

## 專家分析： G20 峰會：市場憂慮緩和，集中關注央行行動



**Vincent MORTIER**

集團副投資總監

兼亞洲（日本除外）業務



**Didier**

**BOROWSKI**

宏觀經濟研究部主管



**Monica**

**DEFEND**

策略部主管兼

研究部副主管



- **貿易戰進一步升級的最壞情況已經避開。**美國於 5 月向 2,000 億美元中國商品加徵關稅後，中國亦採取報復行動，令金融市場受壓及經濟前景下行風險增加。其後，在上月舉行的 20 國集團（G20）峰會上，中美兩國決定重啟貿易談判。短期來說，我們已避開美國對其餘約 3,000 億美元中國進口商品加徵關稅的最壞情況，假若這個情況發生，將對環球經濟造成嚴重損害。中美雙方各自作出一些讓步：美國放寬華為禁令（美國企業獲准再次向華為出售設備），中國則加大美國農產品的進口規模。
- **「寬限」期。**在環球貿易惡化的影響下，美國經濟未能倖免，製造業採購經理指數由年初的 56.6 下跌至 6 月份的 51.7，投資亦見疲弱。總統特朗普致力避免美國經濟（及投資氣氛）進一步轉壞，讓市場在貿易爭議的陰霾下爭取了一點時間，當美國臨近下屆總統競選活動時，特朗普的立場將變得強硬，貿易爭議將再度成為市場焦點。
- **市場憂慮緩和並不代表風險資產上升。**正如我們預期，G20 峰會稍為緩和市場憂慮，但並無刺激市場顯著上升，因為市場價格早已反映貿易爭議將取得若干進展，而且投資者對兩國達成全面協議依然不抱太大期望，特別是雙方日益聚焦於科技霸權議題。市場焦點將回歸經濟數據及央行政策：經濟數據繼續略見疲軟，而市場高度期望各大央行採取寬鬆措施，有關期望可能過高，最終或令市場失望。

「中美在 G20 峰會上決定暫停貿易戰，或會令市場憂慮暫時緩和，但不代表能改變局勢。」

- **新興市場及歐洲股票是貿易戰暫停的相對贏家。** 儘管中美恢復談判並無顯著改變我們整體審慎的風險評估，但我們相信 G20 峰會過後市場憂慮緩和，相對而言新興市場資產及歐洲股票可望受惠。

### 您認為日本 G20 峰會在貿易談判過程中是否起關鍵作用？

G20 峰會並無起關鍵作用，但毫無疑問，它在短期內令市場憂慮緩和。G20 峰會的結果稍為優於預期。一方面，兩國恢復談判，但並無設下新的限期，否則兩國關係可能在不久將來再度緊張；另一方面，結果反映特朗普最終採取務實態度。美國調查數據轉遜，反映假若消費者承受的壓力加劇（因購買力下降），經濟前景或會進一步惡化。事實上，消費者是最後一道防線。相對於 G20 峰會之前，特朗普似乎對採取保護主義策略的風險更深思熟慮。特朗普暫停針對華為的出口禁令（這項措施頗為出人意料），緩和科技業價值鏈面對的壓力。鑑於美方的態度軟化，中方亦承諾加大美國農產品的進口規模（暫時尚未公布詳情）。最終，我們不能斷言兩國之間的緊張局面已經消失，畢竟暫停貿易戰的協定顯然脆弱不堪。

### 貿易談判的下一步會如何發展？您認為爭議氣氛會否軟化？

驟眼看，G20 峰會的結果令人鼓舞，特朗普亦爭取到一些時間。但事實上，貿易戰暫停並無帶來甚麼轉變。最複雜的議題（知識產權、技術轉移）並未在 G20 峰會上解決。因此，中美兩國遲早將再現衝突。切勿忘記，美國正進入大選前期。美國並非只有共和黨反對中國。不論明年哪個政黨入主白宮，中美在策略性議題方面的對立，亦可能令兩國在未來多年關係惡化。故此切勿錯判形勢，目前的保護主義須持續關注。雙方達成環球貿易協議的機率非常低。最終，特朗普仍有很大機會對中國額外 3,000 億美元進口商品加徵關稅，不過未必即時實行，而且稅率可能較低（徵收 10% 關稅的機會高於 25%）。關稅的不明朗因素會維持一段長時間，對投資和貿易而言，顯然並非利好消息。

「由於最複雜的議題尚待解決，我們預期環球貿易協議的不明朗因素將維持一段長時間。」

### 在市場呼籲央行提供更多流動性期間，政局與央行的關係將如何改變？

短期而言，央行將關注是次貿易戰暫停對營商環境的影響，特別是對工業的影響。事實上，環球製造業採購經理指數自年初以來顯著轉弱，以致央行視貿易戰為主要風險。工業受壓越持久，環球需求越有可能減弱，並會對服務業產生連鎖反應。

實際上，央行自年初以來轉變措辭，主要由於貿易戰風險升溫所致。短期內，貿易戰暫停應會促使投資者抱持「觀望」態度。在低通脹的環境下，據知央行已準備就緒應對經濟前景放緩的情況，但並不急於在短時間內行動。儘管如此，關稅並非引起憂慮的唯一原因。經濟周期後段的低通脹、多國投資轉弱，以及環球債務增加，亦是已發展國家央行憂慮的問題。我們認為有關經濟體的主要利率將長期維持於低水平。

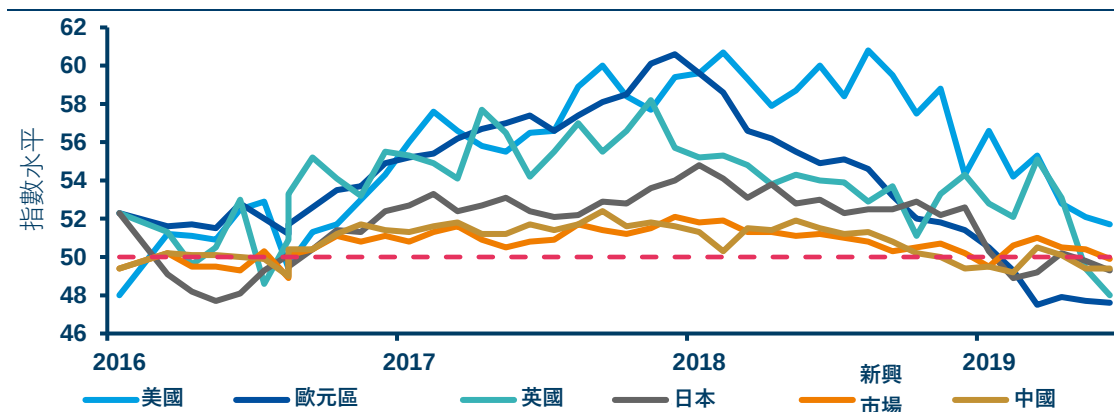
### 中美貿易關係不斷演變，如何影響您對環球經濟的基本預測？

中美角力是引致風險與不確定性的一項具體元素。然而，貿易戰暫停反映中美唇齒相依，各取所需。目前，價值鏈仍然高度融合。貿易壁壘導致消費物價驟然上漲，並不符合美國利益（進口自中國的產品顯然並非產自美國）。

「我們認為只要中美關係維持穩定，年內環球經濟放緩的情況將會仍然溫和。」

若中美關係走下坡，將令環球貿易進一步受壓，並削弱環球經濟前景，繼而導致歐洲、美國和中國的經濟增長減慢零點幾個百分點。不過，只要對貿易的壓力維持溫和，便不大可能出現經濟衰退。需注意的是，環球增長主要由內需帶動，而且消費仍受惠於主要已發展國家的勞動市場緊絀。此外，環球貨幣和財政狀況非常寬鬆。穩定經濟政策（即反周期財政和貨幣政策）的影響亦不容低估。在此環境下，我們繼續認為年內環球經濟將持續溫和放緩（預期 2019 年環球經濟增長 3.3%，並於 2020 年略為加快）。

#### 製造業採購經理指數（憂慮的原因之一）



資料來源：東方匯理根據彭博數據的分析，截至 2019 年 7 月 1 日。50 為收縮 (<50) 和擴張 (>50) 的分界線。

#### 您認為 G20 峰會對金融市場有何影響？

「並無基本因素支持風險資產從目前水平上升。」

一如市場普遍預期，G20 峰會促使中美暫停貿易戰，略為緩和市場憂慮，但並無刺激市場上升，因為市場價格早已反映貿易爭議將取得若干進展，而且投資者對兩國達成全面協議依然不抱太大期望，特別是雙方目前聚焦於科技霸權議題。

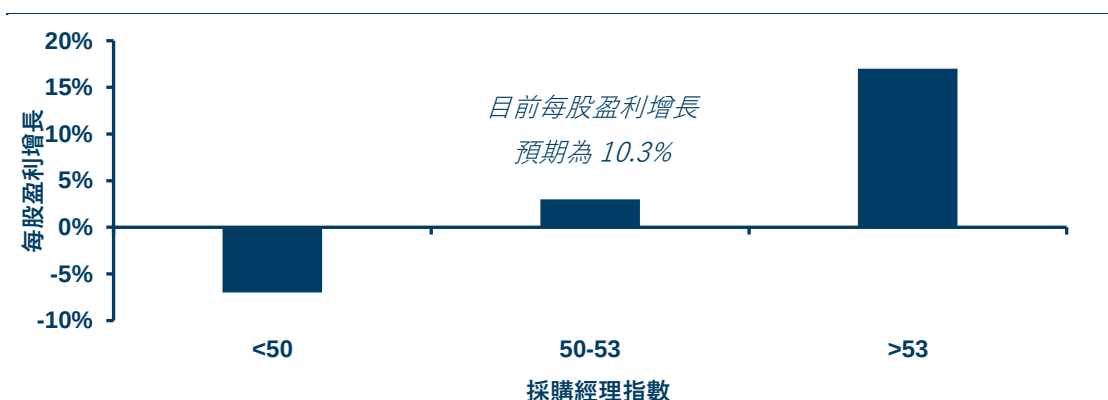
此外，中美兩國上一次於 2018 年 11 月舉行的 G20 峰會亦曾達成協議，帶動風險資產上升，但為時甚短，因環球經濟增長引致的憂慮迅速主導大市氣氛，故我們對這次峰會後風險資產的升勢保持審慎。貿易爭議升級的影響已反映於市場價格及經濟的疲弱表現之上，最終令央行的貨幣政策立場轉趨溫和。

在 6 月份，製造業活動普遍進一步放緩：中國、美國及歐洲的數據仍然疲弱，大多低於 50 的盛衰分界線。

另一方面，預計其他多項經濟數據將於未來數日公佈，應有助央行規劃路徑。市場價格反映央行將採取顯著行動，故最終結果或會令人失望。綜觀價格走勢，多國央行在 6 月採取超寬鬆立場，刺激股票指數重回本年高位，但重大不明朗因素仍可能窒礙升勢延續。具體而言，業績期將於未來數周展開，經濟放緩和貿易戰對企業財政狀況的衝擊屆時自有分曉。

根據我們的分析，若美國採購經理指數介乎 50 至 53 的區間，未來 12 個月企業每股盈利增長大概處於 3% 的水平，遠低於市場普遍預期。目前每股盈利預測為雙位數，於 7 月份業績公佈後或會被下調。預料 2019 年第四季和 2020 年上半年增長步伐加快的機會甚微。我們認為市場仍然過於鬆懈，並太過依賴央行的政策行動。

美國採購經理指數與標準普爾 500 指數每股盈利增長（未來 12 個月）



資料來源：東方匯理研究，截至 2019 年 6 月 30 日。採購經理指數和按年每股盈利，附數據樣本，1948 年 1 月至 2019 年 5 月。

因此，我們對整體風險評估保持審慎。在經濟狀況缺乏明顯改善的情況下，並無基本因素支持承險意欲大幅上升，而目前經濟亦難以顯著好轉。相對而言，貿易緊張關係暫時緩和，新興市場資產和歐洲股市可望成為主要受惠者。匯市亦可能在這個階段提供一些投資機會。與許多其他資產類別一樣，匯市一直反映較利好的預期。縱使消息好淡紛呈，匯市似乎相信美國總統特朗普所言「美國有很大機會與中國取得某方面的成果」，這就是加元、澳元和新西蘭元至今表現優秀的原因，而基於 G20 峰會的結果，相關升勢有望持續。

「新興市場資產和歐洲股市可望受惠於貿易緊張關係緩和。匯市或會在這個階段提供相當不俗的投資機會。」

#### 免責聲明

本文乃由東方匯理資產管理香港有限公司編制。本文不擬被視為要約或招攬購買或出售證券，當中包括基金股份。本文所載的觀點及/或所提及的公司不應被視為東方匯理資產管理的建議。所有意見及估計可以隨時作出更改而毋須事先通知。在適用之法律、規則、守則及指引允許的範圍內，東方匯理資產管理及其相關公司對任何因使用本文所載之資料而引致的直接或間接損失概不負責。本文只能分發予獲准接受之人仕，及任何可能接受本文而沒有違反適用法例及條例之人士。本文及所提及之網站並未得到香港證券及期貨事務監察委員會（「證監會」）的審閱。本文撰寫的目的只為提供資訊，並不代表已參考個別可能接收到本文人士的個別投資目標，財務情況及個別需求。有意投資者應就個別投資項目的適合程度或其他因素尋求獨立的意見。投資者不可單靠本文而作出投資決定。投資涉及風險。市場、基金經理以及投資的過往表現及經濟市場、股市、債市或經濟趨勢預測並非將來表現依據。投資回報以非港元或美元為單位可能因匯率波動而令投資總值下跌或上升。投資可跌可升。本文不擬提供予美國公民、美國居民或任何根據美國 1933 年證券法下的規則 S 所定義的「美國人士」。

想知更多？即上 [www.amundi.com.hk](http://www.amundi.com.hk)