三，于明年 10 月如期增加销售税至为重要的数据。
- 除中国外，部份亚洲新兴市场在第 3 季都有不错的表现。当中以泰国的 SET 指数表现最佳，并录得自 2013 年以来最大的季度涨幅，而马来西亚的吉隆坡综合指数也是自 2011 年以来表现最好的季度。然而，但这并不足以阻止 MSCI 亚太指数连续第三季出现下滑，而这也是自 2011 年以来最长的连续季度下跌纪录。由于现时外围不明朗因素颇多，短线而言，亚太股市不排除会作进一步调整；然而由于估值已渐见吸引力(特别是中、港股市)，进取的投资者不妨考虑分段吸纳，以捕捉中长线投资机会。

债券

- 由于对美国经济乐观情绪增加以及预期美联储局会进一步加息，美国 10 年期国债收益率升至 3.2%，为 2011 年 7 月以来的最高水平。美国国债收益率的飙升，也带动环球成熟市场如日本和欧元区等政府债券收益率大幅上升。
- 意大利 2019 年的预算赤字计划导致欧盟和意大利政府之间的紧张局势升级，意大利政府债务被抛售，其 10 年期债券收益率飙升至 3% 以上，这是自 2014 年以来的最高水平。德国与意大利 10 年期政府债券收益率息差更扩阔至近五年来最大的差价。尽管如此，情况或可能进一步恶化，因为投资者担心标准普尔和穆迪等信用评级机构会下调意大利的主权债务评级，至接近「垃圾」级别水平。

图 6: 德国与意大利 10 年期政府债券收益率息差



数据源：彭博（至 2018 年 9 月 30 日）

商品

- 原油价格今年增长超过 20%，升至 4 年来的最高水平。尽管石油输出国组织及其盟国承诺会增加石油产量，但这可能还不足以抵消美国对伊朗石油实施制裁的影响。此外，近日中东地区地缘政治风险增加，相信短期内油价会维持强势。
- 另一方面，由于美元走强以及美国利率上升的预期，9 月金价连续第六个月下跌，自 4 月中旬以来已下跌近 12%。除非市场出现一些突发负面事情，否则黄金价格难以扭转劣势。

图 7: 金价与美元走势背道而驰



数据源：彭博（至 2018 年 9 月 30 日）

免责声明

在此提供的数据只供参考之用，本公司并不对该等数据作任何保证，读者亦不应将该等资料视为出售要约、订购招揽或投资建议。投资涉及风险，过往的表现并不表示将来亦会有类似的业绩。在作出任何投资决定前，读者亦应寻求专业理财顾问意见。