

預料全球經濟在2019年保持增長，而且通脹偏低



祈連活(John Greenwood)
首席經濟師
駐倫敦

市場於2018年反覆波動，債市表現疲弱，股市亦曾遭大幅拋售兩次。期間，委內瑞拉、阿根廷和土耳其出現危機；英國脫歐談判持續；油價顯著上揚；美國總統特朗普多番推行貿易措施，對市場造成干擾。這全都是在美國利率正常化下出現的情況。然而，我認為2019年將趨於平靜。

雖然這些地緣政治事件對個別國家造成不利影響，但我認為最終衝擊不大，美國仍可錄得歷來最長的商業擴張周期。



市場於2018年反覆波動，債市表現疲弱，股市亦曾遭大幅拋售兩次。

美國

美國貨幣政策的寬鬆程度降低，但聯儲局並非「收緊政策」，只是把政策「回復正常」。目前政策「正常化」階段可比擬利率在1994年至1995年及2004年至2005年的中期調整。重要的是，當時商業周期於正常化過程結束後仍持續擴張多數年，而股票和房地產市場亦於加息周期完成後大幅升高。

我認為聯儲局很可能成功令美國經濟擴張周期在2019年或2020年後延續多數年，預期屆時聯邦基金利率將達致「中性」水平，即既非擴張，亦非收縮，而是與穩定擴張狀態相符的利率。這意味到了2019年7月，現有擴張階段將超越美國金融史上最長的擴張期 - 1991年3月至2001年3月歷時十年的擴張期。

金融市場普遍出現以下兩種觀點，暗示美國即將陷入經濟過熱及通脹重現，與我的看法背道而馳：

- 第一個理論是失業率偏低顯示勞工市場緊絀。這些分析師引用「菲利普斯曲線」(Phillips Curve)，指過往當失業率下跌時，工資普遍上升，通脹亦隨之走高。然而，雖然這套理論過往曾經站得住腳，但在過去三個商業周期都失效。該理論只在貨幣迅速增長，導致經濟過熱和通脹時才會成立。近年來，貨幣增長一直偏低和



重點

- 市場於2018年反覆波動，但我認為2019年將趨於平靜。
- 我認為聯儲局能成功令美國經濟擴張周期延續多數年。
- 在通脹方面，貨幣政策的影響總大於財政政策。

Consensus Economics	2018年預期		景順預測	
	實質國內生產總值	消費物價指數通脹	實質國內生產總值	消費物價指數通脹
美國	2.9%	2.5%	2.8%	2.5%
歐元區	2.0%	1.7%	2.1%	1.8%
英國	1.3%	2.5%	1.3%	2.4%
日本	1.1%	0.9%	1.1%	1.0%
澳洲	3.2%	2.0%	3.3%	2.0%
加拿大	2.1%	2.4%	2.1%	2.4%
中國	6.6%	2.1%	6.7%	1.6%
印度	7.4%	4.7%	7.4%	4.5%

Consensus Economics	2019年預期		景順預測	
	實質國內生產總值	消費物價指數通脹	實質國內生產總值	消費物價指數通脹
美國	2.6%	2.3%	2.6%	2.0%
歐元區	1.8%	1.7%	2.1%	1.8%
英國	1.5%	2.7%	1.8%	2.1%
日本	1.2%	1.1%	1.1%	0.8%
澳洲	2.8%	2.2%	2.8%	2.1%
加拿大	2.0%	2.1%	2.3%	1.7%
中國	6.3%	2.3%	6.6%	1.1%
印度	7.5%	4.9%	6.3%	4.3%

資料來源：Consensus Economics，2018年10月；以及景順，截至2018年10月15日。

穩定，因此經濟並未過熱。事實上，綜觀德國、日本或以色列，失業率亦處於歷史低位，但這些國家的工資或物價並無大幅上升。

- 第二個理論指寬鬆的財政政策導致財政赤字大幅增加，亦會引發通脹。然而，儘管特朗普推行減稅措施，並在一年內暫時性允許企業把投資開支全數支銷，刺激了短期消費和投資支出，但貨幣政策的影響一般大於財政政策擴張，意味經濟過熱及通脹未必出現。

雖然失業率偏低及特朗普推行財政刺激措施，但我認為美國經濟仍大致符合聯儲局所訂通脹達2%和全民就業的目標，這應可限制利率和通脹的上行風險，同樣亦應局限股債市場的下行風險。

貿易方面：2018年實施的關稅可能削弱貿易額，並增加美國企業和消費者的進口成本。然而，重要的是，若本土市場維持消費和投資支出，貿易措施所造成的不利影響應該輕微，主要源於兩個因素：

- 貿易主要在兩方面計入國內生產總值增長，分別是貿易差額變動及對當地物價的轉嫁影響。從貿易額來看，貿易措施未見成效，因為中國和其他出口商在加徵關稅前急於完成訂單，而相對於消費和投資對貿易額和物價的影響，進口價格變化的影響不大。

- 市場過分誇大1930年為人熟悉的《斯姆特－霍利關稅法》(Smoot-Hawley Tariff Act)教訓。過往，不少歷史學家和市場評論員錯誤把經濟大蕭條歸咎於關稅。然而，《斯姆特－霍利關稅法》所訂的稅項實施之時，正值貨幣政策出錯，才會導致內需急遽下跌。我們可以從中汲取教訓：若央行目前確保貨幣和信貸持續增長，則無需憂慮1930年代的情況重現。



若本土市場維持消費和投資支出，關稅所造成的不利影響應該輕微。

歐元區

預期歐元區將維持緊縮財政政策，因此貨幣政策是唯一可能改變宏觀經濟政策的工具。就此而言，關鍵在於歐洲央行縮減資產購買計劃（將在12月結束），以及明年有關利率的前瞻性指引。歐洲央行行長德拉吉表示不大可能在2019年夏季前上調利率。

然而，值得謹記的是，雖然量寬貨幣政策影響央行的資產負債表，而市場人士執著於利率走勢，但更重要的是銀行以外的公眾人士的手頭資金增長。理論上，商業銀行是否借出足夠貸款，使銀行存款（資產負債表的另一邊）或貨幣無須歐洲央行買債計劃也能增長，這才是當局結束買債或量寬政策的主要考慮因素。但這衍生出一個問題，因為歐元區內不少銀行仍在處理壞賬組合，並試圖累積資本，最後導致貸款增長遠低於貨幣增長。若歐洲央行結束資產購買計劃，而歐洲銀行業仍處於脆弱狀態，則意味歐元區易受名義支出再次放緩所影響，並面對通脹跌至通縮水平的風險。

英國

公眾議論焦點圍繞英國退出歐盟的談判詳情。儘管消費開支表面上似乎頗為正常，但在雙方就英國脫歐後的貿易環境達成明確協議前，投資一直放緩。倫敦的房屋價格自2018年初以來表現呆滯，而Jaguar Land Rover位於西密德蘭郡的一家廠房亦宣布，2,000名員工將轉為每周工作三天，反映英國脫歐導致企業投資顯著下跌。

此外，按實質國內生產總值計算，經濟增長由2015年至2016年的平均2.1%，降至2017年初起計六個季度平均1.5%，主要源於商業投資減慢。在市場龍頭企業釐清2019年3月後的營商環境前，其資本開支和招聘計劃將至少在一定程度上擱置。

政府在推行貨幣政策方面亦同樣躊躇不前。在年初時，英倫銀行給予明確信號，表示將會加息，行長卡尼(Mark Carney)及貨幣政策委員會在2月和5月卻投票決定不上調基準利率，但最終於8月把利率調高0.25%至0.75%。然而，貨幣和信貸增長在過去兩年持續減慢。

日本

日本經濟增長仍低於標準水平，通脹亦低於目標。儘管日本央行在五年來一直推行積極「量化和質化貨幣寬鬆」政策，但對恢復經濟增長的成效不大，尤其是在令通脹重返正常水平方面。經濟增長溫和，維持於1.0%至1.5%，主要源於人口老化，意味勞動力下降。此外，「量化和質化貨幣寬鬆」政策對銀行資產負債表增長的影響輕微，

對貨幣或信貸增長的影響亦然，因此通脹仍遠低於日本央行所訂的2.0%目標。預料2019年的變化不大。

中國和小型東亞國家

中國現正面對減債挑戰，並嘗試間歇性放寬貨幣政策以維持經濟增長（例如降低法定存款準備金率、放寬按揭借貸的宏觀審慎管控措施，以及放寬部分貨幣市場利率）。這些寬鬆政策是溫和應對減債這個重點政策的方法。

另外，實質國內生產總值放緩，並可能在2019年進一步減慢。雖然部分基本工業在2014年至2016年急跌後回升，但房屋和名義固定資產投資放緩。除非國務院修訂減債政策，否則我認為上述範疇不大可能在2019年大幅回升。對外方面，特朗普關稅至今只構成輕微影響，因為出口商趕在1月開始加徵關稅前完成付運。因此，我預期出口量將於2019年放緩，出口以美元計只錄得個位數增長。

其他東亞國家的本土消費低迷，而且出口增長減慢。展望後市，泰國和越南等部分低成本的小型經濟體可望受惠於中國製造業重新分布，但貿易緊張局勢升溫，加上國際貨幣基金組織在10月峇里會議上預測「環球經濟增長面對下行風險」，將會對整體前景造成影響。

重要信息

上述文件擬僅供景順意圖提供的人士而設，只作資料用途。它並非要約買賣任何金融產品，亦不擬且不應分派予公眾人士、或以此作為依據。不得向任何未獲授權人士傳閱、披露或散播上述文件的所有或任何部分。

上述文件的某些內容可能並非完全陳述歷史，而屬於「前瞻性陳述」。前瞻性陳述是以截至本文件日期所得資料為基礎，景順並無責任更新任何前瞻性陳述。實際情況與假設可能有所不同。概不保證前瞻性陳述（包括任何預期回報）將會實現，或者實際市況及／或業績表現將不會出現重大差距或更為遜色。

上述文件並無將任何個人的投資目標、財務狀況或其它特定需要納入考量。我們鼓勵投資者在作出投資決定之前，應考慮個人投資目標、財務狀況及需求的適切性。

閣下應注意本文件：

- 可能包含談及非本地貨幣的金額；
- 可能包含並非按照個別人士所居住國家之法律或條例所準備的財務資訊；
- 可能並未討論涉及外幣投資的風險；
- 並未討論當地稅務議題。

文件呈列的所有資料均源自相信屬可靠及最新的資料來源，但概不保證其準確性。所有投資均包含相關內在風險。請在投資之前獲取並仔細審閱所有財務資料。文內所述觀點乃根據現行市況作出，將不時轉變，而不會事前通知。有關觀點可能與景順其他投資專家的意見有所不同。

於部分司法管轄地區分發和發行上述文件可受法律限制。持有本文件作為營銷材料之人士須知悉並遵守任何相關限制。本文件並不構成於任何司法管轄地區的任何人士作出未獲授權或作出而屬違法之要約或招攬