

市场评述

无一幸免

Lesley Marks, 特许金融分析师, 首席投资策略师

“又一个人一败涂地
又一个人铩羽而归
全军覆没, 满目疮痍
接二连三, 无一幸免”

“又一个人倒下了” ——皇后乐队

随着 2018 年的艰难收关, 许多投资者乐于看到这多事的一年终于结束了。贸易紧张局势、对全球增长放缓的担忧以及对地缘政治关切继续推动着市场表现。疲弱的经济数据和跌跌不休的油价殃及高风险资产的回报。随着利率下降, 通胀担忧被置之脑后, 避险类政府债券情势随之上涨。

随着比特币泡沫的破灭, 虚拟货币在 2018 年初开始出现一波滚动修正。许多其他市场相继跟进, 回报惨不忍睹。对贸易战的担忧引发中国股市的调整行情。欧洲经济增长放缓导致股市出现回调。去年夏天, 铜等工业大宗商品的价格暴跌。油价在去年秋天下跌, 加拿大股市随之下挫。在 2018 年的大部分时间里, 美国股市一路攀升, 但自 10 月起开始修正。在交易年度的最后数月中, 美股成为表现最低迷的主要市场之一。

美国——“摇滚无止境”

12 月, 美国市场再现大幅波动。美国股市暴跌, 遭遇 2008 年金融危机以来跌幅最大的一周。在经历了有史以来最惨淡的平安夜之后, 随着道琼斯指数出现创最大单日上涨点数纪录的反弹, 美股又上演了奇迹般的翻盘。

市场担心美国经济增长放缓、与中国的贸易战一触即发以及美国政府面临的混乱局面。

在 12 月的会议上, 美联储无视来自唐纳德·特朗普总统的压力, 将基准利率上调 25 个基点, 达到十几年来最高水平。经过 2018 年的四次加息, 美联储表示将在 2019 年进行两次加息, 比预期少一次。当特朗普总统在推特上批评美联储主席杰罗姆·鲍威尔时, 华尔街对美联储的独立性受到攻击而感到不安。

投资者还担心美中之间的关税纷争——尽管暂时休兵但却前途未卜。双方面临着在三个月期限内达成协议的重任。

当三年期政府债券支付的利息高于五年期债券时，投资者惶惶不安。长期债券的利率通常较高。一旦情况颠倒——正如12月中旬发生的那样——即被称为收益率曲线反转。许多投资者认为部分收益率曲线反转是对经济信心的下降以及衰退即将到来的迹象。

12月，特朗普总统要求拨款50亿美元建造南方边界墙。国会拒绝通过这一筑墙计划并休会至圣诞假期之后。在全美210万联邦雇员中，有80多万人受到第三次政府“关门”的影响。

种种因素将美国三大指数推入修正区间（定义为较近期高点下跌10%以上）。12月底，纳斯达克综合指数滑入熊市区间（较52周高点下跌超过20%）。此次急剧下跌导致美国股市今年下半年的表现明显落后于大多数主要发达国家市场。

与此同时，美国经济的基本面依然强劲。美国商务部宣布第三季度GDP增长3.5%。11月，美国劳动力市场显示出持续活力。失业率维持在3.7%，为1969年以来的最低水平，全国新增就业岗位155,000个。商业投资和消费者支出同样呈上升之势。当前，金融市场的消沉暗淡反应与促使美联储加息的强势经济并不合拍。

加拿大——“重压之下”

加拿大央行行长斯蒂芬·波洛兹警告说，中美之间的贸易紧张局势可能形成一个滞胀环境。滞胀的特点是低增长和通胀上升，这对所有资产类别来说都是极其糟糕的消息。他对特朗普总统威胁对中国征收25%的关税尤为关切。

在12月的政策会议上，加拿大央行将目标隔夜利率维持在1.75%。它并未明确表示放弃将政策利率提高至2.5%-3.5%中性区间的目标。加拿大央行预计，一旦《美加墨贸易协定》（USMCA）签署且加拿大政府的税收优惠措施生效，商业投资有望加强。

市场并未受到这种乐观情绪的影响，而是专注于贸易战以及油价急剧下跌给加拿大经济带来的风险。阿尔伯塔省削减原油产量的决定以及石油输出国组织（OPEC）宣布减产，均未能阻止油价下滑。

随着通胀担忧的消退，整个收益率曲线（短期债券和长期债券）的利率水平有所下降。由此导致债券价格反弹。由于预期2019年只会进行两次加息而非三次加息，加元同样遭到抛售。如果美联储像其所暗示的那样，在2019年放缓加息，那么加元可能得到提振。加元在2018年收市时处于全年最低水平。

在加拿大当局依据美国的引渡请求逮捕华为首席财务官孟晚舟之后，加拿大被卷入中美贸易冲突的漩涡。中国拘留三名加拿大人以示报复（其中一人已被释放）。渥太华和北京之间的外交紧张局势十分严峻，有可能出现骤然升级。

加拿大股市未能在拖累全球股市的负面影响中独善其身；加拿大股市 12 月几乎全面下跌。尽管跌幅不及美国股市，但加拿大股市同样也未经历美国股市出现的强劲反弹。最终，加拿大股市在 2018 年收市时录得两位数的全年跌幅。

展望未来，加拿大央行针对利率的决策和石油行业危机可能会累及加拿大股市。加拿大央行可能因加息速度超过疲软经济的消化能力而铸下大错。尽管近期屡有利好消息传出，但市场持续抛售令油价一蹶不振。油价持续低迷将导致加拿大公司盈利下调。这将导致标准普尔/多伦多综合股票指数（S&P/TSX）估值水平偏高，高于目前预估 2019 年的市盈率 12。

欧洲与英国——“我要挣脱枷锁”

英国首相特蕾莎·梅推迟了脱欧协议的表决时间，以避免在议会遭遇令其颜面扫地的惨败。在党魁地位挺过不信任投票后，预计她会回到布鲁塞尔寻求让步。由于英国准备在 3 月 29 日退出欧盟，英国下议院预定于 1 月中旬就受到广泛批评的脱欧协议进行表决。

由于经济前景低迷和政府债台高筑，意大利的危机仍在继续。近期数据显示意大利经济在 2018 年末陷入衰退，第三季度国内生产总值萎缩 0.1%，是四年来的首次萎缩。意大利政府的最新进展是同意削减其庞大的支出预算，不再加大明年的巨额赤字预测。

欧洲的绝望情绪蔓延至法国，由于一项拟议的燃油税上调计划，导致总统埃马纽埃尔·马克龙的支持率骤跌。法国民众组成了一个名为“黄背心”的抗议团体，并在香榭丽舍大街的反政府示威活动中发生骚乱。之后，马克龙总统通过出台减税措施做出让步，这一举动可能将法国推向违反欧盟预算规则的边缘。

欧洲央行（ECB）在年底决定结束其量化宽松政策（旨在控制利率的债券购买计划）时表现出日益谨慎的态度。它认为全球增长和欧洲经济前景面临持续风险。欧洲央行同时表示，将加息至少推迟到 2019 年夏季。

由于“硬脱欧”（未经谈判达成协议退出欧盟）的可能性看起来更高、意大利财政困境久拖不决、巴黎抗议活动蔓延等不利因素，英国和欧洲股市继续下滑。欧元和英镑双双下跌，但随着美元持续强劲的势头开始减退而有所企稳。

中国——“演出仍将继续”

中美两国之间前所未有的贸易战几乎成为中国经济放缓的同义词。截至 2018 年收市时，上海股市成为全球表现最差的股票市场，跌幅近 25%，令投资者蒙受巨大损失。香港股市受到的影响相对较小，但在 2018 年收市时仍然深陷于负面区间。尽管如此，在这一年的最后几周里，中国股市的损失远小于世界其他主要市场。中国的市盈倍数在 2018 年萎缩近 30%，使得估值较之其他市场具有相对吸引力。

官方公布的 GDP 增长率约为 6.5%，可以看出与 2017 年相比增长放缓；然而，潜在趋势已经开始显现增长疲软。例如，发电量（代表重工业活动）的下降标志着中国制造业中心的不景气。由于美国公司抢在 1 月潜在关税加征 25% 之前竞相储备货物，中国的出口得到暂时性的推动。然而，目前的出口狂潮可能意味着未来订单需求的减少。

中国显然希望遏制关税紧张局势，并努力消除敌对状态。在 11 月举行的 G20 峰会上，中国与美国商定 90 天的宽限期。世界第二大经济体随后购买大量大豆，以示减少贸易失衡的诚意。12 月，北京还宣布了若干旨在保护在中国经营的海外公司不受知识产权侵犯的举措，这将解决特朗普总统提出的一个关键症结。

日本——“艰辛岁月”

2018 年年底，日本央行（BoJ）维持其宽松的货币政策，导致短期利率继续略呈负值。面对全球经济增长放缓、油价下滑以及中美贸易紧张局势的影响，日本央行警告称，它对推进货币刺激措施持开放态度。随着 10 月份上调销售税，日本政府需要确保适度的经济增长不受影响。

2018 年，在失业率接近历史最低纪录、低财政赤字、高劳动力参与率的有利背景下，日本经济温和增长。虽然经济增长势头强劲，通胀率仍低于央行设定的 2% 目标。

尽管全球经济增长疲软，但商业信心依然强劲。商业信心调查显示，大多数日本企业认为中美贸易战对日本经济增长的影响不大，它们仍然预计明年的资本支出会出现两位数的增长。日本股市则不那么乐观，12 月遭遇 10% 的调整。

我们的策略

我们坚持关注市场的基本属性。尽管市场出现修正，但我们认为增持股票的诸多理由仍然成立。美国经济具有良好的获利前景、创造就业机会的势头强劲且通胀处于可接受的范围内。我们预计 2019 年的经济增长放缓不会导致加拿大或美国的经济衰退。由于当前这些市场的定价体现出高度的悲观情绪，具有吸引力的估值将开启新的机遇。

结语

就全球来看，2018 年几乎没有避风港湾。年初之际，全球市场为美国税制改革带来的减税措施而欢呼雀跃。年末到来时，则深陷于世界范围的经济混乱、持续的退欧危机以及美中贸易战的泥潭。尽管不确定性上升，我们预计许多问题最终将得到解决。焦虑和忧郁很可能被平静所取代。借用一句皇后乐队的歌词来描述市场，那就是“我们处于重压之下”。

本文内容依据证券发行商的报告、统计数据和行业资讯编写而成，我们认为这些信息可靠，但并不一定准确和完整。文中所表达的观点仅代表我们当前的观点，如有变化，恕不另行通知。BMO Private Investment Counsel Inc. 对因使用文中观点或内容造成的任何损失不承担任何责任。本文中的任何信息、观点、估计和预测及其他资料不应被视为文中所提及任何产品或服务（包括但不限于任何商品、证券或其他金融工具）的出售要约、购买要约或请求，这些信息、观点、估计和预测及其他资料也不应被视为投资建议、税务建议，为达成任何交易的推荐，或是对任何交易预期收益的担保或保证。

在未向专业投资顾问征求适当建议的情况下，您不应根据或依赖于本文中包含的信息做出投资决策。

BMO（M-bar 圆形符号）、**BMO** 私人银行注册商标和 **BMO** 财富管理商标为 **BMO** 满地可银行所有，经许可使用。**BMO** 财富管理是一个品牌名，指代 **BMO** 满地可银行及其部分关联公司提供的财富管理产品和服务。**BMO** 私人银行隶属于 **BMO** 财富管理，此品牌旗下的银行服务通过 **BMO** 满地可银行提供；投资管理服务通过 **BMO** 满地可银行全资间接子公司 **BMO Private Investment Counsel Inc.** 提供；遗产、信托、规划和保管服务通过 **BMO** 满地可银行全资子公司 **BMO** 信托公司提供。