

## 全球经济放缓 vs. 环球股市牛气冲天

### 环球股市与经济基本因素出现**脱轨**?

**时**光飞逝，转眼间 2019 年已过了一半。正如我们上一期「投资内望」的预期，大部份投资市场在第 2 季度，均维持升势并录得温和增长。在发达国家中，美国股市仍然是最强劲；美股 3 大指数，道琼斯工业平均指数、标普 500 指数及纳斯达克综合指数，均曾在第 2 季创下历史新高，在 G20 峰会期间举行的「特习会」后，增长势头更得以强势延续。

在新兴市场中，俄罗斯股市则是最为引人注目。油价反弹，以及俄罗斯与西方国家关系转趋稳定，均刺激俄罗斯股市及卢布出现大幅飙升。以美元计算，俄罗斯股市今年的回报率超过 30%，是 2019 年上半年全球表现最佳的股票市场之一。

表 1: 投资市场在 2019 年上半年出现反弹

	2018 年	2019 年上半年
MSCI 世界指数	-8.19%	17.39%
MSCI 亚太指数	-13.14%	10.78%
彭博巴克莱全球综合债券指数	-1.20%	5.57%
纽约期油	-14.57%	22.84%
现货金	-1.56%	9.91%

数据源：彭博（至 2019 年 6 月 30 日）

由于在去年底市场估值出现严重折让，加上市场流动资金充裕，2019 年上半年全球投资市场表现非凡。但是从基本因素的角度来看，全球经济前景仍然是充满变数和挑战。尽管美国在 6 月下旬举行的「特习会」后，暂停了针对中国新的关税并重新启动贸易谈判，但两国在价值观上仍存在巨大差异，相信双方要达成协议

的路，仍然很漫长。中美贸易关系紧张，不仅影响两国，也影响了全球经济。根据 IHS Markit 和摩根大通的数据，全球制造业活动已下滑至收缩区域。摩根大通全球制造业采购经理人指数从 5 月份的 49.8 下降至 6 月份的 49.4，为 2012 年 10 月以来的最低水平。调查覆盖的 30 个国家中，只有 12 个国家报告商业状况出现改善，欧元区、英国、中国、日本和亚洲其他地区的营商环境均出现恶化。与此同时，美国制造业的增长也几乎接近停滞，而过去两个月的表现更是近 10 年内最差的。

图 1: 当全球制造业活动下滑至收缩区域，股市却大幅攀升



数据源：彭博（至 2019 年 6 月 30 日）

全球经济放缓的威胁正变得越来越明显。与此同时，主要经济体的央行也陆续开始采取更宽松的货币政策。澳洲及印度的央行，今年已分别降息 2 次及 3 次；自 2018 年初至今，中国人民银行也已将存款准备金率下调 5 次共 3.5%。尽管美国联储局在 2019 上半年仍按兵不动，不过根据 6 月底的美国利率期货数据显示，联储局在下半年，调低联邦储备基金利率 0.75% 或以上的机会率超过 5 成。

风险或可与机会共存。虽然全球经济放缓的风险正在增加，但宽松货币政策的预期支持市场气氛，这正好解释为何全球投资市场近期表现与基本面出现脱轨现象。然而流动性往往只能为市场带来在短暂的刺激作用；中长线而言，市场的主要推动力最终会回归经济和企业的基本因素。由于投资市场在 2019 年上半年已经出现大幅反弹，因此在今年稍后时间，采取具防御性的投资部署可能会是较为谨慎的做法。

表 2: 环球股市表现

指数	2019 年第 2 季回报		2019 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	3.21%	3.21%	15.40%	15.40%
纳斯达克综合指数	3.88%	3.88%	21.34%	21.34%
欧洲 STOXX 600 指数	3.44%	4.71%	17.16%	16.21%
德国 DAX 指数	7.57%	8.90%	17.42%	16.58%
巴黎 CAC 指数	6.19%	7.50%	20.41%	19.43%
日本日经 225 指数	0.46%	3.15%	7.53%	10.05%
香港恒生指数	-0.08%	0.42%	12.75%	13.05%
香港国企指数	-2.07%	-1.58%	10.07%	10.37%
上证指数	-2.41%	-4.61%	20.96%	21.16%
中国沪深 300 指数	-0.15%	-2.40%	28.47%	28.69%
新加坡海峡时报指数	5.15%	5.27%	10.51%	11.28%
南韩 KOSPI 指数	-0.46%	-2.24%	4.59%	0.69%
台湾加权指数	1.85%	1.46%	11.42%	9.81%
印度 SENSEX 指数	2.27%	2.85%	9.86%	11.08%
印度尼西亚雅加达指数	0.32%	1.24%	4.78%	7.72%
曼谷 SET 指数	6.60%	10.34%	19.59%	12.76%
俄罗斯 RTS 指数	18.02%	18.02%	33.02%	33.02%
巴西 IBOVESPA 指数	7.66%	5.82%	14.88%	16.04%
S&P 泛阿拉伯指数	2.39%	2.39%	12.10%	12.10%
MSCI 环球指数	4.18%	4.18%	17.39%	17.39%

数据来源：彭博（至 2019 年 6 月 30 日）

表 4: 主要货币表现(以美元计算)

货币	2019 年第 2 季变幅	2019 年年初至今变幅
	以美元计算	
欧元	1.38%	-0.82%
英镑	-2.60%	-0.45%
日圆	2.79%	1.71%
港元	0.50%	0.27%
人民币	-2.25%	0.17%
澳元	-1.07%	-0.41%
纽西兰元	-1.26%	-0.01%

新加坡元	0.20%	0.73%
韩圆	-1.69%	-3.36%
新台币	-0.78%	-1.13%
印度卢比	0.18%	1.08%
印度尼西亚盾	0.80%	1.85%
泰铢	3.49%	6.12%
俄罗斯卢布	3.83%	10.29%
巴西雷亚尔	1.83%	0.64%

数据源：彭博（至 2019 年 6 月 30 日）

## 环球回顾及展望

### 美国

- 根据美国商务部的数据显示，继上一季度增长 2.2% 后，美国经济在 2019 年第 1 季的年化增长率为 3.1%。然而，许多经济学家认为，由于减税和政府开支增加的影响预计将在今年消退，未来几个季度的经济增长，将大幅放缓至 2% 左右。此外，中、美之间的贸易冲突也可能进一步阻碍增长。
- 工厂活动放缓的现象，显而易见。6 月份美国 ISM 制造业采购经理人指数从 1 个月前的 52.1 降至 51.7，这是自 2016 年 10 月以来制造业扩张速度最弱的步伐。与此同时，非制造业的增长动力也在转弱，ISM 非制造业采购经理人指数从 2019 年 5 月的 56.9 降至 6 月的 55.1，是自 2017 年 7 月以来最低的水平。

图 2: 美国制造业与非制造业活动增长动力同时转弱



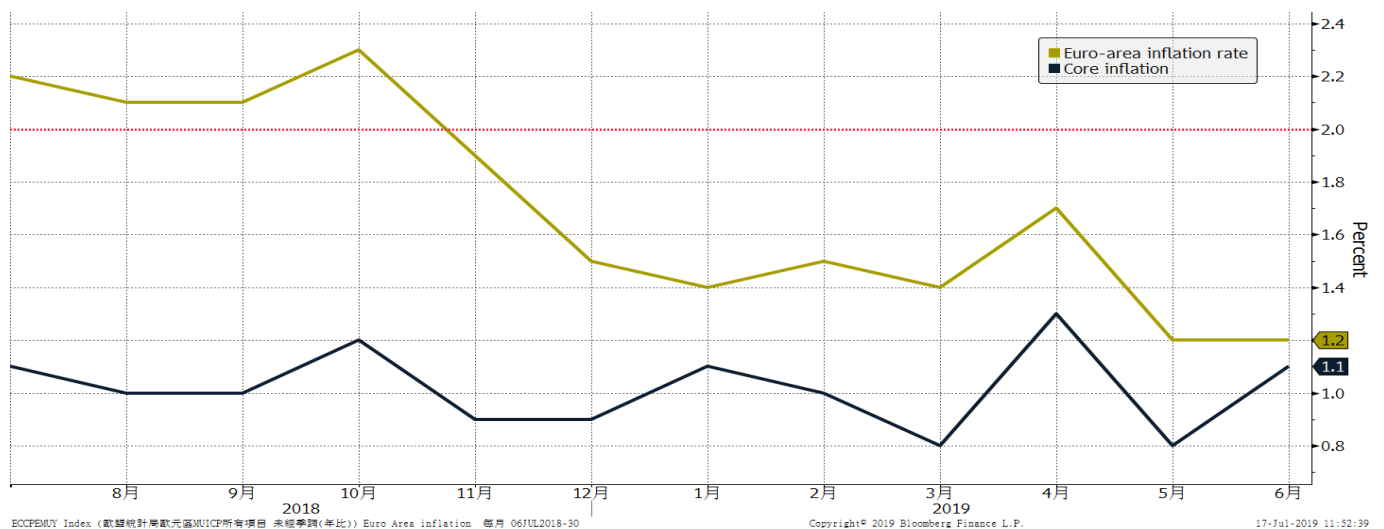
数据源：彭博（至 2019 年 6 月 30 日）

- 美国 5 月份商品及服务贸易逆差扩大至 555 亿美元，高于市场预期的 540 亿美元，这是自去年 12 月以来最大的贸易逆差。当中与墨西哥的商品贸易逆差增长 18.1%，达到创纪录的 96 亿美元。与中国的商品贸易差距，也扩大 12.2% 至 302 亿美元。
- 美国就业市场依然强劲。根据美国劳工部的数据，6 月份美国非农就业人数增加 224,000 人，是过去 5 个月中最多。2019 上半年非农就业人数平均每月增加 172,000 人，略低于 2018 年的平均值 223,000 人，然而，这仍是健康的职位增长率。6 月份失业率则上升 0.1% 至 3.7%，接近 50 年来的低位。至于 6 月份工资年化增长率为 3.1%，工资增长趋势，从去年底的近 10 年最快增长速度渐渐放缓。
- 今年迄今，标普 500 指数曾破历史新高，但也试过单月回调超过 6%。从基本因素来看，美国仍然是众发达国家中，最健康和最强劲的经济体系。在估值方面，标普 500 指数在 6 月底的市盈率约为 19 倍，仍处于历史平均水平。在未来几个月，美联储局很大可能会放宽其货币政策，股市热炽的情绪不排除会进一步升温，美股继续破顶，实不足为奇。虽然我们仍然对中长期美国股市的投资前景持乐观态度；但不要忘记上半年标普 500 指数和纳斯达克综合指数分别已上涨了超过 17% 和 22%；美股或可能会在短期内进入超买区域，因此在现高位作出一些获利也未尝不可。

## 欧洲

- 欧元区经济在 2019 年首 3 个月，取得 0.4% 的季度增长；按年率计算，增长率为 1.2%。欧元区最大经济体德国，在强劲的固定资本开支和家庭消费的支持下，经济在前一季持平后，踏入 2019 年第 1 季，取得 0.4% 的季度增长，按年则增长 0.7%。
- 欧元区经济在 2019 年首季出现反弹，但持续的中、美贸易战，拖累国际贸易并损害区内的制造业生产活动，因此欧元区未来几季的经济前景，可能依然低迷。尽管最近的服务业经济活动取得 8 个月以来最佳表现，但制造业仍未见起色。6 月份 IHS Makit 欧元区制造业采购经理人指数从 5 月份的 47.7 降至 47.6。整个欧元区的经营状况普遍疲软，德国仍然是表现最差的国家。
- 6 月份欧元区通胀率维持在 1.2% 不变，远低于欧洲央行的 2% 目标。经济增长放缓和低通胀率增加了欧洲央行在下半年降息和重新启动量化宽松计划的可能性。

图 3: 欧元区通胀水平，远低于欧洲央行的 2% 目标



数据源：彭博（至 2019 年 6 月 30 日）

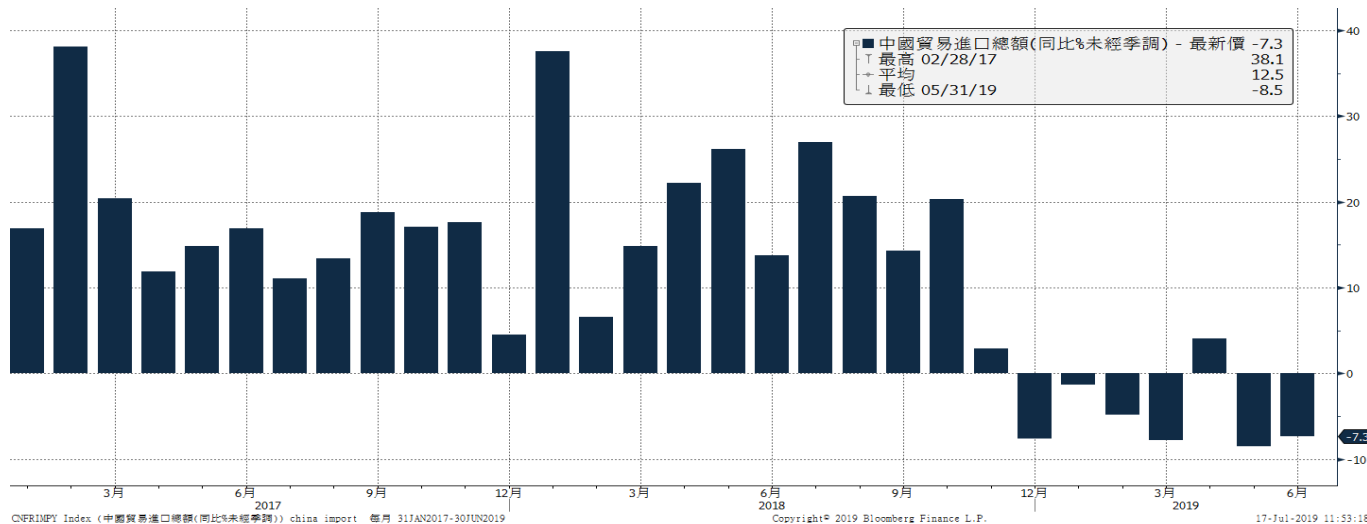
- 未来几个月对英国的政治和经济，都非常重要。文翠珊已辞去保守党党魁职务，她的继任人将取代她成为英国首相。由于两位首相候选人约翰逊和侯俊伟均曾表示，愿意在未达成协议的情况下让英国脱离欧盟，英国「硬脱欧」的风险正在加剧。英国脱欧的日期已推迟至 10 月 31 日，现仅距离几个月时间；假如英国和欧盟真的无法达成协议，双方将不会出现 21 个月的过渡期。英国的消费者、企业和公共机构，将面对实时脱离欧盟的转变。
- 乌云正笼罩英国的经济，英国 6 月份综合采购经理人指数已跌至 49.2，这是自 2016 年 7 月英国脱欧公投后的首次出现商业活动收缩。英伦银行已把第 2 季经济增长预测，从之前的 0.2% 下调至 0%；许多经济学家甚至认为英国将受到脱欧的不确定性因素影响，而出现经济收缩。
- 由于欧洲区内制造业活动萎缩及英国「硬脱欧」的可能性增加，整个欧洲的经济下行风险正在急速上升。与此同时，越来越多的人认为欧洲央行将在不久的将来，会市场提供更多的刺激措施；这正好解释为何德国 10 年期国债收益率跌至负数及欧洲 STOXX 600 指数在上半年上扬超过 17%。正如上一期「投资内望」所述，欧洲经济正逐渐「日本化」，即出现低经济增长、低通胀、零利率及负国债收益率现象。中长期来看，我们对欧洲市场的投资展望倾向较为保守。

## 亚洲

- 与去年同期相比，5 月份的中国消费物价从上个月的 2.5% 上升至 2.7%，符合市场预期，这是自去年 2 月以来最高的通胀率。由于非洲猪瘟爆发，猪肉价格持续高企，5 月份食品成本增加了 7.7%，是 2012 年 1 月以来的最高水平。与此同时，5 月份生产物价则较去年同期上涨 0.6%，同样符合市场预期。

- 中国 2019 年 6 月的贸易顺差从去年同期的 409.1 亿美元扩大至 509.8 亿美元，高于市场预期的 446.5 亿美元，这是自去年 12 月以来最大的贸易顺差。6 月份中国出口比去年下滑 1.3% 至 2,128 亿美元，略优于市场预期的下降 2%，这是美国对 2,000 亿美元中国商品调高关税的首个完整月份表现。6 月份进口则较去年同期下降 7.3% 至 1,618.6 亿美元，远低于预期的 4.5%，进一步反映国内需求疲软的现象。

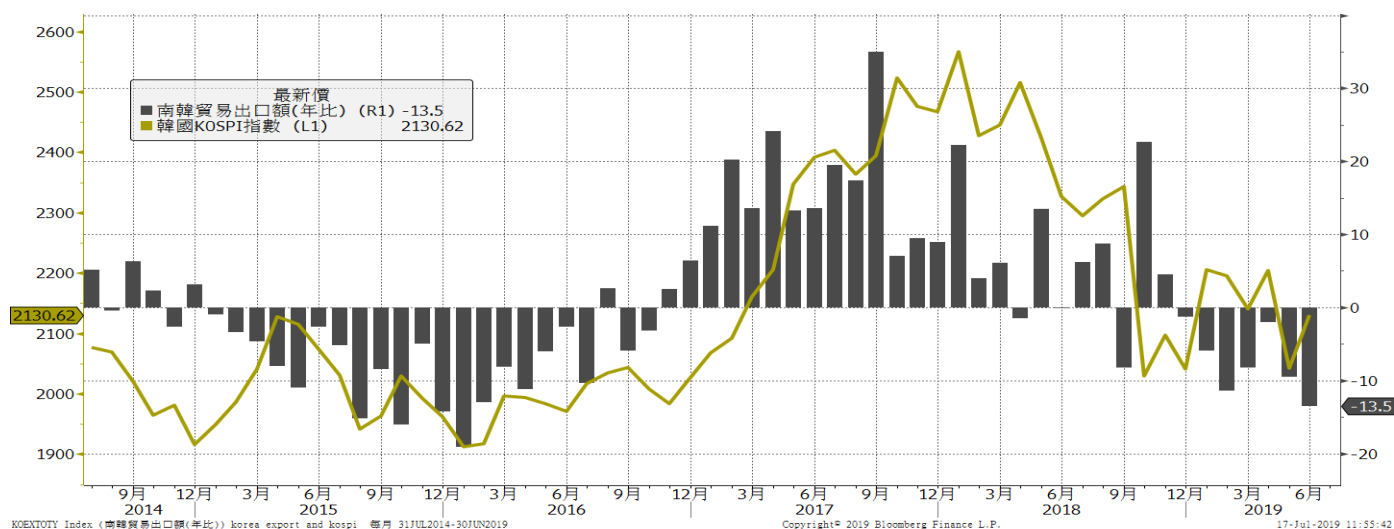
图 4: 中国进口持续下跌



数据源： 彭博 （至 2019 年 6 月 30 日）

- 在中美贸易局势持续紧张、全球需求疲弱以及中国地方政府隐藏债务令人担忧的情况下，中国经济在 2019 年第 2 季度按年增长 6.2%，这是自 1992 年第 1 季度以来最低的经济增长率。
- 与上季度相比，南韩经济在 2019 年首三个月萎缩 0.4%。按年率计，增长则为 1.7%，是近 10 年来增长率首次降至 2% 以下。对上一次是发生在 2009 年第 3 季度，当时经济仅按年增长 0.9%。
- 南韩的经济前景似乎相对悲观。南韩是一个出口导向的经济体，其出口贡献国内生产总值 50% 以上。然而，该国的出口增长已连续第 7 个月下降。6 月份韩国出口较去年下降 13.5%，而整个上半年出口则按年下滑 8.5%。持续的中、美贸易战，令全球贸易环境恶化，韩国的出口受到严重影响；此外，由于日本收紧了对南韩用于制造半导体和显示器的关键材料的出口，令情况进一步恶化。日本的出口限制令可能会扰乱去年占南韩出口四分之一的芯片制造商如三星电子和 SK Hynix 等的生产活动。

图 5: 南韩 KOSPI 指数与出口增长



数据源：彭博（至 2019 年 6 月 30 日）

- 不仅是南韩，新加坡经济也表现差劲。新加坡第 2 季度经济增长初值仅较去年同期增长 0.1%，这是 10 年来最低的增长率。按季度计算，该国的经济增长更萎缩 3.4%，是近 7 年来的最差的表现。
- 普遍认为中、美之间的贸易磨擦，短期内将难以解决，依赖全球贸易的那些亚洲国家将继续遭殃，下半年经济可能会变得更差。尽管大多数亚洲股市的表现在 2018 年及 2019 上半年都落后于全球主要股票指数，但我们仍对亚洲股市的整体投资前景持谨慎态度。

## 债券

- 根据 6 月底美国利率期货的数据显示，联储局在 7 月 31 日会议减息的机会达百份之百；而到今年底，联储局下调联邦储备基金利率 0.75% 或以上的机会率更超过 5 成。在利率下降的预期下，美国 10 年期债券收益率已率先大幅回落，从年初约 2.7% 跌至 6 月底约 2%，是自 2016 年 11 月以来最低水平，难怪彭博巴克莱全球综合债券指数在今年上半年就升了近 6%。
- 投资市场的现况，往往对未来经济及投资环境具有前瞻性。尽管近期债券价格的强势，某程度上已反映了投资者对未来降息的预期；然而由于环球经济前景未明和长期缺乏通胀压力，环球主要央行将维持市场友善的货币政策一段较长时间，债券的投资前景相信仍是审慎乐观。当中信贷评级较高的债券类别会是较为可取，因为该类债券即使面对经济出现进一步下行，仍具有较强的防御能力。

图 6: 美国联邦储备基金利率与美国 10 年期国债收益率的走势





数据源： 彭博（至 2019 年 6 月 30 日）

## 商品

- 石油输出国家组织及以俄罗斯为首的联盟国家，在 7 月 2 日的会议期间同意将石油供应减产协议延长至 2020 年 3 月。今年上半年油价上涨超过 20%，可以相信，未来供应减产协议的遵守程度和中、美贸易谈判的进展，都会主导 2019 年余下时间的油价的表现。此外，美国和伊朗之间的紧张局势也会同时为油价带来波动。
- 黄金一直被视为「资金避难所」；投资者往往都会在风险胃纳较低的情况下增持黄金。在 2019 年上半年，市场对全球经济出现放缓及中、美贸易战升温的忧虑，均刺激金价上升。在过去数年，黄金一直都是在区间交易，但在 6 月底，黄金价格上涨至每盎司 1,400 美元左右，并突破了长期的阻力位。

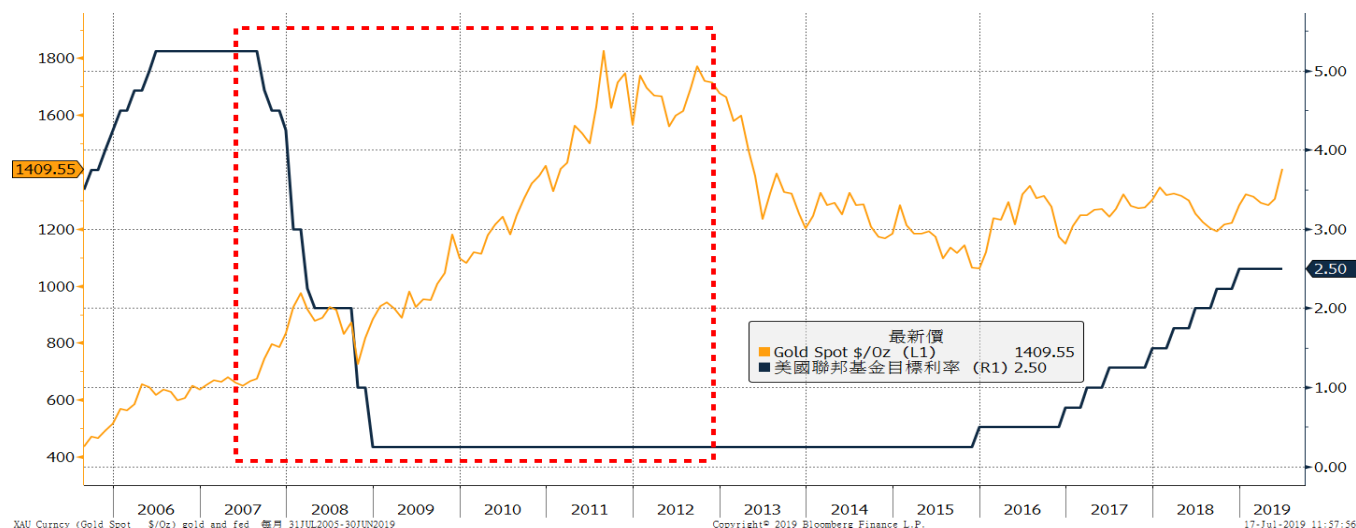
图 7: 金价突破了长期阻力位



数据源： 彭博（至 2019 年 6 月 30 日）

- 黄金也不提供收益或利息。然而，在低利率和低债券收益率的环境下，持有黄金的机会成本会大大降低。回顾 2008 年金融风暴后，上一次美国减息周期，黄金价格就曾大幅上涨至每盎司 1,900 美元以上。尽管现在说美国正进入减息周期，或许是言之尚早；但很明显美联储局在短期内不会推出货币紧缩政策，且立场会倾向宽松，对黄金价格来说，相信这会是一个有利的环境。

图 8: 黄金价格在上一次美国减息周期，大幅上升



数据源：彭博（至 2019 年 6 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。