

專家分析： 中美貿易戰：舉步維艱



Didier BOROWSKI
宏觀經濟研究部主管



Angelo CORBETTA
亞洲股票部主管



Abbas AMELI-RENANI
新興市場債務
投資組合經理



Francesco SANDRINI
多元資產部主管
均衡、收益及實質回報

參與撰文：

Manuele MOI
亞洲股票投資組合經理



- **近期局勢升級：**美國總統特朗普建議自9月1日起再次就價值3,000億美元的中國進口商品加徵10%關稅。鑑於中美兩國似乎已在6月舉行的20國集團（G20）峰會上達成若干共識，此消息令人感到意外。然而，貿易戰的暫停為時短暫，中國對美方行動採取一系列反制措施，包括暫停進口美國農產品和使人民幣貶值，或會令局勢進一步升級。
- **經濟影響：**環球貿易將持續受壓。現時未有理據使我們預期經濟將出現衰退，但經濟增長受到的影響將足以改變經濟政策，第一步會是放寬貨幣政策。大部份新興國家央行亦正在實施寬鬆政策。目前的風險是貿易戰演變成貨幣戰。貿易戰將改寫環球價值鏈的版圖，部份經濟體或能因此受惠於新流入的外國直接投資。
- **對新興市場的投資影響：**中美長期貿易戰導致兩國經濟放緩，或會削弱環球經濟增長。然而，這場貿易戰很可能是兩大經濟體為爭奪世界霸主之位而引發的戰爭。較著重內需和環球供應鏈重組的若干新興國家或許較能駕馭市場動盪，但其他已充份融入現有技術鏈的國家將面臨最大衝擊。投資者應迴避一切極端配置，並採取較具防禦性的部署。新興市場硬貨幣債券方面，我們認為各國央行提供的流動性將繼續帶來支持，但我們對新興市場貨幣較為審慎，特別是亞洲貨幣。
- **對資產配置的投資影響：**美國正式把中國列為匯率操縱國，但未能確定雙方將會採取甚麼具體行動。不過，投資者顯然不會樂見這些不明朗因素及其對商業決定的影響。我們正處於周期後段，我們看好美國國庫券（雖然在大幅上升後已略為降低對其看好的程度），並對股票保持審慎，因此建議投資者採取審慎策略。我們認為這一輪波動或可為新興市場和已發展市場股市帶來個別機遇。投資者亦可考慮持有黃金以緩減波幅。總括而言，在目前市場環境下，我們偏好防禦性主題。

您是否認為近期貿易戰升級是一個轉捩點？加徵關稅對環球貿易、中國經濟和環球經濟增長構成甚麼影響？

中美在 6 月底舉行的 G20 峰會上宣佈暫停貿易戰，但結果為時短暫，美國總統特朗普決定再次「挑起戰端」。到底他的策略是純粹希望產生宣告效應（首要目標是取悅他的選民），還是更根本性地與中國交鋒，已經越來越難以辨別。儘管中美兩國最終可能取得共識，但近期的事態發展顯然無助雙方於短期內達成協議。兩國關係持續緊張在所難免，至少在短期而言。現時特朗普亦難以平息局面。即使其後局勢降級，損害亦已經造成。由於貿易緊張局勢反覆和無法預測造成不明朗因素，環球貿易將持續受壓。經合組織於春季發表的宏觀經濟模擬結果顯示，貿易戰可能令先進國家的經濟增長下跌零點幾個百分點。緊張局勢亦會令環球價值鏈受阻，拖累商業投資，尤其是已發展市場和新興市場中對貿易敏感的國家。因此，製造業可能進一步轉弱。歐元區方面，德國經濟顯然對貿易最敏感。然而，歐元區整體當然無法獨善其身，畢竟其開放程度是美國的兩倍。最終，美國、歐洲和日本明年的經濟增長或會同時跌穿其潛力水平。

您認為現時出現經濟衰退的可能性是否增加？聯儲局會否加快減息步伐，以抵銷貿易戰對美國經濟造成的負面影響？

「環球貿易將持續受壓。現時未有理據使我們預期經濟將出現衰退，但經濟增長受到的影響將足以改變經濟政策。」

現階段，未有理據使我們預期經濟將出現衰退，但經濟增長受到的影響將足以改變經濟政策，第一步會是放寬貨幣政策。聯儲局可能繼續減息。事實上，市場已經預期未來 12 個月減息超過 100 個基點，但我們認為這個減息幅度過大。暫時來說，服務業和消費業表現強韌。放寬貨幣政策應能繼續支持內需，而內需亦應至少能抵銷環球貿易對國內生產總值增長造成的部份負面影響。此外，倘若經濟增長真的面臨威脅，政府將加推利好的財政政策。

美國國庫券收益率受到影響，是由於避險情緒升溫促使投資者轉投優質資產。美國長期利率下跌並非市場意料之外，因為股市自年初以來表現非常優秀，而且聯儲局已開始下調主要利率，其次，全球缺乏流動而安全的資產，美國國庫券幾乎是高評級的已發展國家中唯一提供顯著正回報的資產。值得注意的是，所有年期的債券收益率已全線下跌（十年期與兩年期債券之間的息差仍是正數）。

中國允許人民幣貶值，跌穿七算水平。此舉是否增加中國人民銀行（人行）主動利用人民幣作為貿易戰政策工具的風險？

「中國正力求把人民幣發展成儲備貨幣，將貨幣大幅貶值與此目標背道而馳。」

中國不大可能主動操控人民幣匯率，這從人行限制人民幣貶值幅度的行動已可得知。中國當局無意使人民幣大幅貶值，因為此舉可能對中國消費者造成反效果。此外，必須留意的是，中國正力求把人民幣發展成儲備貨幣，將貨幣大幅貶值與此目標背道而馳。預期人民幣將扮演地區貨幣錨的角色。

中國當局或正在設法穩定名義有效匯率，以抵銷關稅對其產品競爭力造成的負面影響。中國無法避免經濟放緩，當局亦已接受現實，並會首先採取行動維護中國的長遠利益。優先目標是確保經濟有序放緩。因此，當局推出支持內需措施的機會高於讓人民幣貶值。然而，亦不可排除當局短期內或會使人民幣進一步貶值，作為對美國和特朗普的警告。

您對主要新興市場央行的行動有何看法？

大部份新興國家央行正實施寬鬆政策。特朗普希望美元走弱，可能導致這些國家進一步下調主要利率。目前的風險是貿易戰演變成貨幣戰。在各國央行紛紛設法減息的环境下，外匯市場應會更加波動。儘管如此，投資者應謹記，中期而言貿易戰可能有利於迎接外來生產線遷入的國家。因此現時必須明辨短期影響（對所有國家都不利）與中、長期影響。貿易戰將改寫環球價值鏈的版圖。部份經濟體將能因此受惠於新流入的外國直接投資。諷刺的是，風險增加將帶來機遇。

對新興市場的投資影響

鑑於貿易戰是新興市場投資的主要風險之一，您認為新興市場股票領域（特別是中國股票）存在哪些投資機會和風險？

中美貿易戰將顯著影響環球經濟增長，尤其是日本、韓國和台灣等亞洲經濟體及拉丁美洲，因此貿易戰是投資者在投資新興市場時必須面對的主要問題之一。不幸的是，這場戰爭由最初的貿易戰逐漸演變為更像是中美霸權之戰。單以現時經濟增長年率計，中國將於未來 10 至 11 年超越美國。美國看來希望阻止此事發生，至少也盡可能減慢這個過程。因此，這場戰爭絕非純粹為貿易而戰，亦涉及科技競爭 — 美國在這個領域（尤其是半導體）仍領先中國。然而，中國科技正急起直追，並已在電動車、5G 網絡及人工智能等範疇領先全球。

部份亞洲國家較能駕馭目前市場的不穩定性。舉例說，印度將受惠於其龐大的內需型經濟，大致不受貿易戰影響。越南、泰國和印尼等其他東協國家也可能因生產設施遷離中國而受益。環球和本土利率下降將有利大部份這些國家（包括菲律賓），但美元可能走強或會造成阻力。另一方面，較趨向全球化的經濟體（例如日本、香港、南韓和台灣）可能面對不利影響，導致科技供應鏈受阻，出口亦可能受到衝擊。

行業方面，投資者可聚焦於房地產、房地產投資信託、消費及服務範疇，因為這些行業較少受關稅戰影響。不過，金融及科技業可能不利回報。鑑於未來前景難料，只要特朗普發表新帖文，市況也會迅速逆轉，因此我們認為持有極端配置是冒險的做法，投資者宜繼續採取防禦性部署。

投資者在新興市場債券尋求收益是 2019 年的重要主題之一。新興市場債券投資者應如何駕馭風險升溫？

貿易戰升級無疑增加了環球經濟增長下行風險，而人民幣走弱亦帶來環球通脹放緩的壓力。這兩項因素為環球央行提供了進一步放寬貨幣政策的空間。新興市場將面對經濟增長放緩及流動性增加而互相抵銷的影響。雖然我們對中美貿易戰非常審慎，預料短期內兩國達成重大長遠協議的機會甚微，但我們認為環球／美國經濟不會即時陷入衰退，而央行增加市場流動性將能夠抵禦衰退風險。因此，新興市場硬貨幣債券的總回報仍有進一步上升空間。本地貨幣債券方面，

「大部份新興國家央行正實施寬鬆政策。目前的風險是貿易戰演變成貨幣戰。」

「貿易戰將顯著影響環球經濟增長，尤其是亞洲及拉丁美洲。」

「印度，越南和泰國等國家能夠更好地駕馭不確定性。但是，韓國和台灣的供應鏈會有中斷的可能性。」

「環球經濟未陷入衰退，加上央行增加市場流動性，這情境可望繼續支持新興市場硬貨幣債券，但我們對新興市場貨幣採取較具防禦性的部署。」

我們對新興市場利率仍感樂觀，鑑於環球通脹面對下行風險，加上新興市場央行有進一步放寬政策的空間，相關利率可望受惠。

我們對新興市場貨幣採取較具防禦性的部署，特別是亞洲貨幣，主要由於這資產類別需要正面的增長動力支持，但我們認為目前缺乏相關動力。隨著美國對限制華為的暫緩執行措施 — 《臨時通用許可》即將於 8 月 19 日屆滿，我們將觀察美國有否放寬華為禁令的跡象，這可能是下一個觸發市場波動的催化劑。

儘管今年新興市場固定收益資產表現強勁，但看來仍較已發展市場同類資產便宜。目前，十國集團經濟體的實質收益率處於歷史負數新低。此外，隨著近期息率下跌，新興市場利率失去若干價值緩衝空間，現時實質利率已接近 2013 年「縮減量寬恐慌」水平。然而，新興市場與已發展市場之間的實質利率差距仍接近周期最闊水平。硬貨幣債券方面，我們同樣認為新興市場主權債券較美國高收益債券更能抵禦貿易戰／經濟增長放緩造成的衝擊。即使商品價格進一步下挫，但新興市場主權債券可受益於靈活匯率制度，從而有助緩和信貸指標所面對的負面影響。不論是外國或本地債券，審慎挑選都較以往更為重要。我們看好較優質的新興市場債券，並預期投資級別債券與高收益債券之間將有息差擴闊空間。

對資產配置的投資影響

從資產配置的觀點來看，您對已發展市場相對新興市場股票、美國國庫券和新興市場債券有何看法？

「我們採取防禦性部署，但同時認為最近的股市調整提供戰術性機遇，以選擇性地在已發展市場和新興市場股市物色入市良機。」

我們認為最新的局勢發展和美國其後將中國列為匯率操縱國只屬象徵性質，但對金融市場將造成實際風險。儘管雙方尚未表明將採取甚麼具體行動，但確實可能就匯率走勢進行正式磋商。繼特朗普宣佈進一步加徵關稅後，美國正式把中國列為匯率操縱國，我們必須把這兩項舉動一併考慮。上述所有發展導致市場陰霾加深，使企業推遲投資決定，最終將會影響環球貿易和經濟增長。

從多元資產的角度來看，我們處於商業周期的後段。因此，在踏入夏季之時，我們已意識到市場可能出現調整，並看好美國國庫券存續期和對股票持審慎立場。我們認為最近的股市調整提供戰術性機遇，以在已發展市場和新興市場股市下跌後選擇性增持和物色入市良機。貨幣方面，我們看好新興市場外匯的中期表現，從而與美元進行套息交易，因美元應會逐步調整至與基本因素較一致的水平。然而，由於突發的貿易戰不明朗因素導致亞洲和新興市場貨幣短期動力疲弱，我們認為宜暫時對新興市場外匯持審慎觀點。

鑑於貿易戰升級，投資者應如何緩減波幅？

投資者可以投資實金或黃金礦商股作為合適的對沖策略，以緩減風險，這將有助投資者抵禦中美貨幣戰升級。此外，投資者亦可考慮繼續看好美國存續期作為對沖，但繼息率顯著下跌後應略為縮短美國存續期。與此同時，目前平衡通脹率甚低，美國通脹掛鉤資產亦展現機遇。整體來說，市場可能暫時看好防禦性主題，而該主題與周期性行業之間的表現差距並未收窄。

「投資者可為投資組合加入黃金及增加美國通脹掛鉤資產的配置。」

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