

环球投资市场第四季度展望

私人银行及财富管理



Brenda Tian
田白莉

私人银行及财富管理
管理部主管

欢迎阅读 2019 年第四季的招商永隆银行《环球市场展望》！

回顾第三季，市况绝不平静，多国市场风险仍然存在，包括美中贸易战、全球经济衰退和英国脱欧，再加上沙地阿拉伯油产设施遭受袭击，以及美国总统面临弹劾威胁等不确定因素，全都浮上水面。

但是，无论是成熟市场或是新兴市场的央行，已将鸽派言论化为实质行动，再加上债券利率走低的支撑及中国目标性的财政和货币刺激措施，为市场注下强心针。经济数据显示经济活动趋于平稳，而不是下滑。重要的是，美国就业水平维持在纪录高点，有助消费者保持韧性。

进入第四季度，由于中美贸易谈判的不确定性以及英国脱欧主导着局面，从十月初举行的中美高层贸易谈判后，贸易紧张局势暂时有所缓解。美国总统特朗普显然希望在明年大选之前，避免出现经济衰退。中国的耐痛值门坎较高，但是职业流失和社会不稳定的威胁，成为其缓解贸易紧张局势及推行国内刺激政策的驱动力。目前，经济走向正在转弯，而不是突然中断。在这种环境下，投资者应倾向于安全的投资组合，但仍要捉紧机会加入风险性资产。

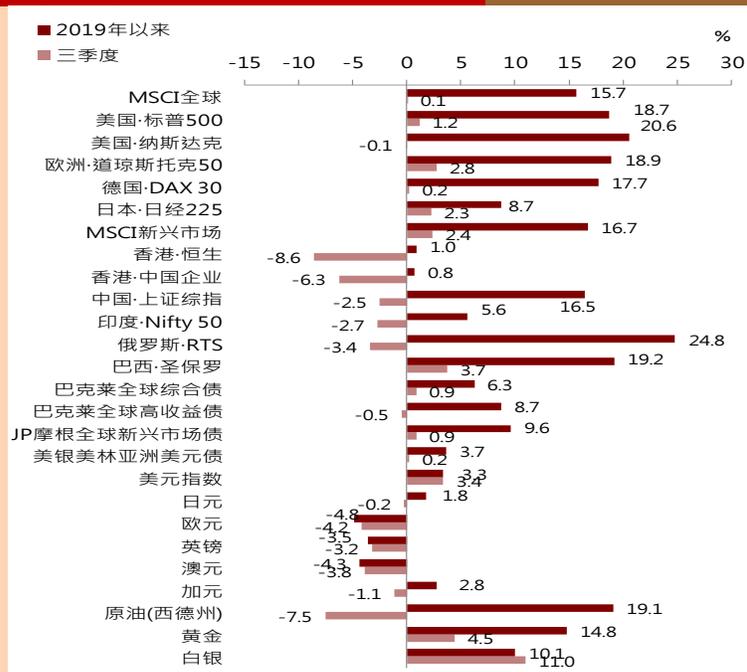
目录

环球动向.....	2-11
股票市场.....	12-20
美国股票.....	12-14
香港股票.....	18-20
债市走势.....	21-27
外汇走势.....	29-32

环球动向

全球股市在第三季度初维持高位整固，主要因为（1）市场预期美国联邦储备局（「美联储」）将在7月会议降息；（2）中美贸易磋商将在7月中在上海举行，有望进一步推进中美继续合作的共识；再加上（3）美国第二季度财务报告大多优于预期，在季中美贸易谈判传出即将达成协议的消息，加上美欧在第一季度财报公布状况较预期良好，使7月全球股市维持高位整固。但进入8月股市出现较大幅度回撤，主要是（1）美联储虽如市场预期降息25个基点，但美联储主席鲍威尔并未承诺开启新的降息周期，鹰派降息态度让市场失望；加上（2）中美贸易上海会谈后，美方突然宣布9月起向中国进口的美金3000亿元商品加征10%关税，之后又加码在10月对中国进口的美金2000亿元商品从25%关税提高至30%，而原来美金3000亿元商品的税率也从10%上升至15%，这些因素都使得股票市场从高位回落。但9月份随着中美恢复磋商，股票市场再度回升，一定程度收复了8月的跌幅，第三季度环球股市出现震荡行情。在债券收益率部分，8月市场避险情绪大幅攀升，以及对美联储持续降息的预期推动，美国10年国债收益率最低跌至1.5%的低位，欧元区及日本10年期国债收益率跟随跌至-0.65%及-0.28%的历史低位，但9月后市场氛围改善，全球收益率反弹。在汇率市场部分，由于资金持续流入美元债券市场，因此美元整体走势强劲，而日元因避险需求成为少数比美元强势的货币。在商品市场部分，黄金同样因有避险功能而走势强劲，最高上涨至美金1560元每盎司水平，油价部分则在全球经济放缓、预期需求疲弱，但产油国控制供应两方对冲下维持低位盘整。

2019年第三季度主要资产表现 (图1)



数据来源：彭博，晨星，截至2019/9/30

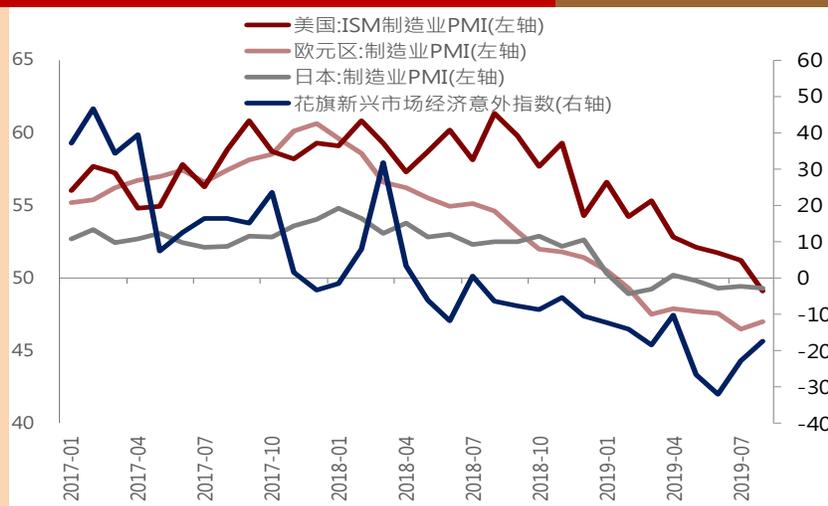
市场展望

在先前 2019 年第三季度及下半年市场宏观判断中，我们认为市场面对三大不确定性，分别是（1）地缘政治冲突升高的不确定性；（2）主要央行货币宽松的不确定性；及（3）新兴市场增长的不确定性。回顾第三季，全球发达市场增长再下台阶，新兴市场增长在地缘政治干扰下遭遇乱流，而美欧日三大央行在 9 月中前亦未见明显转变为宽松的货币政策，因此大体市场符合我们先前的判断。在目前的时点展望未来第四季，虽然大体方向仍符合原有的判断方向，但仍需特别提出三大宏观基调，作为各大类资产走势及策略方向的依据：

（一）全球景气放缓，但非确定性衰退

受到中美贸易摩擦影响，欧元区及新兴市场的增长在 2018 年已开始出现减速现象，进入 2019 年后，日本制造业也开始迈入衰退；美国原本仍维持温和增长的态势，不过在 8 月份美国制造业采购经理人指数录得 3 年来首次低于荣枯线 50 以下（见图 2），可说主要经济体（含中国）制造业景气在第三季度后均已呈现萎缩的现象，全球经济放缓趋势已相当明显。

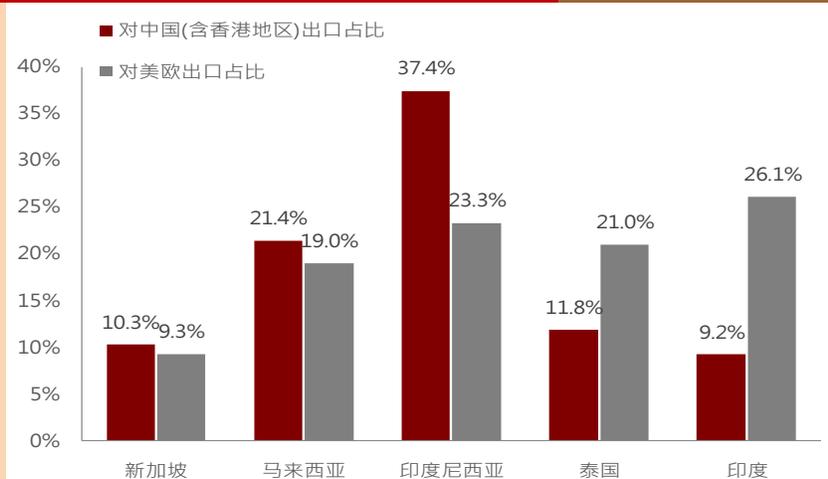
除美国外，欧英日制造业采购经理人指数高位下降（图 2）



数据来源：Wind，截至 2018（年度资料）

从美国制造业采购经理人指数的回馈来看，全球制造业的萎缩主要来自对未来经济增长的不确定性：美国在中美贸易摩擦的暴风中心，影响开始体现在订单及新订单的需求下滑；欧元区主要经济体德国及法国受到全球汽车及机械订单减少的影响，商品物价也开始为了争取有限的订单呈现下降，同时倒逼企业开始降低成本支出；日本制造业则受到亚太区订单需求放缓拖累，而与韩国早前的贸易摩擦也加深了经济放缓的效应；亚太区的订单放缓则主要受到中美贸易摩擦加剧的需求下滑影响，最明显证据是看到亚太区对华依赖较大的新加坡、马来西亚制造业萎缩幅度较大，而依赖较低的泰国、印度及越南则影响较少，甚至还有受惠出口转单效应（因中美贸易摩擦）（见图 3）；其他新兴市场制造业的景气状况则有些分歧，例如与美国制造业相关较大的墨西哥影响较大，但与矿业相关的巴西，虽然制造业同样也下滑，但同时受惠中国转单效应而产出提升，使景气仍呈现温和扩展。

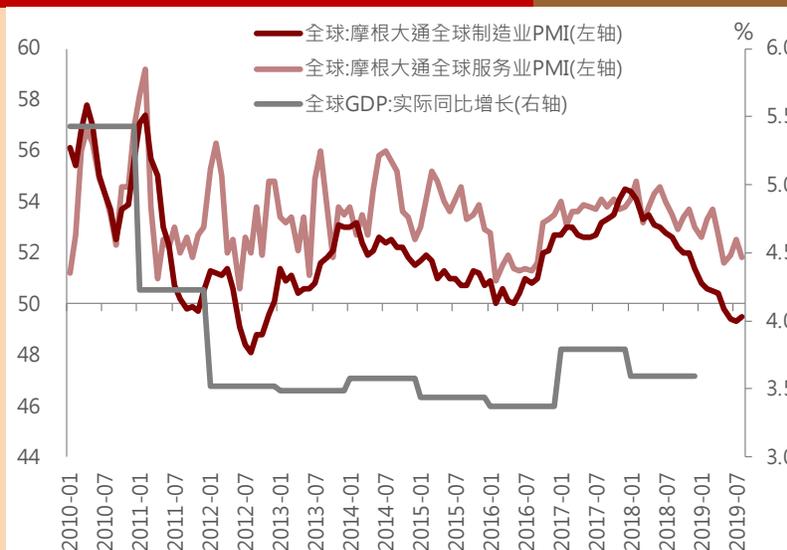
新加坡、马来西亚及印尼对华出口占比较高 (图 3)



数据来源：Wind，截至 2019/08 (月度资料)

虽然服务业在发达国家经济占比通常较高 (约 70%)，但制造业是服务业的上游产业，因此可说是全球景气的领先指针，从历史数据也清楚显示制造业景气的下滑预示着全球国内生产总值 (“GDP”) 增长的放缓 (见图 4)，自 2010 年以来全球制造业采购经理人指数 (“PMI”) 曾低于荣枯线 50 以下 3 次，对应之后全球 GDP 确实出现放缓的现象。现时全球服务业 PMI 则稳定在 52 左右水平，可见目前全球制造业景气的下降预示了第四季度甚至 2020 年全球经济增长大概率再下台阶。不过需要留意的是，全球经济增长的再下台阶，并不意味着全球经济出现衰退，如果我们将经济衰退定义为 GDP 实际同比增长连续两季低于负值，则自 2010 年以来只有欧元区及日本发生过衰退，若再更严谨将衰退定义为 GDP 实际增长连续两季低于负值，且增长须低于 -1% 水平，则只有欧元区曾经进入衰退，主要出现在 2011-2012 年的欧债危机，可见制造业萎缩确实是经济增长的警号，但不表示经济将出现严重衰退。

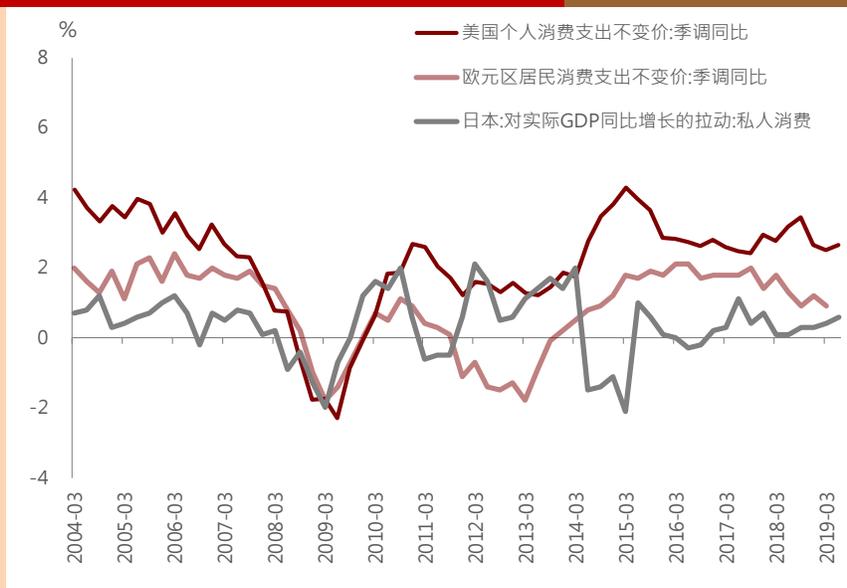
制造业景气往往较服务业景气领先经济下滑 (图 4)



数据来源：Wind，截至 2019/08 (月度资料)

经济会否出现严重衰退最主要还是取决于一国或一个地区是否已发生制造业就业的萎缩，并传导到服务业景气及相关就业，进而造成全社会消费数据下滑，消费需求的下滑再继续透过逆向周期使制造业景气继续萎缩，最后导致大面积的衰退现象。各国失业率维持低位及工资温和增长，就保证了社会消费维持在一定水平，进而托底全国的经济增长，而目前美欧日的消费除欧元区的趋势较为不佳外，都呈现上述所描述的现象（见图 5）。

美欧日消费仍可托底经济温和增长（图 5）

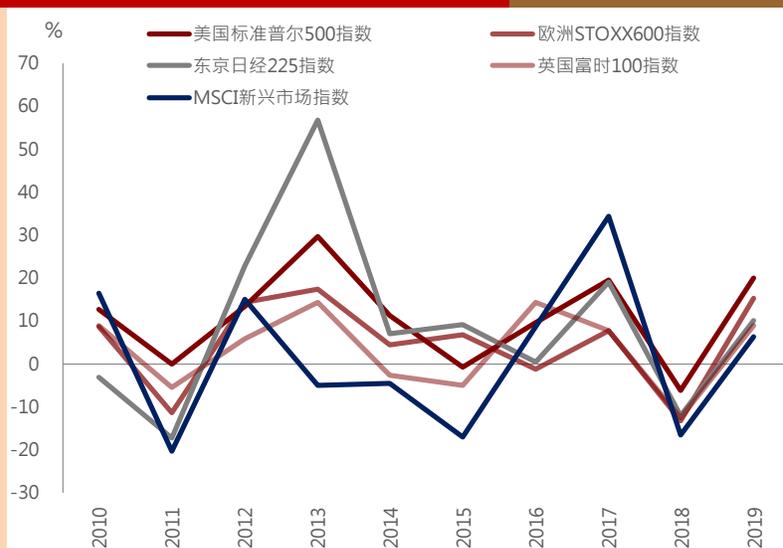


数据来源：Wind，截至 2019 年第 2 季（季度资料）

只要经济不迈入衰退，股市通常不会进入严格定义的熊市周期。股市作为经济的领先指标，通常会领先反映景气预期，因此当景气增长或放缓速度改变，股市通常也会出现领先性的下跌，由 2009 年至今，以美国为首的境外经济仍可维持一定增长，因此即使当年度股市反映经济预期而出现过低（如欧元区 2011 年欧债危机、英国 2015 年英国脱欧担忧、新兴市场 2015 年 A 股大跌及能源危机），但一般除新兴市场股市以外，股市不会明显或连续下跌超过-20%（见图 6）。

站在目前时点来看，如果计算失业率的趋势变化，我们大概率可以判断在今年第四季度内，全球主要经济体的增长仍不会迈入衰退，这给予全球风险性资产一定程度下方风险的托底能力，不过由于缺乏未来增长预期的空间，也使上涨空间受到压抑，市场将继续期待财政政策或货币政策的宽松幅度，这将与实体硬数据形成相互博弈，形成对资本市场震荡加剧的主要原因之一。

2010 年以来全球股市未出现明显熊市 (图 6)



数据来源：Wind，截至 2019/9/17

(二) 利率水平下行，但非确定性低位

今年以来，全球经济增长的不确定性较 2018 年进一步升高，上半年多家央行已经进入新一轮的货币宽松周期，使得发达国家地区的主权债收益率在 7-8 月创今年或是历史记录以来的新低位置，而且负利率债券全球存量已达美金 16 万亿元，全球存量占比达近 30%的历史最高点（见图 7）。进入 9 月份以后，多数主权债收益率出现较大幅度反弹，但结合前文观点，经济衰退风险可控，但增长持续放缓是大概率事件，因此主要央行在第四季度继续采取宽松的货币政策是大概率事件。

负利率债券占全球债券市场比重 (图 7)



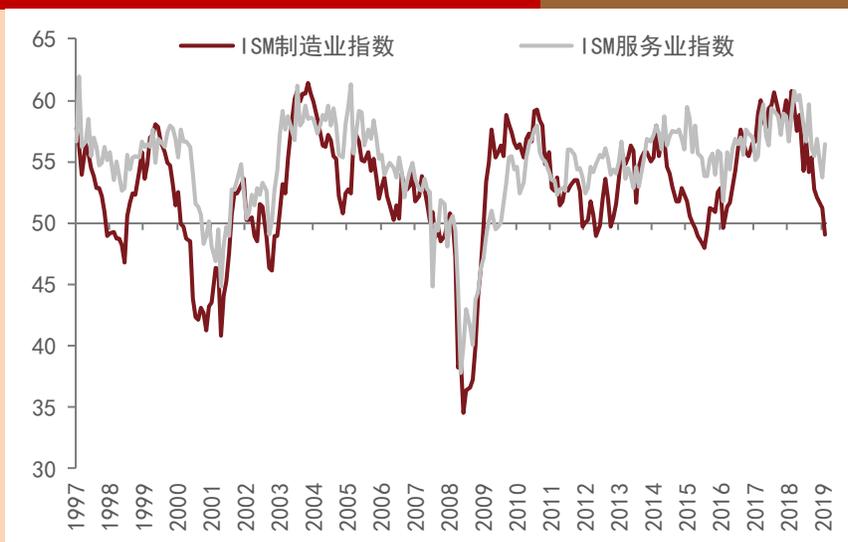
数据来源：Bloomberg，截至 2019/09/12

欧元区方面，欧洲中央银行（「欧央行」）在 9 月会议上推出了一系列宽松货币政策组合，主要包含：（1）下调存款利率 10 个基点；（2）重启量化宽松（“QE”），每月购入债券欧元 200 亿；（3）调低第三轮长期再融资操作（“TLTROIII”）利率，且拉长了 TLTROIII 的投放期限。虽然欧央行新一轮 QE 的每月购入债券较上一轮 QE 开启时的规模小，也低于市场的预期，但是新一轮 QE 并没有设置持续时间，整体来看宽松效果比较明显。且考虑到欧央行在第四季度面临主席的更替，预计在第四季度再度宽松或者加大宽松力度的空间已经很有限，但贸易风险与脱欧风险仍将持续，未来市场的避险情绪很难完全消退，尚难认为当前欧债收益率已到最低点。

美联储方面，虽然 7 月末议息会议如期兑现自 2009 年以来首次降息，但仅下调 25 个基点，且美联储主席鲍威尔在记者会的发言并没有明确发出进一步降息的信号；当时市场预期较宽松，期待未来 6 至 12 个月会有较清晰的降息路径，但美联储仍强调此举属于预防式降息，并非是由于美国经济可能进入衰退的衰退式降息。进一步观察自 7 月末以来美国主要经济数据，虽然制造业采购经理人指数最新数据为 49.1，已滑落至 50 荣枯线下方，但美国供应管理协会（ISM）服务业采购经理人指数仍处于 56.4 的高位（见图 8），显示反映外需的制造业指数受到贸易摩擦影响出现较大的不确定性，但反映美国内需的非制造业指数受到贸易摩擦的影响并不大，加上最新的 8 月份就业数据表现依旧稳健，虽然新增就业人数增长略低于预期，但失业率仍处历史低位（见图 9），且工薪增长速度稳健。考虑内需占美国经济比重高达七成的情况，在服务业指数出现大幅下滑前，预期美国经济在未来一个季度步入衰退机会很微。9 月美联储利率决策会议降息 25 个基点，符合预期，最新的目标利率区间降至 1.75% -2%，而最新公布的点阵图显示美联储内部官员看法分歧加大，仅 7 位委员认为 2019 年需再降息 25 个基点，有 10 位委员认为年内不需要再降息，并且目前中位数反映在 2020 年亦不需要再进一步降低目标利率，点阵图的路径进一步强化预防式降息的基调（见图 10），与目前市场认为需在第四季度再降息 25 个基点仍有差距（见图 11）。同时 9 月声明稿维持了 7 月美国经济活动温和增长(rising at a moderate)、就业增长稳健(solid)、企业投资持续疲弱(soft)以及通胀低于 2%目标(running below)、将对消费从年初的回升(picked up)微调至走强(rising at a strong pace)的叙述，且特别强调出口疲弱(soft)。整体来看，美联储对经济前景看法变化不大甚至略有走强，在会后记者会鲍威尔也持续强调降息是针对持续性的风险，如贸易政策的不确定性以及全球增长放缓的预防式降息，美国经济在消费强劲情况下保持良好，同时指出目前短端流动性紧张来自企业缴税以及财政部美债发行，并认为在进行回购措施以及超额存款准备金利率下调后，并不会对经济以及货币政策态度有广泛的影响。

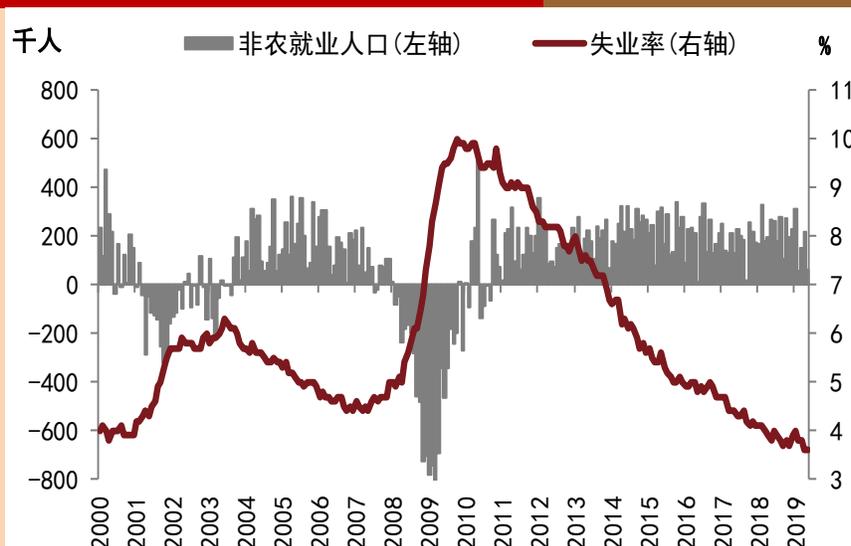
相比之下，欧央行已经开始新一轮的降息，并将在 11 月份重启购债计划，而美联储虽然点阵图反映年内不再降息，但仍有七位委员认为年内需要再降息 25 个基点，与本次投票赞成降息的委员人数相同，市场认为以美联储为首的全球央行的宽松政策趋势在第四季度将持续；第四季度美联储仍有可能再降息 25 个基点，降息的时点将会落在 12 月议息会议，因此现阶段美债收益率的回升是前期大幅走低后的正常反弹，在未来宽松环境持续的前提下，美债收益率大概率保持下行趋势，预期全球的利率水平仍会出现新的低位。

美国制造业与服务业 PMI 表现分化 (图 8)



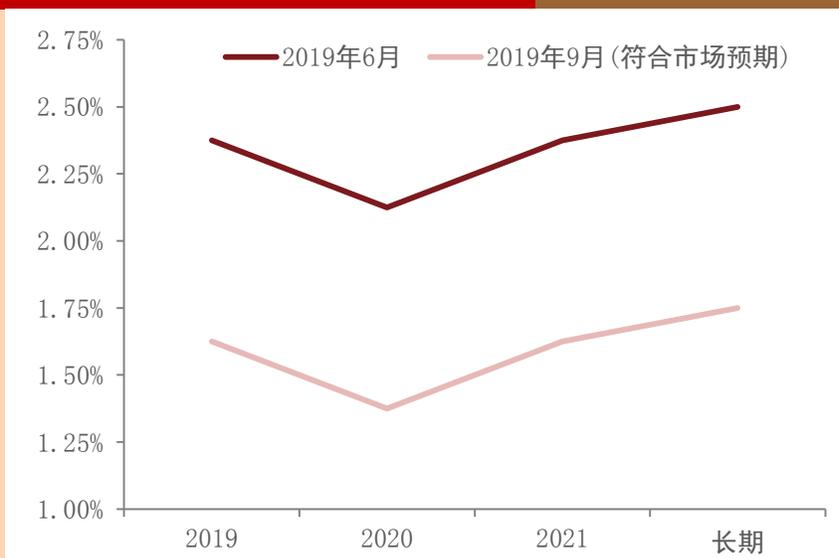
数据来源：Bloomberg · 截至 2019/09/12

美国就业市场依旧稳健，失业率仍在历史低点 (图 9)



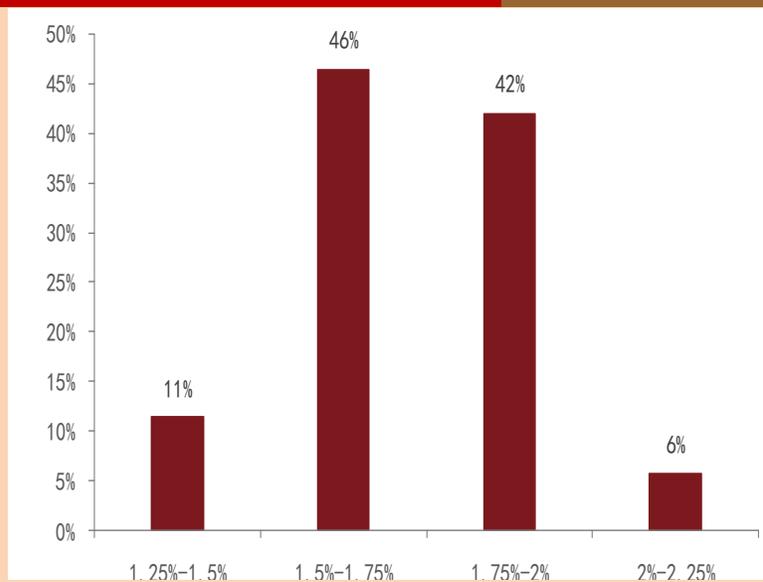
数据来源：Bloomberg · 截至 2019/09/12

点阵图调整大概率为曲线下移但维持预防式曲线 (图 10)



数据来源：美国联邦公开市场委员会 · 招商银行私人银行预估 · 截至 2019/09/12

预期美联储 2019 年末目标利率区间 (图 11)

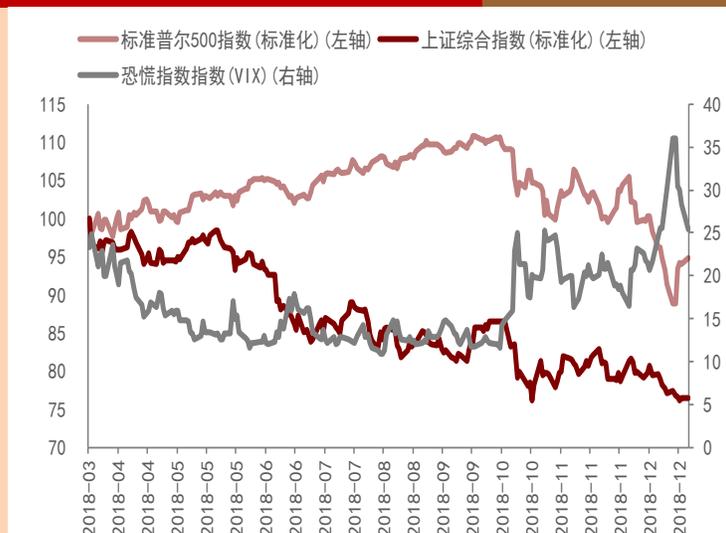


数据来源：CME Fedwatch · 截至 2019/09/12

(三) 风险耐受增加，但非确定性免疫

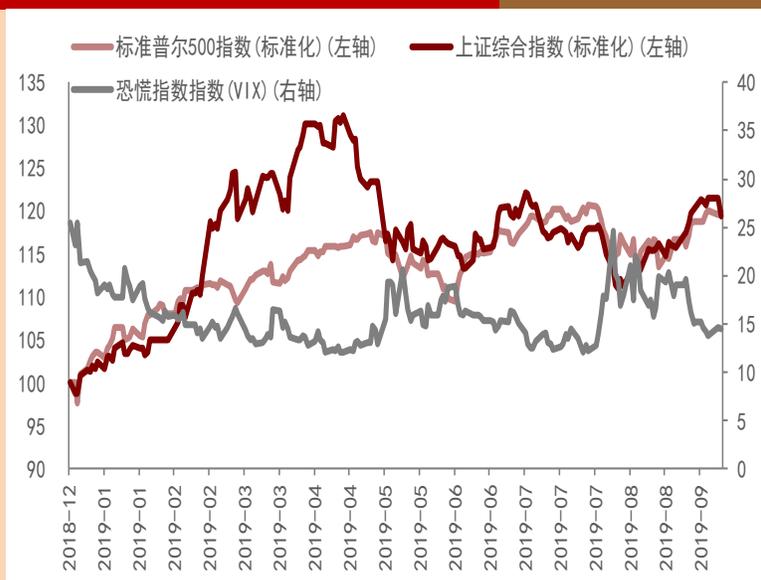
中美经贸摩擦事件发展已超过一年，双方博弈的过程严重影响着全球资本市场（见图 12）。展望未来，中美经贸摩擦虽然还在持续，但市场对此事件的免疫能力逐渐提高，市场将博弈视为长期事件，今年上海证券交易所综合股价指数（「上证综指」）、标准普尔（「标普」）500 指数涨幅均接近 20%（见图 13），同时我们也整理了自去年以来市场对相关事件的反应与最大跌幅，以上证综指为例，去年中美经贸摩擦事件发生后市场多数出现超过 10% 的波段跌幅，而今年 8 月中美经贸摩擦升级后波段跌幅收窄至 6% 左右（见图 14）。

自钢铝加征起 A 股与美股走势图（图 12）



数据来源：彭博，截至 2018/12/31

今年以来 A 股与美股走势图（图 13）



数据来源：彭博，截至 2019/09/17

中美贸易重要时点波段最大下跌幅度 (图 14)

发生时点	事件	美股标普 500	上证综合指数
2018/03	课征钢铁关税	-7.58%	-6.17%
2019/05	500 亿关税谈判期间	-1.77%	-15.01%
2019/07	2000 亿关税谈判期间	-1.89%	-9.18%
2019/04	公开课征美金 3000 亿元关税	-7.04%	-11.67%
2019/08	2500 亿关税增加至 30%	-5.85%	-6.16%

数据来源：彭博，招商银行私人银行部整理

英国脱欧方面，英国议会防止无协议脱欧法案已经立法，10月19日之前，如果英国议会未能通过任何与欧盟达成的协议或同意无协议脱欧，英国将向欧盟请求把最后脱欧期限从2019年10月底延至2020年1月底。除非英国和欧盟能达成新的协议并在英国议会通过，否则将会延期脱欧。英国脱欧问题暂时又回到了此前的状况，虽然和欧盟的新协议困难重重，但在英国下议院对首相权力形成制衡的情况下，第四季度硬脱欧风险已经降低。

新兴市场方面，近期印度和巴基斯坦两国间并不平静，8月15日在克什米尔地区边界交火，目前双方冲突仍在持续。两国战火蔓延是历史问题的积累，克什米尔位在喜马拉雅山脉一带，居民主要信奉伊斯兰教，逾70年来烽烟不断。在1949年克什米尔并入印度初期，印度政府订立宪法第370条并允许享有比印度其他各省更高独立地位，除国防、外交与税收外，可有自己专属的省宪法，因此，克什米尔印度区可视为印度的自治省，但印度今年8月5日废除1949年以来赋予克什米尔省独立于宪法之外的特殊地位，象征印度宣誓领土完全由印度所有，此举深化了印度与巴基斯坦的敌意，巴基斯坦总理汗恩表示担心印度在克什米尔进行种族清洗，反对印度废除克什米尔自治权的决定，巴基斯坦将采取一切必要措施支持克什米尔人。整体来看，此事件可视为印度总理莫迪2014年政见的体现，莫迪利用此事件整合民族情绪，今年2月印巴冲突，反而提高莫迪支持度，对印度内部整合有利。巴基斯坦仅占印度出口0.58%，印度进口0.11%，整体对经济影响不大。但由于两国均有核武器，如果局势失控将会造成波动。目前情况还不至于失控，因此，我们认为此事件虽然在第四季度仍会延续，但只要不出现大幅度升级，不至于影响全球新兴市场。

阿根廷市场仍是波动不断，今年10月27日将举行总统大选，现任总统马克里于初选仅拿到32%的支持度，而在野党总统候选人费尔南德斯则拿到47%的支持，显示马克里的财政改革政策并没有受到选民的青睐，相对之下，主张经济自治，不希望欧盟限制财政赤字过多的反对党获得选民认可。市场认为如果现任总统马克里无法当选，将影响到财政改革，也造成了股、汇、债市波动。因此，马克里为了挽救声望，于9月2日开始资本管制以防资本外逃，所有机构均须获得央行授权，才能在外汇市场购买美元，但用于外贸的情况除外。阿根廷个人每月购买美元不得超过美金1万元，另要求国际货币基金组织提早发放美金500亿元贷款，但财政赤字需控制在3%以内。我们认为阿根廷是外汇储备低且经济相对疲软的国家，短期内部不稳定的情况仍将持续。

总的来说，中美贸易谈判仍在持续，英国脱欧事件仍在上演，但事件对全球金融市场的影响正在降低，而部份新兴市场的地缘政治冲突虽对该地区有所影响，但不至于扩大，因此，预期第四季度市场对风险容忍程度增加但非完全免疫。

股票市场

在上述宏观背景下，我们对全球股票市场有如下策略建议：

(一) 美国股票

随着美国经济的放缓，美国企业获利也跟随下滑，根据预测机构 Factset 的统计，2019 上半年美国标普 500 指数企业混合获利增长（结合已公布及未公布的预估值）已连续两季进入负值（见图 15），主要原因除了是 2018 年美国减税年造成的基期垫高效应外，营业收入增长相对乏力也是主要原因之一（2019 年首两季度营业收入增长约 4%左右，明显低于一般 6%以上的增长速度）。第三季度预期获利增长相对悲观，预期只有-3.5%，即使考虑实际公布一般可超预期约 3-5%，则目前估计 2019 年标普 500 指数全年获利增长实际或仅只能录得微幅的正增长。

标普 500 指数第三、四季度企业获利仍将处于低位增长（图 15）



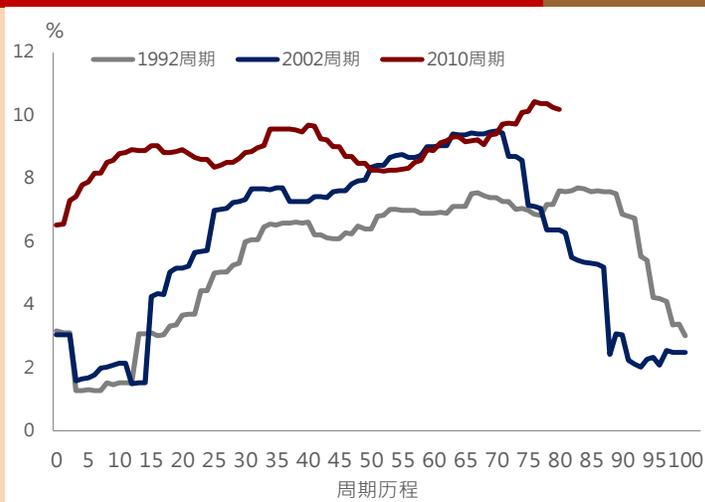
数据来源：Factset，截至 2019/9/6（周度数据）

如果细看全年获利衰退较大的板块，依序分别是能源、原材料、以及资讯科技板块，营业收入衰退较大的板块，则是原材料及能源，而资讯科技或能录得微幅正增长。原材料板块获利下跌最主要因是中美贸易摩擦导致全球化学品及塑料需求降低影响，使陶氏化学获利大幅不如前年；能源板块获利不佳则主要受到油价在 2018 年第四季度出现大幅回落影响，使埃克斯美孚、雪弗龙等大型能源股获利不佳，油价大幅滑落归结原因也是因为中美贸易摩擦导致全球增长放缓的需求不足所导致；至于资讯科技类股则主要受到苹果销售不佳、半导体产业本身在芯片价格滑落，迭加美国对华为禁止出口等不利因素，导致硬件产业整体萎缩。整体来看，中美贸易摩擦的影响是导致美股获利下滑的主要因素，而就算中美在第四季度达

成某种短期协议，但投资情绪亦需要一定时间修复，加上美联储降息、收益率下滑将影响权重较大的金融类股，因此我们判断美国企业整体营业收入获利状况在第三、四季度将处于低位，这使得美股的全年估值相对去年较难有大幅抬升。此外，估计标普 500 指数全年平均位置应该较去年微幅增长，由于标普 500 指数目前在历史相对高位，这表示未来该指数上涨的幅度或相对有限。

不过，如同我们在环球市场展望第一条主线所描述的（见页 3），美国第三、四季度 GDP 大概率还不会迈入衰退，因此美股在今年第四季度出现大幅度（超过 10-15%以上）的下跌概率应相对有限。首先考虑标普 500 指数企业目前的毛利率仍在 10%以上，是历史的相对高位，如果整理过去 25 年来的三大获利周期：1992 年至 2001 年、2002 年至 2009 年，及 2010 年至今，以 GDP 增长水平标准化周期历程来看，可发现一般来说周期进入后百分位 85，获利才会出现大幅下滑，连带带动指数出现大幅下跌，而目前标普 500 指数的获利周期约在 75-80 左右（见图 16），如果贸易环境迟迟无法扭转，推算大约仍有半年至一年左右维持高位震荡，其次虽然美国制造业采购经理人指数已经低于荣枯线的 50 以下，但失业率仍维持相对低点，统计 1990 年以来标普 500 指数未来 3 个月及 6 个月回报，对比失业率及制造业数据，可发现当失业率绝对数同比开始恶化，未来 3 个月及 6 个月回报将开始显著降低，而制造业是否低于 50 影响则相对少（见图 17），目前美国失业率仍在历史低位，因此也支撑美股在第四季度较大概率不会出现大跌。

目前标普 500 指数企业毛利率距周期尾端仍有距离（图 16）



数据来源：彭博，招商银行私人银行部整理，截至 2019/8（月度资料）

失业率状况比制造业数据更预示美股未来回报 (图 17)

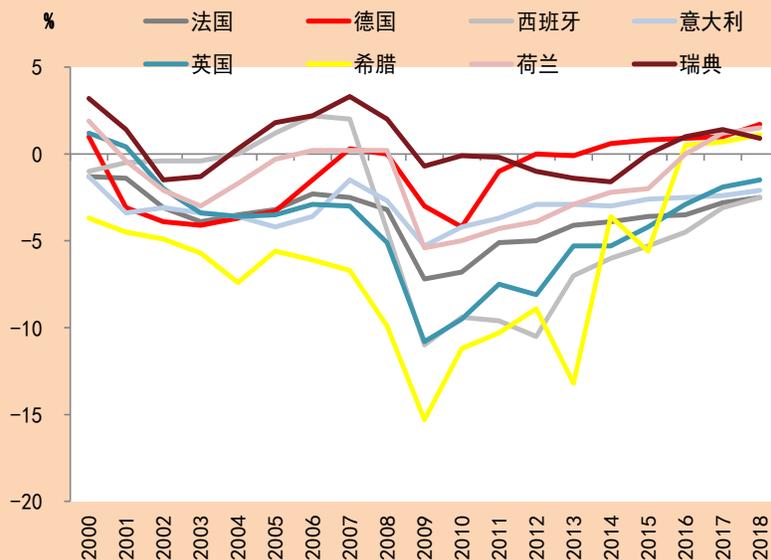
美国失业率绝对数同比	发生次数	未来 3 个月 平均回报	未来 6 个月 平均回报
改善(现值比前值低)	236	2.85	5.75
制造业 PMI 高于 50	206	2.96	5.55
制造业 PMI 低于 50	30	2.04	7.11
恶化(现值比前值高)	113	0.61	1.24
制造业 PMI 高于 50	53	0.38	1.06
制造业 PMI 低于 50	60	0.81	1.39
总计	349	2.12	4.30

数据来源：Multpl，截至 2019/9 (月度资料)

(二) 欧洲股票

欧元区经济陷入泥潭已经有一段时间，制造业 PMI 从 2019 年年初开始就已经掉到荣枯平衡线 50 以下，贸易环境的恶化对欧元区内的出口大国如德国有明显的负面影响。最近披露的德国 7 月零售销售环比跌至-2.2%的低位，显示德国居民消费也在萎靡收缩。面对企业投资和私人投资均出现下滑的棘手情景，欧央行已经于 9 月议息会议上开启了新一轮 QE 并结合了降息、定向长期再融资操作 (“TLTRO”) 等手段。但是在当前利率水平已经很低的情况下，仅在货币层面做宽松对经济的正面刺激效应已经较轻微，且可能带来一些负面效果如补贴了低效率的部门。在全球其他大型经济体都在转向财政刺激的同时，欧洲内部也有财政刺激的呼声，9 月欧央行议息会议上欧央行行长德拉吉也表示“应对德国经济衰退的风险需要在财政方面采取行动”。检视欧元区内大型经济体的财政状况，我们发现北欧国家以及德国、希腊在 2016-2018 年这段经济扩张期财政状况良好，均有财政盈余；而南欧国家、法国和英国的财政状况也出现好转，体现在财政赤字率不断缩小 (见图 18)。具体欧洲各国的财政刺激方案可能形式会有不同，如果采用政府直接支出的方式，相对减税效果会更加直接。总的来说财政刺激一旦确定实施，对股市利好的兑现会早于实体经济的好转。

欧元区国家财政盈余（正数）/赤字（负数）（图 18）



数据来源：Wind · 截至 2018 (年度资料)

我们认为欧元区制造业 PMI 有可能在第四季度低位趋稳，结束此前大幅下滑的态势。主要因为我们分析了滞后三个月的中国制造业 PMI 和欧元区制造业 PMI 的历史关联性以后，发现两者历史上有高度的相关。即中国制造业 PMI 对于欧元区制造业 PMI 来说有一定的领先性。近月来中国财新制造业 PMI 有小幅反弹，意味着第四季度欧元区制造业 PMI 有可能低位企稳（见图 19）。

欧元区制造业 PMI (图 19)



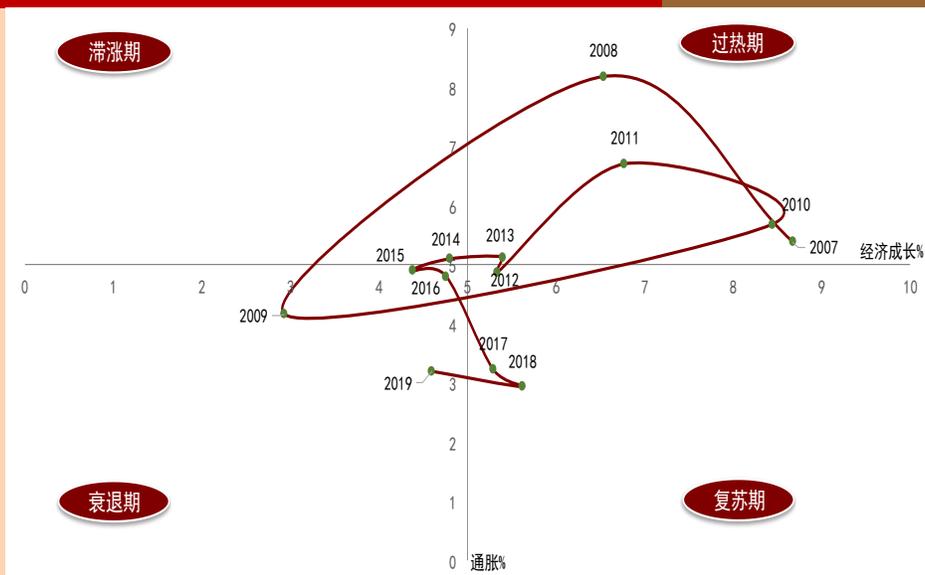
数据来源：Wind · 截至 2019/08 (月度数据)

展望第四季度，我们认为欧股有望出现阶段性的结构性行情，贸易环境和缓以及制造业 PMI 动能向上会有利于周期板块。周期板块中首选汽车（贸易敏感度高，周期性强）和银行板块（欧央行推行 TLTRO 和利率分层利好银行板块盈利）。底仓品种建议配置必须消费、医疗和公用事业板块这些业绩仍有正增长的防御性板块。

（三）新兴市场股票

我们利用美林投资时钟找出新兴市场目前的经济状况。美林投资时钟以新兴市场经济成长率与通胀水平作为衡量的二维度（见图 20），将经济分成复苏期、过热期、滞涨期与衰退期，由过去十年的经济表现得到景气周期的走势，而目前整体新兴市场经济成长在衰退期，为过去十年较疲软的阶段，而通胀水平在这段时间亦在较低的环境，也让新兴市场有实施货币政策空间，也就是说，新兴市场经济动能现阶段并不活跃，通胀水平较低，迭加发达国家美、欧、日央行等皆表态表示宽松，也让新兴市场各国在下半年启动陆续降息，如印度尼西亚、韩国、泰国、菲律宾、巴西、俄罗斯等，而印度更于上半年就开始降息，我们认为第四季降息仍是各新兴市场央行的主要方向。

新兴市场美林投资时钟图（图 20）

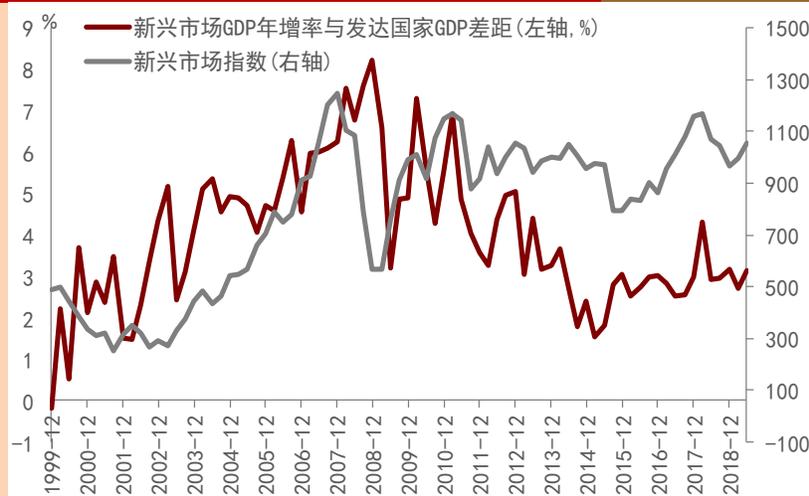


数据来源：彭博，截至 2019/06 (季度资料)

然而，我们需要讨论的是，如果新兴市场展开降息的步伐，是否对新兴市场各国的资本市场带来一波较好的契机？新兴市场在 2008 年金融危机时可说是分水岭，此前新兴市场正处于经济发展、内部结构及外资开放的发展阶段，带动新兴市场的牛市，然而金融危机发生后，发达国家以透过量化宽松与 QE 等政策积极恢复资本市场秩序，因此带来金融危机后的复苏期，但这波复苏主要是由发达国家带动，新兴市场偏向被动，也让新兴市场的股市表现不如发达国家，而利用新兴市场与发达国家的经济增长比较，新兴市场的经济增长动能在 2008 年后不如发达国家（见图 21），也是影响资金长期进入新兴市场的意愿。现在的环境较像 2012 年-2014 年的新兴市场（见图 22），该阶段经济表现疲软，但因通胀较低而让新兴市场有实施宽松货币政策的空间，但由于经济疲软，货币政策无法带来新一波的牛市，只为新兴市场股市带来支撑，换言之，新兴市场资本市场的表现与经济息息相关，新兴市场经济表现优于发达国家才有机会吸引资金，反之，若经济差于发

达国家将压抑新兴市场。因此，我们认为整体新兴市场牛市未到，但降息可为市场的带来支撑，需看个别新兴市场的经济与政策条件，或有机会较获资金的青睐。

新兴市场指数走势受经济表现影响 (图 21)



数据来源：Bloomberg · 截至 2019/06 (季度资料)

目前新兴市场经济环境较像 2012-2014 年 (图 22)



数据来源：Bloomberg · 截至 2019/06 (季度资料)

而外围环境部份，中美贸易氛围仍是影响资本市场的主要因素，若氛围不差将对全球的资本市场有所帮助，然而两国博弈的过程中若有阻碍，资本市场将面临压力。而个别市场也面临不同的情况，印度与巴基斯坦的冲突短时间仍将持续，但如此前主线分析，两国的经济往来不大，影响可控，而印度的雨季缺水的情况也已改善，此事件已消化，未来回到政策面，若大环境不差将有所支撑。而巴西市场经历亚马逊大火后对雨林生态造成极大的影响，但由于距离农产、矿产的地点较远，

对经济影响不大，但对政府处理的观感却不佳，也让欧盟与巴西将于第四季度签订的自由贸易协议可能因此生变。而巴西第四季度着重的将是财政改革养老金法案的进展，因巴西财政赤字非常严重，而第三季度众议院已通过该法案，预计第四季该法案将可于参议院通过，若此财政改革通过迭加货币政策仍处在降息趋势，巴西市场态势将较为明朗。总括来说，整体新兴市场经济表现仍受制约，外围环境的稳定性是影响因素，将着重在有政策面支撑的市场。

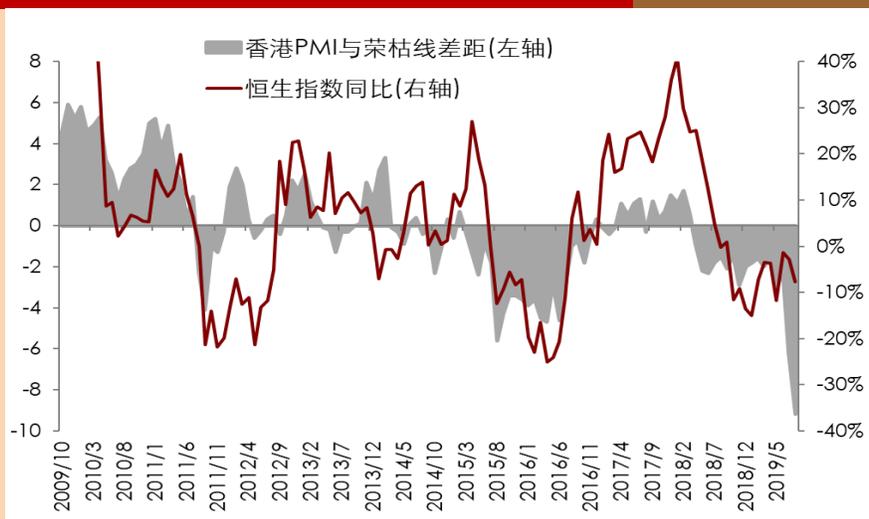
(四) 香港股票

今年以来中美贸易摩擦的一波三折仍旧是影响港股的主基调，对股市的影响主要反映在估值变化中，同时香港地缘政治事件的发酵也让全球资本对于配置港股市场有所隐忧。但站在目前的位置，特别是当港股 8 月中旬的估值重新回到去年 10 月底的低位时，我们认为短期港股风险犹存，但长期已经存在配置价值，板块的机会更多于指数的机会，目前不宜太过悲观。

1) 短期风险犹存

在预期方面，香港综合 PMI 是较好的先行指标，反映了市场对未来经济扩张或紧缩的预期，从历史来看与股市有较高联动性，在 PMI 低于枯荣线的时期，恒生指数（「恒指」）同比表现为负。最新公布的香港 8 月 PMI 仅为 40.8，创 2008 年金融危机后近 10 年新低（见图 23），显示市场对香港经济的极度悲观的预期。

香港 PMI 综合指数已经来到 10 年最低点 (图 23)



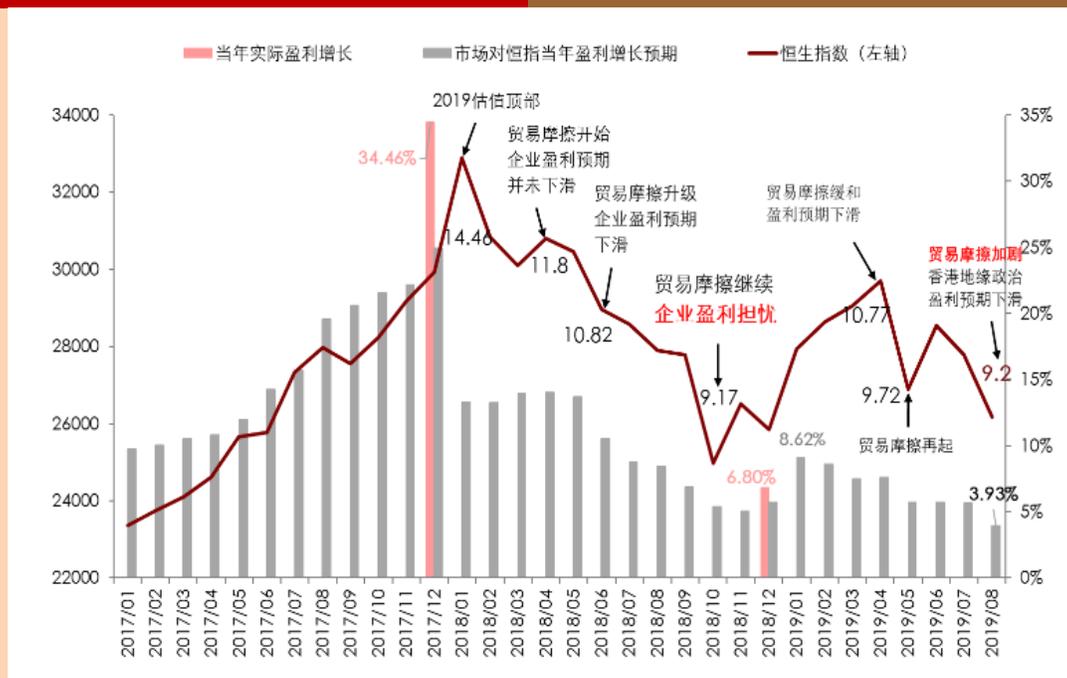
数据来源：Bloomberg · 截至 2019/8 (月度资料)

2) 长期已存在配置价值

目前港股估值已经来到接近去年最低点的位置（见图 24），估值如果要跌破目前的位置，需产生新的风险事件使市场比当前更为悲观。我们认为可能的情况只有两种：①2019 年企业盈利增长进一步下修，甚至为负值；②中美贸易摩擦进一步加剧，推升市场恐慌情绪，甚至使美股出现大跌。如果以上两种情况不发生，我们认为估值将可站稳在目前的位置，不大概率会跌破去年低点。

站在目前的位置，我们认为恒指在长周期已经存在配置价值。我们观察恒指过去 10 年的估值水平（2008 年金融危机之后，恒指 10 年处于全球股市的估值洼地），恒指第 20 百分位未来平均年回报为 12.55%，第 30 百分位年回报也有 6.31%，而 8 月 30 日恒指的动态估值处于第 25 百分位，介乎两者之间。虽然我们无法精确判断市场的底位，但从历史大数据的统计而言，恒指当前的估值在长周期的配置胜率已经较高（见图 25）。

8 月底恒指估值已经接近 2018 年最低点（图 24）



数据来源：Wind · 截至 2019/8（月度资料）

港股当前的估值已经存在长期配置价值（图 25）

估值百分位	未来平均季回报	未来平均半年回报	未来平均年回报
10	6.57%	8.93%	16.72%
20	2.29%	7.15%	12.55%
30	2.05%	5.61%	6.31%
40	0.33%	3.55%	5.67%
50	-8.31%	0.70%	0.75%
60	-8.64%	0.14%	-2.07%
70	-13.58%	-7.57%	-3.20%
80	1.24%	-3.31%	5.76%
90	4.31%	5.60%	9.71%
100	0.02%	-3.25%	-8.24%

数据来源：Wind · 截至 2019/9/16（周度数据）

3) 板块的机会更多于指数的机会

今年 5 月与 8 月因为中美两次贸易摩擦发酵期间使得市场有所回撤，同时通过我们细项研究今年以来港股的板块表现，我们发现今年港股板块风格轮动较快（图 26）。在市场下跌段防守性较强的为医疗、食品板块，同时这两个板块在市场反弹期间表现也不弱，而消费与保险板块在市场上涨和反弹期间表现亦均靠前。此外，由于博彩和资讯科技板块弹性较大，在市场风险规避期间跌幅较大，市场反弹期间涨幅亦居前。

2019 年港股板块风格轮动变化较快，板块的机会更多于指数的机会（图 26）

	1-4月	5月	6-7月	8月	9月	YTD
恒生医疗保健	恒生公用事业	香港博彩指数	恒生医疗保健	香港汽车	恒生医疗保健	
香港博彩指数	香港食品饮料与烟草	恒生资讯科技业	恒生工业	恒生能源业	香港保险	
香港保险	教育指数	香港保险	教育指数	恒生原材料业	香港食品饮料与烟草	
恒生中国内地地产	恒生中国内地银行	香港可选消费	香港食品饮料与烟草	香港博彩指数	香港汽车	
香港食品饮料与烟草	香港保险 II	香港食品饮料与烟草	香港可选消费	恒生工业	香港可选消费	
恒生资讯科技业	恒生金融业	香港汽车	香港汽车	恒生资讯科技业	香港博彩指数	
香港可选消费	恒生医疗保健	恒生医疗保健	恒生公用事业	恒生中国内地银行	恒生资讯科技业	
恒生地产建筑业	恒生地产建筑业	恒生公用事业	恒生中国内地银行	恒生金融业	恒生工业	
香港汽车	恒生中国内地地产	恒生工业	香港保险	恒生中国内地地产	恒生中国内地地产	
恒生金融业	恒生原材料业	恒生中国内地地产	恒生能源业	香港保险	恒生地产建筑业	
恒生工业	香港可选消费	恒生金融业	恒生金融业	恒生地产建筑业	恒生金融业	
教育指数	恒生工业	恒生地产建筑业	恒生地产建筑业	香港可选消费	恒生中国内地银行	
恒生中国内地银行	恒生能源业	恒生原材料业	恒生资讯科技业	香港食品、饮料与烟	恒生公用事业	
恒生能源业	恒生资讯科技业	恒生中国内地银行	恒生原材料业	恒生公用事业	恒生能源业	
恒生原材料业	香港汽车	恒生能源业	恒生中国内地地产	恒生医疗保健	教育指数	
恒生公用事业	香港博彩指数	教育指数	香港博彩指数	教育指数	恒生原材料业	

数据来源：Wind，截至 2019/9/16

总结以上看法，我们认为虽然短期港股风险犹存，但长期已经存在配置价值，引用著名投资人霍华德·马克思的话：「虽然不知将去往哪里，但我们应该知道自己身处何方」——我们无法精确判断市场的底部，但站在目前的位置，只要没有全球性的风险事件恶化，目前不宜太过悲观。

债市走势



(一) 全球利率债

第三季度全球债券市场波动较大，七月末由于美联储仅降息 25 个基点，并且没有向市场传达美联储会进一步大幅转向鸽派的言论，这种鹰派降息的货币政策迭加八月初美中贸易冲突升温，全球对经济衰退的担忧使避险情绪延续，全球主权债收益率在 7 至 8 月有较大幅度下跌，但在进入 9 月后，中美双方释出愿意进一步谈判的意愿，市场的风险偏好情绪大幅好转，虽然有部分国家第三季度的经济增长已转负，但主要经济体经济表现更多是扩张放缓而非进入衰退，因此在 7 至 8 月较悲观的经济预期实属短期的过度反应，债券收益率的大幅下行亦是，同时迭加原油市场出现风险事件，对通胀预期开始有一定提升，因此在进入 9 月经济预期修复后，收益率自低位有较大幅度回升，惟由于目前全球不论是发达国家还是新兴市场国家央行皆已开始新一轮的货币宽松周期，因此目前债券收益率仍是处于历史低位附近，而其中美债的绝对收益水平在主要国债收益率中仅低于中国（见图 31）。

世界主要各国主权债收益率曲线（图 31）

地区	2年	3年	5年	7年	10年	15年	30年
美国	1.73	1.67	1.66	1.73	1.80		2.29
加拿大	1.60	1.54	1.46	1.44	1.45		1.67
英国	0.56	0.52	0.53	0.52	0.71	0.90	1.16
法国	-0.64	-0.67	-0.58	-0.44	-0.20	0.13	0.70
德国	-0.71	-0.78	-0.73	-0.69	-0.49	-0.34	0.08
意大利	-0.15	0.06	0.36	0.62	0.94	1.47	1.98
西班牙	-0.46	-0.41	-0.20	0.01	0.27	0.69	1.16
葡萄牙	-0.61	-0.37	-0.20	0.05	0.29	0.66	1.19
瑞典	-0.59		-0.55		-0.15	0.02	
荷兰	-0.70	-0.73	-0.64	-0.54	-0.36	-0.23	0.06
瑞士	-1.04	-1.00	-0.91	-0.85	-0.76	-0.52	-0.29
希腊		0.42	0.80	1.27	1.56	1.94	
日本	-0.26	-0.26	-0.26	-0.27	-0.17	0.04	0.33
澳洲	0.90	0.88	0.89	1.01	1.15	1.35	1.71
新西兰	0.88		1.01	1.17	1.31	1.48	
韩国	1.28	1.08	1.32		1.39		1.31
中国	2.66	2.74	2.91	3.10	3.07		3.65

数据来源：Bloomberg · 截至 2019/9/12

虽然短期风险偏好上升推高收益率，还有原油市场的风险可能进一步推升油价中枢导致第四季度的通胀预期有所上升，但大国间的贸易冲突加上英国脱欧等的不确定因素使得全球企业投资骤降仍在持续，同时因为对经济扩张放缓甚至转向衰退的担忧仍随时可能再起，因此全球央行大概率仍会在第四季度采取放宽货币政策的举措，9月我们已经看到欧央行宣布降息并将在11月重启QE，而美联储也在9月份降息25个基点，同时第四季度大概率会再降息25个基点，因此若美债收益率在当前阶段大幅上升至接近目标利率水平（见图32），皆是中长期较好的配置机会。

美10年债收益率低于目标利率后降息随之而来（图32）



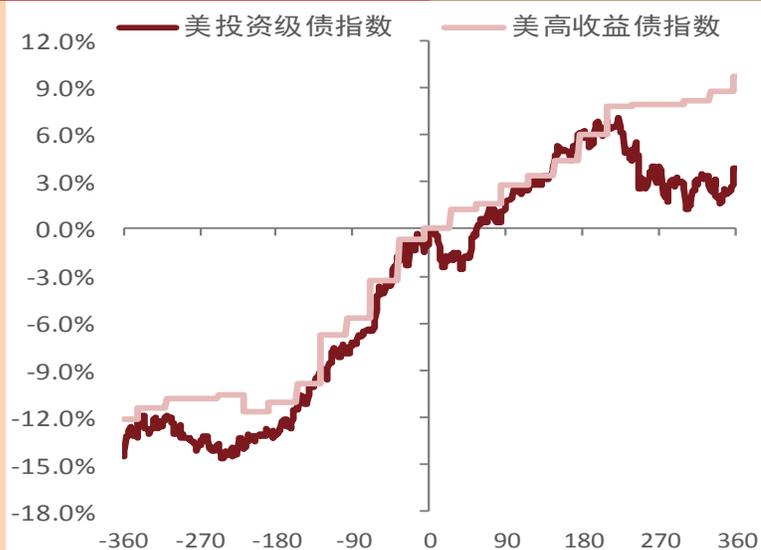
数据来源：Bloomberg，截至2019/9/12

（二）全球信用债

第三季度全球信用债信用利差呈现先走扩后收窄走势，其中投资级债表现优于高收益债，主要是第三季度整体市场受到中美贸易冲突升温影响，风险趋避意识较强，同时担心全球经济因为贸易冲突导致加速步入衰退，因此无风险利率下行并且信用利差走扩，而步入9月份，中美双方各自释出愿意继续谈判的迹象，包含美国宣布延后关税加征时间及中国宣布即将开始采购美国的大豆农产品及猪肉等，双方释出的谈判善意给予市场对于十月初中美双方在美国的谈判达成协议的概率有所上升，无风险利率自8月份低位大幅反弹，而信用利差也自8月份高点收窄。

结合目前对于市场环境及各央行政策判断，市场对中美双方达成协议的概率有所上升，即使双方仍有不可退让的底线，但或有可能可以先在双方较有共识部分达成协议，至于未有共识部分继续谈判，惟目前市场对中美的贸易冲突反应已开始钝化，若有一点利好消息都可大幅提振市场风险偏好，但我们并不会预期双方达成小部分协议便会使全球央行对于经济的预期由担忧衰退转向抑制扩张，因此全球央行大概率在第四季度仍会维持较宽松的货币政策与基调。欧央行已在 9 月份会议宣布降息同时即将于 11 月份开始新一轮的 QE，结合上述判断，在对收益率仍有一定追求的前提下，我们认为信用债在第四季度仍能提供一定程度回报，根据 1995 年预防式降息的历史经验（见图 33），只要在美联储尚未从预防式降息转向衰退式降息前，我们偏好高收益信用债，并且也观察到目前高收益与投资级债信用利差之差距也来到今年以来高点，亦接近 2012 年以来平均水平，高收益债优势逐渐显现，而因为美元债绝对收益率较欧洲高出 2-3%，所以地区方面则偏好亚洲与美国优于欧洲。

1995 年预防式降息前后一年信用债表现 (图 33)

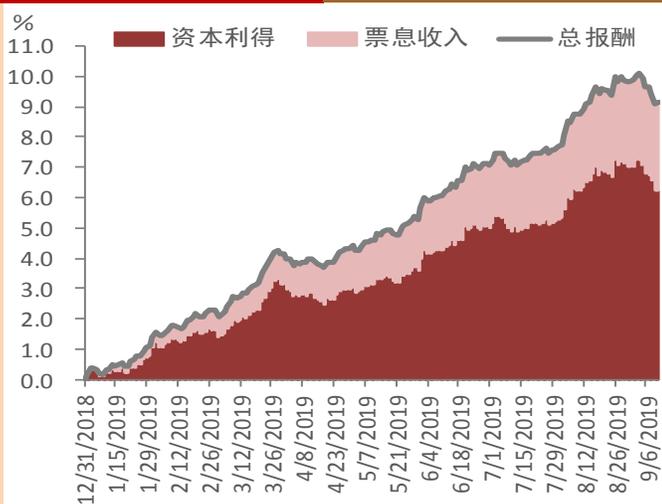


数据来源：Bloomberg，截至 2019/09/12

(三) 中资美元债

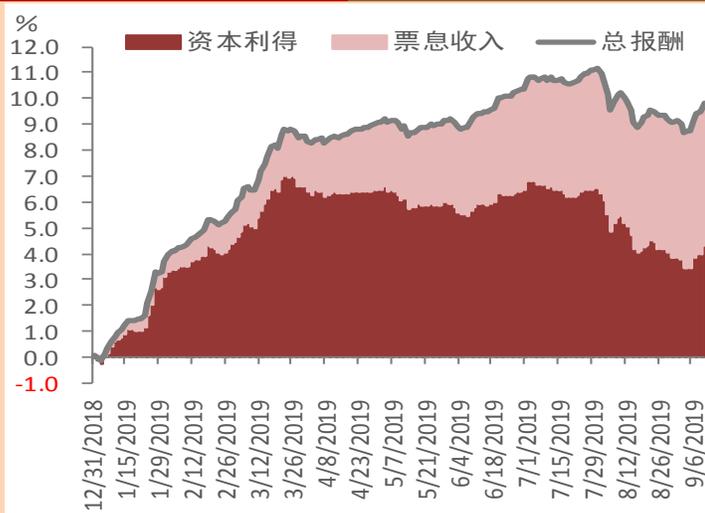
第三季度中资美元债表现分化，变动方向与全球信用债一致，投资级债因美债收益率下行幅度较多，抵消其信用利差走扩之势，使其在第三季度仍有正回报（见图 34），而高收益债则因为信用利差大幅走扩，超过了同期限美债的下行幅度，使高收益债收益率呈上升走势（见图 35）。除了受外部环境影响外，内部环境对中资美元债影响更大，在 7 月 12 日中国国家发展和改革委员会发布的 778 号文明确收紧了境内房地产企业在境外的融资渠道，同时境内不论是中央或是地方政府亦推出了一系列抑制房地产市场过热的政策，再次强调房住不炒的基调，因此虽有各类宽松政策，但也无法避免房企信用利差走扩之势。

中资美元投资级债今年以来表现拆分 (图 34)



数据来源: Bloomberg · 截至 2019/9/12

中资美元高收益债今年以来表现拆分 (图 35)

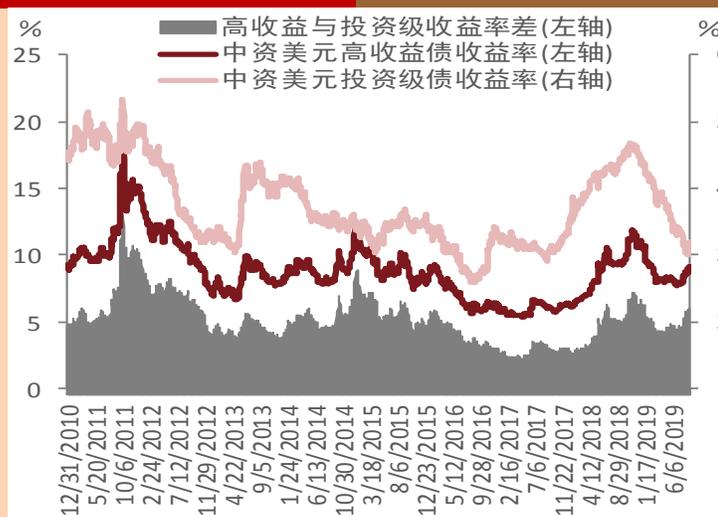


数据来源: Bloomberg · 截至 2019/9/12

观察目前中资美元债市场趋势，首先在估值方面，目前投资与高收益债呈现分化走势，投资级债估值已非常接近历史低点，而高收益债由于第三季度的走扩，目前来到 2018 年以来中间偏上位置，高收益债超投资级债同期限 2.5 倍绝对收益率（见图 36），以估值角度而言更看好高收益债。而政策方面，在中国政府仍强调房住不炒、抑制房地产市场发生泡沫情况而未见政策放松的前提下，高收益的房企债券难有资本利得，但在经济下行压力仍大的情况下，亦不致于让房企出现大规模违约情况，而境内已开始从信用宽松转向货币政策宽松，全面降准或只是第一步，未来不排除有降息可能，因此对非房

企业的企业债来说将会受惠于双宽松政策。综上所述，第四季度我们依旧看好中资美元债，整体市场受惠于境内境外同时放松的货币政策，可能出现利率利差双降走势，而高收益房企虽难有资本利得，但若避开可能违约的发行人，较高的票息收入亦能给投资组合产生一定的防御效果。

中资美元高收益与投资级债收益率差 (图 36)



数据来源：Bloomberg, 截至 2019/9/12

(四) 新兴市场债

随着发达国家美、欧、日央行偏向宽松的货币政策，美联储第四季度仍有一定的概率降息 50-75 个基点，在此宽松氛围下，新兴市场下半年也开启了一波降息潮，不仅仅是印度已於上半年降息，印尼、韩国、泰国、南非等皆加入降息的行列，让新兴市场资金宽松，有机会支撑资本市场。然而新兴市场债券仍受到经济表现制约，只有在经济表现好的情况下才具吸引资金的能力，资金面的流向仍以发达国家为主，尤以美元资产的美股、美债；以近期资金流向可知整体资金面多追求投资级债券，显示资金要求以稳定、安全为主。迭加目前新兴市场债券的利差位置在近十年第 35 百分位（见图 37），利差是在偏低位置，将来利差再缩窄赚取资本利得空间有限。因此，虽然降息潮有利新兴市场债券，但美元资产仍为强势与利差空间有限有关，我们不认为新兴市场债会展现牛市表现，尤其新兴市场债券组成中，多数降息的新兴亚洲占比有限，仅约 15%，多由拉丁美洲或新兴东欧区域组成，包括阿根廷、委内瑞拉、土耳其等基本面较差的市场，该市场内部政局极不稳定，也让资金不愿进入，因此整体的表现将受限制。总括来说，虽然发达国家与新兴亚洲以降息环境为主，但新兴市场债占比较高的拉美、新兴东欧等市场政局较不稳定，属风险性资产的新兴市场债相较于投资级债较不受资金青睐，且整体利差空间有限，因此我们认为资本利得空间非牛市环境，但新兴市场债券仍可视作派息的来源。而个别市场上可关注央行有降息空间且政经相对稳定环境的市场。

新兴市场债利差资本利得空间缩减 (图 37)



数据来源：Bloomberg · 截至 2019/8/31 (月度资料)

商品走势

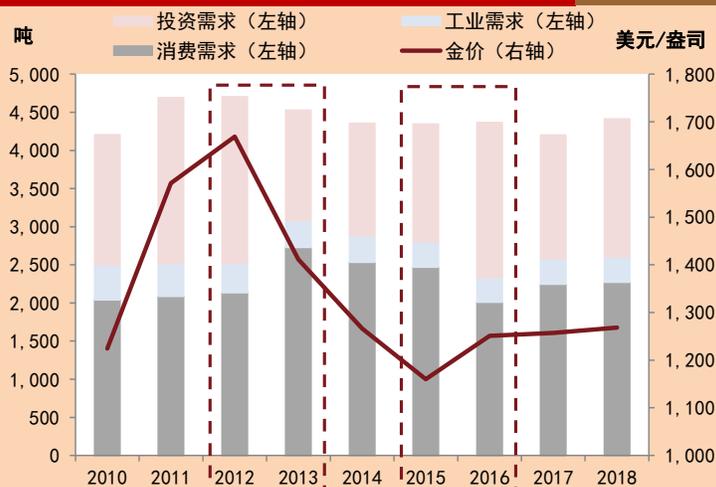


(一) 黄金：投资需求有望持续旺盛

从 2019 年年初至今，我们看到黄金和美国十年期国债实际收益率呈现高度的负相关：第二季度降息预期骤起和避险需求急增导致美国十年期国债收益率大幅下行，进入 9 月后出现反弹；与之相应的金价在第三季度首两个月快速上涨，近期虽出现回落，但整个第三季度金价的涨幅相当可观。

在金价已经上行一段时期后，后续需求增量在哪里？我们认为投资需求有望提供增量。投资需求和金价走势有较强的正相关性，而消费需求和金价走势有较弱的负相关（见图 38）：（1）2013 年金价同比大幅下行，黄金的消费需求是上涨的，投资需求则出现大幅减少；（2）2016 年黄金价格同比上行，但是消费需求是下降的，而投资需求再次出现和金价相同的上行走势。从黄金交易所交易基金（“ETF”）持仓和金价的历史数据亦可以看出两者之间的强正相关性。目前，我们认为这一波黄金价格的上涨，ETF 持仓的涨幅滞后于金价的涨幅，稍后黄金 ETF 持仓有可能继续上涨。

黄金下游需求拆分和黄金价格（图 38）



数据来源：Wind · 截至 2019/09/12

黄金作为非生息资产，投资价值高度取决于持有黄金的机会成本。全球央行近期纷纷开启降息周期，据统计，全球已有超过美金 16 万亿元的负收益率国债；70%的发达国家主权债已经是实际负利率，剩下的 30%的实际收益率也已经在 1%以下。当前持有黄金机会成本很低，且随着负利率的加深，黄金投资吸引力亦将提升。我们预计以 ETF 和各央行购买为主的黄金投资需求在第四季度有望继续提升，美国十年期国债名义和实际收益率趋势仍将向下，金价中枢仍有机会上行。

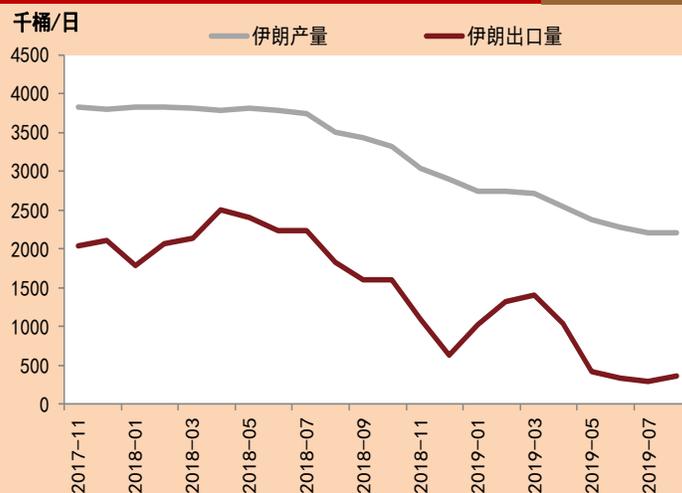
(二) 原油：油价关注焦点重回供应端

首先，石油输出国组织减产继续。虽然对需求预期的担忧持续存在，但从最新的供需平衡来看，由于石油输出国组织严格执行了减产，因此石油输出国组织实际产量低于倒算出来的供需完全平衡时需要的石油输出国组织供应量，意味着从供需基本面的情况来看，即使市场已经持续如预期下滑，但只要第四季度石油输出国组织继续执行减产，那么供需基本面不会出现大幅的供应过剩。基本假设是供需均衡，但近期地缘政治的影响有可能打破均衡，影响第四季度供应的两个大的变量在于沙特和伊朗的供应。

沙特方面：沙特油田受到武装袭击，影响 500 万桶/日的原油产能，占当前沙特产量的一半。如果后续沙特证实短期内可以复产，油价将会只是短期的波动，一旦复产有可能回吐涨幅。如果后续消息指向沙特无法很快复产，且沙特油田被持续攻击，则将是另一种情况。目前石油输出国组织剔除伊朗和沙特外的富余产能为 100 多万桶/日，加上俄罗斯和美国页岩油的富余产能也难以完全弥补沙特 500 万桶/日的降幅。如果沙特的产量两个月内无法修复，即使考虑到各国动用原油储备救市的情况，市场仍会预期原油供应紧缺（参考此前市场在伊朗刚开始被制裁时预期伊朗供应会降到零），油价后续仍有较大机会上行。

伊朗方面：从近期各方面的市场消息来看，美国总统特朗普有可能会考虑放松对伊朗的制裁，和伊朗领导人见面。如果美伊之间谈判开启，压抑已久的伊朗原油出口有可能会由低位回升。最新的 8 月数据显示伊朗的出口量已经从此前高峰时期的超过 200 万桶/日降至现在接近 30 万桶/日的水平（见图 39），因此一旦伊朗出口数量反弹，边际的增量效应很大。但是和沙特减产的事件相比，伊朗供应端可能出现增长的时间点最早也是在 2019 年年底，可预见伊朗在第四季度大部分时间原油出口仍将被压抑。整体来看，我们认为第四季度原油价格有可能呈现前高后低，需要密切观察供应端的变化。

伊朗原油产量 (图 39)



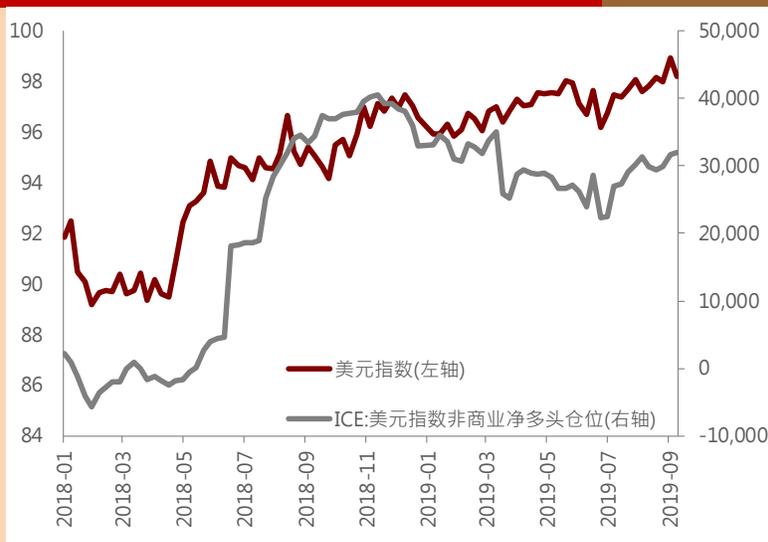
数据来源：Bloomberg, 截至 2019/8/31(月度资料)

外汇走势

美元

今年以来美元指数维持在高位，原本多数研究报告指出美联储将开启降息周期，美元应逐渐从高位开始下滑。但美元指数在第三季度却持续上涨至年内最高点 99.8 附近，如果观察市场对美元多空情绪的期货市场，可发现自 2018 年中以来，期货市场净多仓水平基本呈现相对高位的情况（见图 40），显示市场并不认同多数研究看空美元的观点，多数资金仍往美元移动。

期货市场对美元指数净多头维持相对高位（图 40）



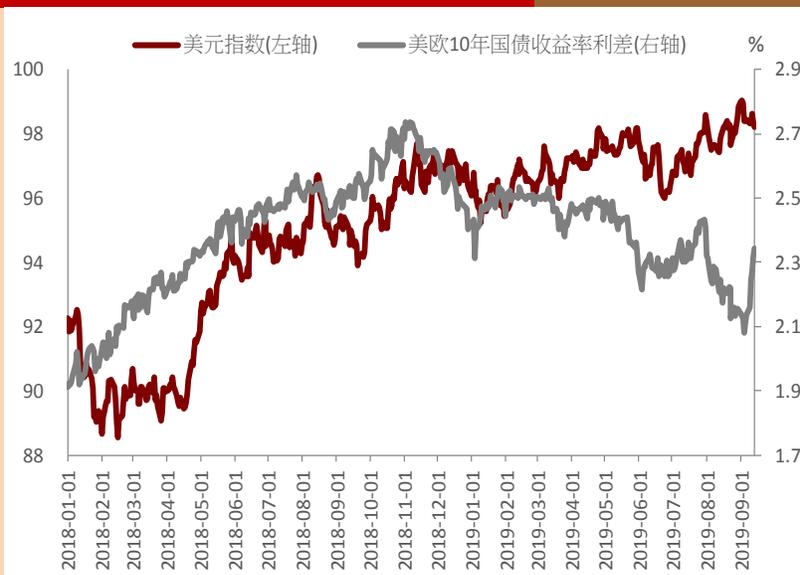
数据来源：Wind · 截至 2019/9/10（周度数据）

美元的涨跌与美联储升降息周期并非直接相关，如美联储在 2000 年开始降息，但美元在 2001 年仍上涨至 120 左右水平，就是反映资金从新兴市场撤退流回美元资产的现象；而 2008-2009 年美元上涨也是反映避险情绪高涨而对美元需求增加，因此除非第四季度市场开始流出美元资产，否则美元要出现趋势性下跌的概率仍低。

资金虽大概率仍流向美元资产，但美元要继续大幅上涨仍有很大压力：首先由于美国制造业景气下滑，预示美国经济将放缓，观察 2018 年以来美元指数与美欧经济状况，可发现美元指数与美国经济优于欧元区经济的态势有明显相关，而目前

美欧制造业景气差距已开始缩小，一定程度将压抑美元强势表现；此外影响资金流向美元的重要指标是美欧之间的长债利差，一般而言当美元收益率较高，资金会流向高利率的美元资产，反之资金会流出美元资产，但近半年以来，美欧长债利差大幅收窄，但美元仍维持相对高位（见图 41），我们认为这是因为欧日地区负利率债券存量大幅增加，导致美元资产相比其他货币资产仍具吸引力的原因，不过美元与美欧利差脱钩的现象，以历史来看不会维持很长时间，因此若美欧利差不大幅收窄，美元或也面临一定下跌压力。

美元与美欧长债利差出现脱钩（图 41）



数据来源：Wind，截至 2019/9/13

近期美元的高位引起美国特朗普总统的抱怨，部分市场揣测他将在外汇市场打压美元走势。不过美国在外汇市场干预美元，主要是透过其存在美联储的外汇稳定基金（ESF）进行操作，历史来看主要有 3 次，分别是 1995 年的墨西哥债务风暴，美国透过 ESF 购买美元稳定汇率，其次是 1998 年的亚洲金融危机，美国透过 ESF 卖出美元压制市场避险情绪对美元的需求，最后是 2000 年金融海啸市场抛售欧元，美国联合其他国家买入欧元稳定汇率。不过即使已经经历上述几次，短期或有一定程度的影响，但中长期来看都无法改变美元当时的趋势，主要是 ESF 可动用的几百亿美元资金相对外汇市场的交易量仍相对有限，因此我们认为即使特朗普对美元高位反感，但美元的走势最终仍将取决于市场对美元资产的偏好度。

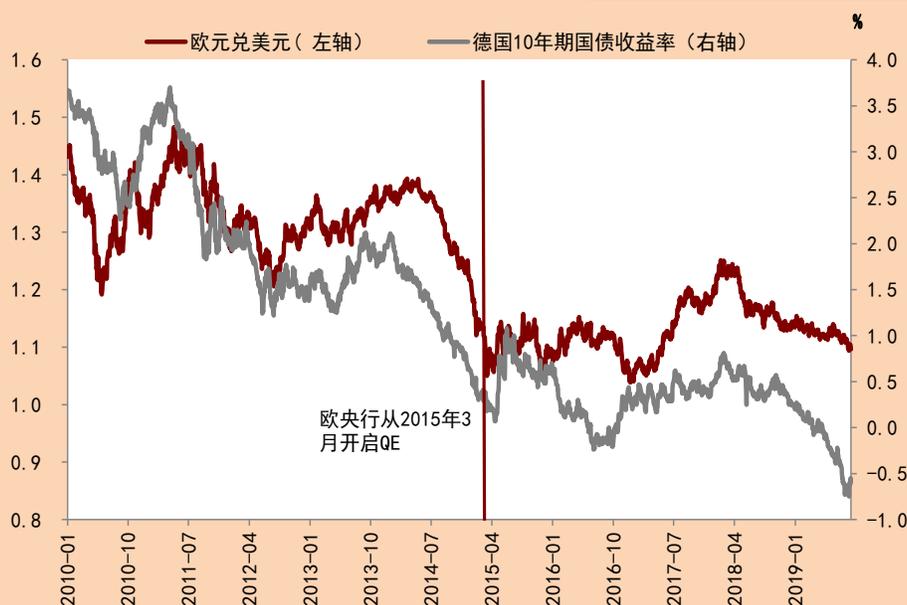
欧元

在欧央行 9 月议息会议推出了一系列的货币宽松政策（见图 42），包括：（1）重启 QE，自 11 月 1 日起每月购债欧元 200 亿；（2）下调存款利率 10 个基点至 -0.5%；（3）调整利率政策指引为“保持利率不变或者更低，直至通胀稳步靠近目标”；（4）实施利率分级制度，暂定为法定存款准备金的 6 倍额度被豁免负利率（按照 0% 实施）。

我们认为新一轮 QE 的每月购买规模虽然比市场预期的欧元 300 亿要少，但是其持续时间会比较长，按照欧央行的说法，本轮 QE “持续至开始加息才停止”。调整利率政策指引实质上也是取消了此前的时间限制，改为和通胀挂钩，并且在 9 月会议上欧央行调低了此前设定的 TLTROIII 的投放利率，实质上是比此前降了 10 个基点。调低后的 TLTROIII 投放利率为 -0.5-0%，比上一轮 TLTROII 投放利率 -0.4%-0% 要低。

从欧央行上一轮 QE 开启的前后欧元走势来看，2015 年 1 月欧央行公布要投放 QE，在欧央行公布 QE 前后欧元走势偏弱，但 2015 年 3 月开启 QE 的投放后不久，欧元和欧债收益率即在 2015 年 3 月中旬见底（见图 48）。我们预计现在到 11 月开启 QE 之前欧元有可能仍偏弱，但是 11 月正式开启之后欧元可能会有反弹。欧央行 9 月议息会议定调后，第四季度欧央行基本没有加大宽松的空间。此外由于低基期效应，欧元区通胀在 2019 年年底有可能存在翘尾效应。欧元区财政刺激政策料将逐渐吸引更多的关注，将成为第四季度的政策重点。欧元在第四季度后期有可能走强，整个第四季度的走势我们预计是先跌后涨。

欧元汇率和德债收益率走势（图 42）



数据来源：Wind · 截至 2019/9/13

日元

2019 年第 3 季日元走势反复上落，USD/JPY 最高见 109.30，最低更曾见 104.45 水平，收报 108.06，日元第 3 季微升 0.34%。

9 月日本央行维持指标利率在负 0.1% 不变，但暗示下次议息可能加推放宽货币政策。日本央行行长黑田东彦表示，虽然经济前景未迅速恶化，通胀仍然有动力向目标迈进，但由于全球经济风险加剧，决策官员认同有更大逼切性，需要放宽货币政策应对。

另外，美国贸易代表莱特希泽与日本驻美国大使杉山晋辅在白宫签署两份协议，涵盖美金 550 亿元的农业和数码贸易。其中日本会降低美金 72 亿元美国牛肉和猪肉农产品的关税，同时在六年内，将美国小麦入口免税的配额，提高至 15 万公吨，与早前美国退出的《跨太平洋伙伴关系协议》相近，而最重要是美国承诺不会向日本车加征关税。

随着美联储年内第二次减息，加上全球主要央行不断放鸽及落实减息，日元与美元及其他主要货币利差因素将减退。现时日元主要受避险情绪支持，以目前环球贸易紧张局势，中美贸易谈判看来艰辛及漫长，加上英国「脱欧」的不确定性，避险需求仍会继续令日元受惠。不过，日央行有可能加推量宽，限制日元上涨势头。技术上，USD/JPY 上方重要阻力为 109.50 水平，下方重要支持在 106.20 及 105.00，第 4 季估计 USD/JPY 仍在 105 至 110 上落。

澳元

2019 年第 3 季 AUD/USD 显著下跌，由最高 0.7082 开始下挫，最低曾见 0.6675 水平，收报 0.6749，第 3 季下跌 3.10%。10 月初澳洲储备银行（「澳储行」）进一步减息，指标利率降至 0.75% 的历史低位，符合市场预期。今次是当地继 6 月及 7 月后年内第三度减息，累计减息 75 点子。

澳储行相信是次减息将支持就业及收入增长，认为全球经济前景仍处于合理水平，但风险偏向下行，而当地消费前景是主要的不确定性。澳储行预告，会于必要时进一步采取放宽政策，支持经济增长及达成通胀目标，预期明年 2020 整体及基本通胀将略低于 2%，2021 年通胀才可升至 2% 以上。利率期货显示，市场预期澳储行在 11 月有六成机会再减息四分一厘。澳洲货币政策跟年初预期出现逆转，2019 年已减息 3 次，指标利率降至 0.75% 的历史低位，不过澳储行继续发放「鸽派」言论，并暗示可能再减息，加上中美贸易谈判如陷僵局，对澳洲出口及经济影响深远，特别是 AUD/USD 跌破 0.70 关口后，澳元整体走势转差。预期澳元走势仍受中美贸易战发展、澳洲国内楼市、GDP、失业率、国内消费及通胀率所影响，而澳储行会再观察上述因素，调整其货币政策。技术上，AUD/USD 上方阻力为 0.6900，下方支持在 0.6650 及 0.6520 水平。如经济数据没有显著改善，重上 0.70 关口以上水平机会不大，第 4 季估计 AUD/USD 将在 0.65 至 0.70 上落。

重要免责声明

本文内容包括环球动向、股票市场（香港股票除外）、债市走势由招商银行私人银行部提供，其中所引用信息和数据均来源于公开数据，招商银行私人银行部力求引用信息和数据的客观与公正，但对这些信息和数据的准确性及完整性不做任何保证，不保证该信息和数据未经任何更新，也不保证以这些信息和数据作出的任何参考观点或建议不会发生任何变更。在任何情况下，招商银行不就本文中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保，据此投资，责任自负。

本文版权归招商银行所有，未获得招商银行事先书面授权，任何机构和个人不得对本文进行任何形式的复制、发表或传播。如需引用或获得招商银行书面许可予以转载、刊发时，需注明出处为“招商银行”。任何机构、个人不得对本文进行有悖原意的删节和修改。

本报告仅代表招商银行私人银行部对中国境内资本市场的设想、分析及见解，并不代表招商银行的整体立场，亦不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别投资者特殊的投资目标、财务状况或需求。投资者应当充分考虑自身特定状况、充分考虑本文中的任何意见或建议是否符合其特定状况，并完整理解和使用本文内容，不应视本文为做出投资决策的唯一因素。招商银行及招商银行私人银行部以往任何报告、本文的内容及其准确程度不应作为日后任何报告的样本或担保。

招商银行版权所有并保留一切权利。

免责声明：本文件由招商永隆银行（「本行」）私人银行及财富管理部（「本部」）编制，旨在向招商永隆「私人银行」客户及根据香港的《证券及期货条例》第 571 章或据此制定的规则所定义的专业投资者派发。本档可能载有研究分析的文章或引述研究档，但它不是一份有监管目的的投资研究或推荐，因为它并不构成实质的研究或分析。本档的用意只是提供本部在写作日期时的观察和看法，并可能随时间改变。这些观察和看法可能与本行其他部门或附属公司或其他市场参与者的专有立场不同或不一致。本文件所载数据（包括意见及估计）乃秉诚提供，并取自于所示日期相信为可靠之数据源。然而，本行并无核实所有数据，故不应加以依赖，阁下需作出独立判断。本行并无责任更新数据或改正任何其后显现之错误。在任何情况下，本行概不作出任何陈述或保证（明示或暗示），亦不就使用本文件的任何陈述或意见而引致的损失承担责任。

投资涉及风险，本档提供的证券 / 投资产品价格可升亦可跌，甚至会变成毫无价值，过往业绩资料并非未来业绩的指标，投资者有机会损失全部投资。本档提供之任何投资建议并未考虑个别投资者的特定投资目标及 / 或财政资源，因此未必适合所有投资者。投资者应自行运用独立思考能力评估投资此等产品的适合性与涉及之风险，如认为需要，于作出任何认购或购买行动前咨询其法律、财务、税务、会计及其他独立专业顾问，以确保作出适合其本身情况（如公民权、税务限制）、投资目的、财务状况及其他独特需要的投资决定。

本档并没有获监管机构包括证券及期货事务监察委员会认可。阁下作出任何投资决定前，应详细阅读有关证券 / 投资产品的销售文件，以了解包括风险因素等详细资料。

未经本行事先许可，任何人士不得翻印、传送、传阅或派发本档给予任何管辖地区或国家的个人或法人。若分发或使用本档违反任何管辖地区或国家的法律或规例，则本档不得为任何个人或法人在该管辖地区或国家分发或使用。

自 2008 年始，招商永隆银行有限公司为招商银行集团成员。招商局集团内的公司及 / 或其高级职员、董事、代理人及雇员可能持有不时在本档所述全部或任何证券或投资的仓位，亦可能会为本身买卖全部或任何该等证券或投资项目。招商局集团内的公司可能会就该等证券提供投资服务、承销该等证券或作为该等证券的庄家。招商局集团可能会就因应该等证券或投资项目而提供的服务赚得佣金或其他费用。

© 2019 招商永隆银行有限公司 版权所有，不得翻印。

Disclaimer: This document has been prepared by the Private Banking and Wealth Management Department (“the Department”) of CMB Wing Lung Bank (“the Bank”) for distribution to the CMB Wing Lung Private Banking Clients and the Professional Investors as defined under the Securities and Futures Ordinance (Chapter 571 of the Laws of Hong Kong) or rules made thereunder. Although this document may contain some research analysis or quote research reports, it is not investment research or a research recommendation for regulatory purposes as it does not constitute substantive research or analysis. This document is intended only to provide observations and views of the Department as at the date of writing, and such observations and views are subject to change in the passage of time. Observations and views contained in this document may be different from, or inconsistent with, the observations and views of other departments or the subsidiaries of the Bank or other market participants. The information contained in this document (including information in the form of opinions or estimates) is provided in good faith and has been obtained and derived from sources believed to be reliable as at the date indicated. However, the Bank has not verified all such information and thus, it should not be relied upon in lieu of making independent judgment. The Bank may not, and has no obligation to, update the information or correct any inaccuracy which subsequently becomes apparent. The Bank does not make any representation or warranty (expressed or implied), or accepts any responsibility or liability whatsoever for a loss arising from the use of this document.

Investment involves risk, and the value of the securities/investment products may go down as well as up, or even become worthless. Past performance is not indicative of future performance. Under certain circumstances an investor may sustain a total loss of their investment. The information contained in this document and its contents may not suit every investor’s needs. Therefore, an investor should make his or her own appraisal of the risks involved in investing in securities/investment products and should consult his or her own legal, financial, tax, accounting and other independent professional advisors, to ensure that any investment decision made is suitable with regard to his or her own circumstances (including but not limited to his or her civic rights and tax restrictions), investment purposes, financial positions and any other specific needs.

This document has not been authorized by any regulatory authority including the Securities and Futures Commission of Hong Kong. Please read the relevant terms and conditions together with the risk disclosure statements in the relevant documents of the securities/investment products before making any investment decisions.

This document may not be reproduced, transmitted, circulated or distributed to any other person or entity in any jurisdiction or country without the prior permission of the Bank. This document is not intended for distribution to, or used by, any person or entity in any jurisdiction or country where such distribution or use would contravene the local law or regulation of that jurisdiction or country.

CMB Wing Lung Bank Limited has become a member of China Merchants Bank Group since 2008. Members of China Merchants Group, their senior management, directors, agents and employees may from time to time have a position (on a principal basis or otherwise); or from time to time conduct transactions in all or any of the securities or investment products mentioned herein. Members of China Merchants Group may provide services or act as an underwriter, sponsor or coordinator of any company and affiliates of such company whose securities are mentioned herein. China Merchants Bank Group may derive commission fees or other charges from providing the abovementioned services.

© 2019 CMB Wing Lung Bank Limited. All rights reserved.