

Active is: Sharing insights

美國聯儲局放寬政策會為風險資產帶來支持嗎？

2019年7月

2019年下半年似乎可能出現保險寬鬆週期，過往這意味著股市上升，但我們仍然傾向在風險資產市場中維持防守性的部署。

美國聯儲局下一步將放寬政策

在聯邦公開市場委員會6月份的會議上，聯儲局主席鮑威爾及其團隊發表了超乎市場預期的鴿派言論，暗示聯儲局已作好準備並願意「合適地」放寬政策。論調轉變、經濟預測及新聞發佈會均顯示美國聯儲局下一步的行動將是減息。

具體而言：

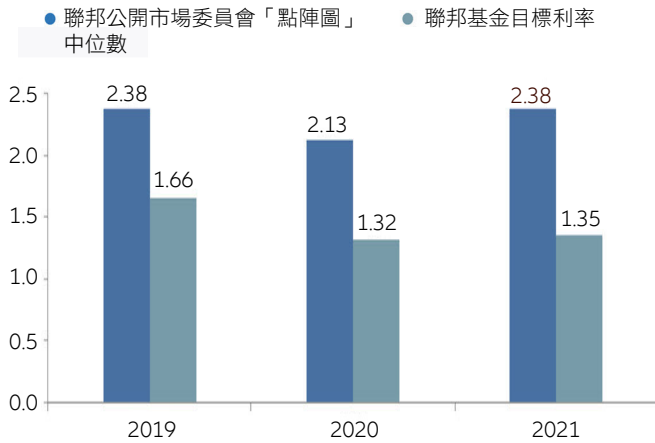
- 聯邦公開市場委員會的聲明摒棄了之前的「耐心」字眼，經濟活動再次被形容為「溫和」，環球經濟前景的不確定性「上升」。
- 聯邦公開市場委員會更新的中位數「點陣圖」顯示2020年將有一次減息，而非上次會議顯示的加息（圖1）。值得注意的是，17名委員會成員中有7名預期今年將減息50點子。
- 鮑威爾在新聞發佈會上明確指出，就聯儲局的利率路徑而言，他「將採取適當的行動」，並表示「很多參與者認為現時應採取較為寬鬆的政策」。



要點

- 美國聯儲局可能會在2019年下半年開始寬鬆週期，聯邦公開市場委員會表示其下一步行動將是減息
- 美國經濟增長正在放緩，但我們認為未來六個月不會出現經濟衰退，因此聯儲局放寬政策是一個「保險」週期
- 過往股票和定息收益在保險週期中表現理想
- 雖然保險寬鬆週期在過往錄得正回報，但我們仍然傾向於在風險資產市場中採取防守性部署

圖 1：聯儲局點陣圖及市場預期



資料來源：彭博，2019年7月

我們現時的基本預測是9月份及12月份將減息25點子，我們認為美國聯儲局的寬鬆週期很可能會在2019年下半年開始。若聯儲局希望下調利率作為保險措施，特別是在環球負收益率債務水平上升及美國收益率曲線¹持續倒置的情況下，減息最早可能於7月出現（雖然月內就業數據穩健）。

此外，雖然我們認為美國聯儲局最有可能維持每次減息幅度25點子，但在本週期內下調50點子並非不可能，這取決於數據是否急速惡化。

並非所有寬鬆週期都是一樣的：「保險」與「經濟衰退前」的寬鬆政策

尚儲局的寬鬆週期普遍對風險資產有甚麼影響？我們分析了過去八次聯儲局減息週期的數據——從1981年至2007年——並得出數個關鍵要點。

兩種類型的聯儲局寬鬆週期

我們將聯儲局的寬鬆週期分為兩大類：保險週期或經濟衰退前的週期。保險週期是聯儲局放寬政策但經濟並非處於衰退（惟經濟逆風逼近）的時期，經濟衰退前的週期則是經濟即將或已陷入衰退，聯儲局因而放鬆政策的時期。自1981年以來的八個寬鬆週期中，保險和經濟衰退前週期的數目均等，各曾出現四次（圖2）。

圖 2：聯儲局自1981年以來的保險及經濟衰退前寬鬆週期

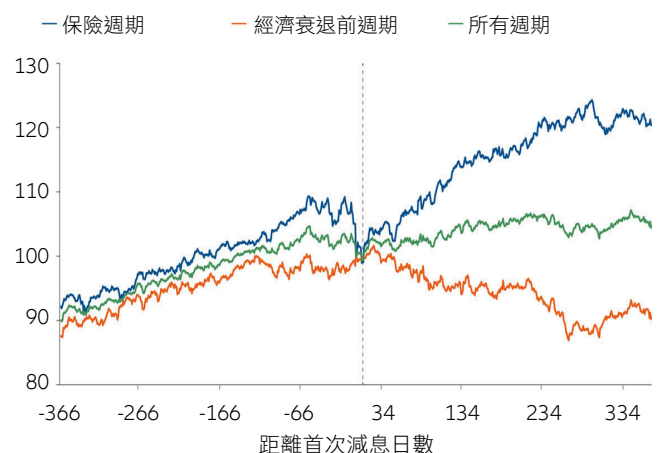
開始	結束	日數	聯邦基金目標利率%			週期類型
			開始	結束	變動	
6/1/1981	12/15/1982	562	20.00	8.50	-11.50	經濟衰退前
10/2/1984	8/19/1986	686	11.75	5.88	-5.88	保險
10/19/1987	2/10/1988	114	7.25	6.50	-0.75	保險
6/5/1989	9/4/1992	1187	9.75	3.00	-6.75	經濟衰退前
7/6/1995	1/31/1996	209	6.00	5.25	-0.75	保險
9/29/1998	11/17/1998	49	5.50	4.75	-0.75	保險
1/3/2001	6/25/2003	903	6.50	1.00	-5.50	經濟衰退前
9/18/2007	12/16/2008	455	5.25	0.25	-5.00	經濟衰退前
平均		521			-4.61	

資料來源：安聯投資環球經濟及策略，2019年6月

保險及經濟衰退前週期的風險回報

過往，保險及經濟衰退前週期的市場表現差異很大。踏入寬鬆週期後一年，標普500指數在保險週期內平均錄得20.4%的回報率，而在經濟衰退前週期的平均回報率為-10.2%（圖3）。這種差異意味著風險資產在下一輪聯儲局放寬政策期間的表現將取決於我們處於美國經濟週期的哪個階段。

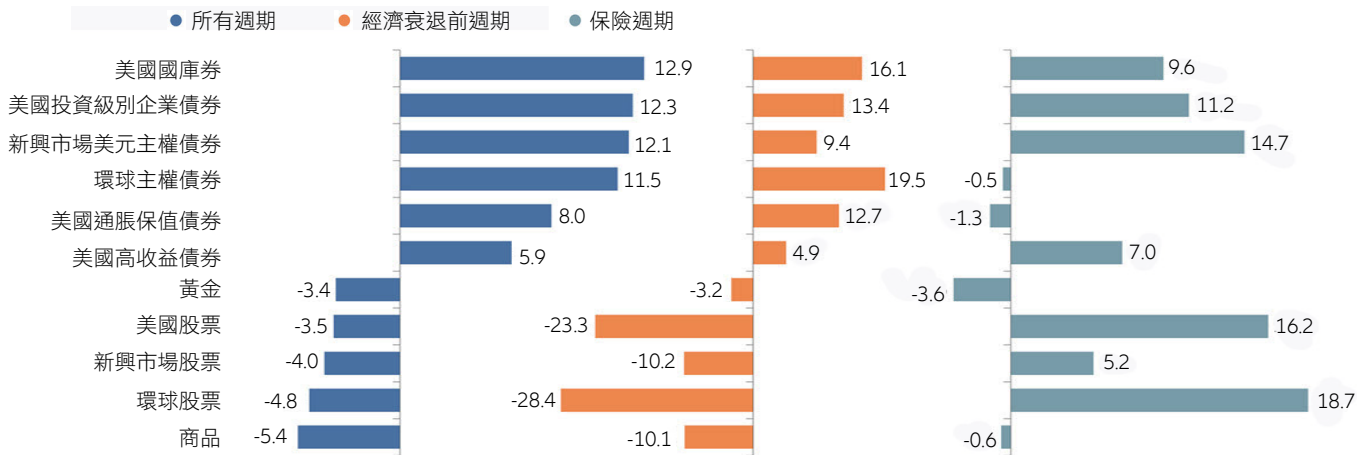
圖 3：標普500指數在首次減息前後一年的表現



資料來源：Factset，2019年6月。過往表現並不保證未來表現。指數不能直接投資。

出現這種差異的原因主要在於股票：美國、環球及新興市場股票在保險週期中的表現明顯優於經濟衰退前週期（圖4）。部分資產類別則在不同週期均有類似表現：定息收益資產在保險及經濟衰退前週期均表現理想，黃金及商品等實物資產在兩種週期均傾向表現落後。

圖 4：聯儲局減息週期期間的超額回報及現金



資料來源：安聯投資環球經濟及策略、彭博、Datastream，2019年6月

行業方面，我們發現週期性行業——如科技、工業及非必需消費品——在保險週期傾向表現理想，而健康護理及基本消費等較具防守性的領域則表現落後。經濟衰退前寬鬆週期的情況正好相反：週期性行業往往表現落後，雖然我們同時亦看到防守型行業如公用事業顯著落後（圖5）。

圖 5：標普500指數GICS行業在首次減息後一年的表現

	保險週期	經濟衰退前週期	差距
科技	39.90%	-21.80%	61.70%
健康護理	14.70%	-10.40%	25.20%
能源	16.50%	-11.40%	27.90%
金融	18.30%	-30.10%	48.40%
非必需消費品	20.30%	-13.40%	33.60%
物料	6.00%	-3.60%	9.60%
工業	23.70%	-14.80%	38.50%
基本消費	11.00%	-0.90%	11.90%
傳訊	25.30%	-25.20%	50.50%
公用事業	0.60%	-21.20%	21.80%

資料來源：Factset，2019年6月。過往表現並不保證未來表現。指數不能直接投資。

這次可能出現「保險」寬鬆週期

美國及環球經濟明顯正在減速，但預期不會轉為負增長。雖然我們認為經濟趨向脆弱，以及貿易及地緣政治等方面的尾

部風險仍然存在，但預期聯儲局即將開始寬鬆週期，我們不認為未來六個月將出現衰退風險。

預期美國的實質增長預測將會放緩，從2018年的3%下跌至今年稍高於2%，至2020年跌至2%以下。製造業採購經理指數及經合組織領先指標等亦正在減弱，標普500指數的盈利增長或會由去年的20%放緩至今年的低單位數增長。

然而，我們仍然看到經濟中一個主要領域整體仍然強勁——美國消費者，這十分重要，因為國內消費佔美國國內生產總值近70%。

儘管最近市場波動，但失業率仍接近歷史低位3.7%，消費者信心仍接近多年高位。我們亦留意到近期消費開支的上升趨勢，特別是在非必需消費品類別。利率下調亦可能為房屋及汽車銷售等主要領域帶來支持。特朗普總統與中國國家主席習近平最近在日本舉行的20國集團會議上有關關稅的消息正面，特別是對美國消費者而言，雙方同意「在平等和相互尊重的基礎上」重啟貿易談判。

重要的是，美國亦決定無限期推遲對最終3,000億美元的中國進口貨品徵收關稅，這些進口貨品主要針對紡織品、服裝及鞋類等消費品。雖然環球貿易緊張局勢仍然存在，但目前另一輪針對消費者的關稅的即時威脅已然消除。

今天的情況與1990年代相似

美國聯儲局可能在今年較後時間開始減息，我們看到現時的經濟狀況與1990年代兩次保險寬鬆週期相似。

1995年，當通脹壓力緩解時，聯儲局下調利率作為保險措施，通脹率（核心消費物價指數）從前一年的5%下降至2%-3%的範圍，失業率從5.6%下降至4.0%。今天，美國經濟的通脹和失業率在相近的水平，核心消費物價指數維持在2%的範圍內，失業率下降至數十年的低位。

1998年，聯儲局再次對經濟採取保險下調利率措施，先降低利率以緩和外部衝擊的影響——即亞洲金融風暴，這場風暴很可能會窒礙美國經濟增長。今天，有關美中貿易關係惡化及關稅升級的憂慮或可能視為類似的外部威脅，有機會導致經濟放緩，聯儲局或會透過保險減息來應對這些潛在的衝擊。

投資組合部署：維持防守性，提升投資質素

雖然聯儲局可能正著手開始保險寬鬆週期，這在過往對風險資產有利，但值得注意的是，市場在今年上半年的回報已非常強勁，標普500指數上升近18%。

過往保險寬鬆週期帶來正回報，我們認為主動管理仍然是必需的，並集中於風險市場中的防守型及優質資產。

- 我們繼續偏向在美國及環球股市採取槓鈴方式。在美國，我們看好部分過往在保險寬鬆週期中表現理想的週期性行業，包括具有長期增長主題的科技領域，如移動支付、雲端科技及網絡安全。在槓鈴的另一邊，我們傾向於較具防守性的領域，如航空航天/國防、REITs²及基本消費，這些領域在今年落後於科技行業，但在增長放緩的環境下往往表現理想。環球方面，已發展市場中我們繼續看好美國股票，亦看好部分亞洲及新興市場股市。
- 定息收益方面，我們繼續偏向提升美國投資級別及高收益債券投資的質素。在現時的低利率環境中，投資者「尋找收益」的行動持續，我們亦看到部分歐洲和亞洲高收益債券存在投資機會，特別是對以美元計價的投資者而言。此外，我們繼續看好可換股債券，其可受惠於股票的上行潛力。
- 我們增持流動性及非流動性另類投資，這些投資與股票和定息收益的相關性往往較小，是吸引的多元化來源。我們認為現週期階段利好絕對回報及長/短倉策略、私人信貸或基建債務和股票等領域。

Active is : Allianz Global Investors

著重 因而主動：安聯投資

與我們保持聯繫

hk.allianzgi.com

+852 2238 8000

搜尋

 安聯投資



讚好我們專頁 [安聯投資 – 主動同行](#)



聯繫LinkedIn帳戶 [Allianz Global Investors](#)



訂閱YouTube頻道 [安聯投資](#)

¹ 資料來源：彭博，2019年7月。指3個月及10年期美國國庫券收益率曲線。

² 資料來源：房地產信託基金（real estate investment trusts）。

投資涉及風險。投資價值及投資收益可升可跌，投資者可能無法取回全部投資本金。過往表現並非未來表現的指引。本文件乃提供市場訊息之用，僅供參考。本文並非就任何證券提供投資意見或建議或邀請或招攬買賣該等證券。

本文件所載的觀點及意見，屬發行人及／或其聯營公司在刊發之時的觀點及意見，可予以更改而毋須另行通知。所載的資料於刊載時均取材自本公司相信是準確及可靠的來源，但並不保證對其準確性或完整性對其使用所產生的任何直接或間接損失，本公司不會承擔任何責任。本文件的內容不可以任何方式影印、複製或再發佈。

本文件並未經任何監管當局審閱。如於中國大陸使用，旨在為境內商業銀行根據適用合格境內機構投資者制度的法規規則而發行的代客境外理財產品，提供輔助信息。

本文件乃透過以下安聯投資旗下公司分發：Allianz Global Investors U.S. LLC（在美國證券交易委員會註冊的一家投資顧問公司）；Allianz Global Investors Distributors LLC（在美國FINRA註冊的一家分銷商，為Allianz Global Investors U.S. LLC的聯營公司）；Allianz Global Investors GmbH（受德國Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) 監管的一家德國金融服務 (Finanzdienstleistungsinstitut) 特許提供商以及在美國證券及交易委員會註冊的一家投資顧問公司）；Allianz Global Investors (Schweiz) AG（在FINMA (www.finma.ch) 註冊作分銷及在瑞士OAKBV (Oberaufsichtskommission berufliche Vorsorge) 註冊作有關職業退休金相關的資產管理）；安聯環球投資亞太有限公司（獲香港證券及期貨事務監察委員會發牌）；Allianz Global Investors Singapore Ltd.（受新加坡金融管理局監管[公司註冊編號：199907169Z]）；Allianz Global Investors Japan Co. Ltd.（日本註冊為金融工具交易商，[公司註冊編號：The Director of Kanto Local Finance Bureau (日本註冊為金融工具交易商), No. 424, Member of Japan Investment Advisers Association and Investment Trust Association, Japan]）；以及安聯證券投資信託股份有限公司（獲金融監督委員會（台灣）發牌）。