

最新美国经济衰退指标 新型冠状病毒的风险



Jeffrey Schulze
注册金融分析师
投资策略师

制造业新增订单在上月回升，但凯利投资经济衰退风险仪表盘仍显示黄色警告信号。

要点概述

- 新型冠状病毒进一步在中国以外地区扩散，使环球股市焦虑不安，美股在过去十天下跌超过 12%。
- 在疫情蔓延之前，凯利投资经济衰退仪表盘曾有所改善，货币供应及大宗商品均由黄色转为绿色。然而，毛利率由黄色转为红色，就业信心亦由绿色转为黄色。
- 鉴于新型冠状病毒爆发所带来的风险和不明朗因素升温，整体信号仍是黄色，并可能在短期内维持这个情况。

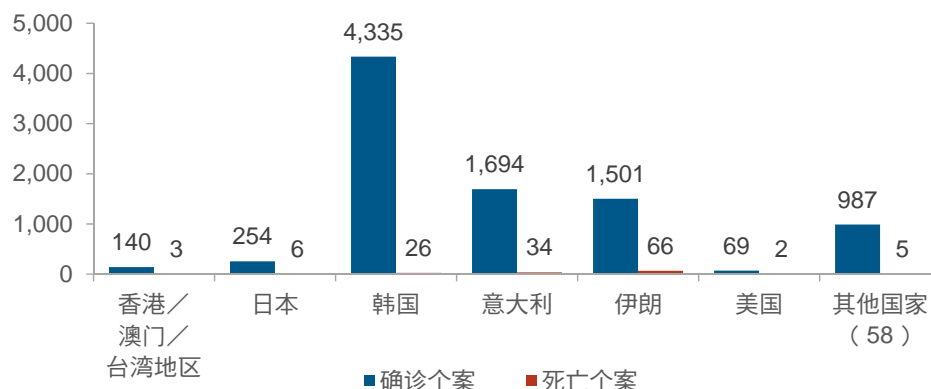


Josh Jamner
注册金融分析师
投资策略分析师

新型冠状病毒忧虑升温，使金融市场恐慌

市场在 2 月中开始出现抛售潮前，新型冠状病毒已引起不少投资者关注，但最初疫情主要局限于中国（特别是湖北省）。直到疫情开始更大规模地扩散至中国以外地区，股市才遭到抛售，最近韩国、日本、伊朗和意大利均录得大量感染病例。随着环球疫情忧虑升温，投资者纷纷撤出股市，转投固定收益及黄金等避险资产。截至 2 月 28 日，美国（标普 500 指数）和国际股市（MSCI 综合世界（美国除外）指数）分别从近期高位下跌 12.7% 和 11.8%，十年期美国国库债券收益率则下挫至 1.15% 的历史低位。尽管疫情的最终发展无人知晓，但部分人士开始怀疑这场疫情会否成为导火线，或拖垮目前市场趋势和经济扩张周期。

图 1：各地区录得的个案宗数上升

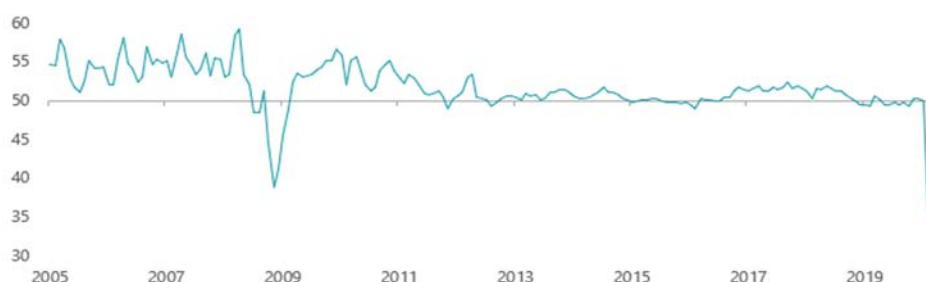


数据截至 2020 年 3 月 2 日。资料来源：彭博。

只供依据中国银行业监督管理委员会就银行代客境外理财计划颁布的有关规定，投资于由指定银行发行代客境外理财产品的投资者参考之用。请参阅末页的重要信息。

控制新型冠状病毒疫情蔓延的措施将在短期遏制经济增长，包括受影响地区的工厂停工、实施旅游限制/约束及取消公众活动。中国2月份制造业采购经理指数为35.7，低于2008年的水平（图2）。对于疫情扩散及其对商业和消费活动可能造成的干扰，金融市场日益感到忧虑。举例说，日本余下的棒球季前热身赛将会进行“无观众”比赛，意大利北部的多场甲组足球联赛亦然。除了体育之外，许多企业进一步转移至全球供应链，并改行即时库存管理系统（just-in-time inventory management），这个趋势使生产面对更大挑战。如果这些措施持续，部分停工或以减产方式营运的企业可能会面对财政压力。

图2：中国制造业急挫



数据截至2020年2月29日。资料来源：中国物流与采购联合会，彭博。过往表现并非未来业绩的保证。

如果全球消费者发现工作时数减少，甚至拿不到工资，他们将减少消费，或者根本不外出或购物。一旦出现信心危机，经济亦可能受压，在这个情况下，控制疫情的措施导致消费者却步，即使病毒本身并无直接影响他们。幸而，政策官员意识到这些风险，并正采取措施，在这艰难的时期下支持消费和企业。

大部份经济模型的设计并无计入前所未有的全球大流行疫情所造成的影响，在这方面，凯利投资经济衰退风险仪表盘亦不例外。不过，对有意在这个时期下评估风险环境的投资者来说，我们仍相信仪表盘及其信号具参考价值。对股票投资者而言，最重要的问题或许是，经济基础的强韧程度是否足以抵御新型冠状病毒造成的负面增长冲击。

图3：凯利投资经济衰退风险仪表盘

指标	2020年2月	2020年1月	2019年12月
金融			
收益率曲线	×	×	×
信贷利差	▲	▲	▲
货币供应	▲	●	●
通胀			
工资增长	×	×	×
大宗商品	▲	●	●
消费			
住宅营建许可宗数	▲	▲	▲
申领失业救济金人数	▲	▲	▲
零售销售	▲	▲	▲
就业信心	●	▲	▲
商业活动			
供应管理协会新增订单	●	●	×
毛利润率	×	●	●
卡车货运量	▲	▲	▲
整体信号	●	●	●

▲经济扩张 ●审慎 ×经济衰退

截至2020年2月29日。资料来源：凯利投资。资料来源：凯利投资、美国劳工统计局(BLS)、美联储、美国人口调查局、美国供应管理协会(ISM)、美国经济分析局(BEA)、美国化学理事会、美国卡车运输协会、美国经济咨商局，以及彭博。凯利投资经济衰退风险仪表盘于2016年1月创建。

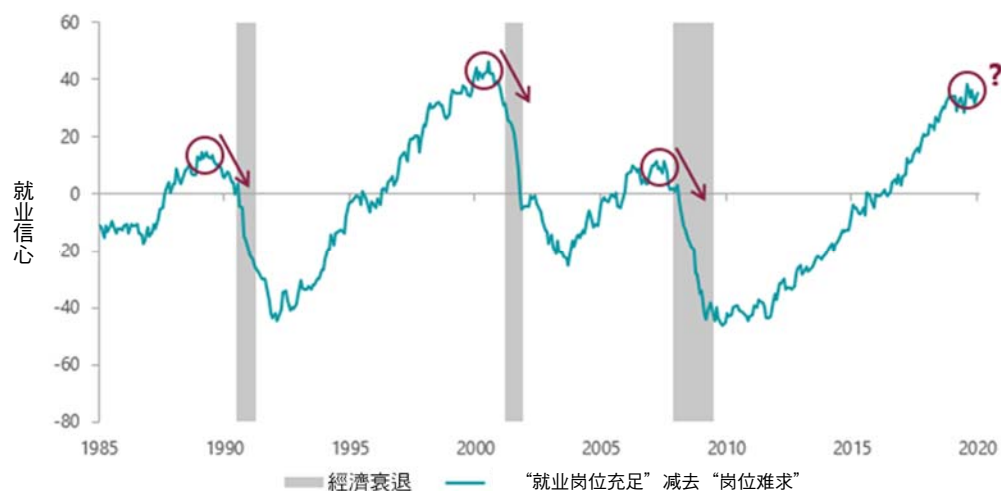
只供依据中国银行业监督管理委员会就银行代客境外理财计划颁布的有关规定，投资于由指定银行发行代客境外理财产品的投资者参考之用。请参阅末页的重要信息。

利用凯利投资经济衰退风险仪表盘，评估新型冠状病毒风险

在过去数月，仪表盘信号转趋稳健，整体信号于最近数周更几乎重返绿色或经济扩张区间。在贸易协议支持下，供应管理协会新增订单信号在上月份改善，由红色转为黄色，工资增长及住宅营建许可等多项变数亦见转佳，但信号未有转变。在本月，有两个信号由黄色转为绿色：货币供应和大宗商品。美联储扩大资产负债表规模，一直有助刺激货币供应；当局采取行动是为了避免回购利率市场出现问题，此举有助增加金融体系的流动资金，从而降低经济衰退风险。油价下跌，加上化学品和木材价格向好，均有利商品表现，而且铜材和钢铁等工业投产所使用的原材料仍相对稳定。

然而，随着疫情在最近数周明显转趋严重，仪表盘稍微转差，整体信号仍维持黄色警告区间。三项指标恶化，但颜色并无转变，反映新型冠状病毒使经济风险升温：供应管理协会新增订单、信贷利差及收益率曲线。尽管货币供应和大宗商品改善，但有两项与疫情无关的信号出现变化，使整体信号维持黄色：毛利润率及就业信心。毛利润率持续恶化，在我们监测的国民收入与生产账户中，目前信号显示为红色（之前是黄色），而标普 500 指数成份股公司的利润率则连续第二个业绩期转差。虽然工资及大宗商品改善的趋势有机会逐步减轻利润率压力，但目前企业利润仍然脆弱。就业信心亦转差，由绿色转为黄色：尽管劳工市场保持稳健，但早期压力预警信号开始响起，包括“就业岗位空缺及劳工流动调查报告”中的就业岗位空缺和就业信心数据急跌。在本月份，表示“就业岗位充足”的响应大幅减少，而“岗位难求”的回应则上升。当这项指标明显停滞不前，反映投资者宜提高警觉（图 4）。

图 4：就业信心



截至 2020 年 2 月 29 日。资料来源：美国经济咨商局、彭博、国家经济研究局（NBER）。

在不明朗因素下，或将维持整体黄色信号

展望后市，宏观环境仍好淡参差。虽然在新型冠状病毒爆发前，经济的基本趋势似乎正在改善（不计入波音客机停飞等部分一次性因素），但这未知数已为全球经济带来新一轮风险。联邦基金利率期货大幅下跌，市场价格目前反映当局将于 3 月份会议上再度降

只供依据中国银行业监督管理委员会就银行代客境外理财计划颁布的有关规定，投资于由指定银行发行代客境外理财产品的投资者参考之用。请参阅末页的重要信息。

息。尽管降息对缓和新型冠状病毒初期产生的供给端影响效用可能有限，但这或许是一个有助提振信心和稳定金融市场的重要信号。我们认为美联储可利用其他政策工具组合，以达致类似效果，例如在环球金融危机期间采用的流动性协调互换安排。这些措施让各国央行向市场发出信息，表明央行正提供充裕资金，确保环球市场平稳运作，合力避免新型冠状病毒带来的持续损害。

疫情蔓延的性质不断变化，使人难以准确预测其对需求方面造成的经济影响，但很可能削弱美国国内生产总值。在未来数月，我们认为信贷利差、零售销售、供应链管理协会新增订单、大宗商品及卡车货运量是最可能反映新型冠状病毒影响的指标。另外，此项外围事件或会延长仪表盘显示整体黄色信号的时间，而且经济在疫情影响下出现“V”形反弹的可能性似乎越来越低。有见及此，我们相信在现阶段保持审慎是合适之举，因为波幅可能加剧，正如股市在最近数周所经历的情况。

只供依据中国银行业监督管理委员会就银行代客境外理财计划颁布的有关规定，投资于由指定银行发行代客境外理财产品的投资者参考之用。请参阅末页的重要信息。

凯利投资经济衰退风险仪表盘于 2016 年 1 月创建。在 2016 年 1 月之前的信号，是参考当时相关数据在风险仪表盘中各项指标的表现。
CFA® 为注册金融分析师协会所拥有的注册商标。

重要信息：

本文件乃根据美盛子公司凯利投资的意见拟备。本文件为凯利投资分析师 Jeffrey Schulze 及 Josh Jamner 截至 2020 年 3 月 3 日的判断，或会因市场或其他因素而随时改变，亦可能与其他投资经理、专业人士及公司整体的观点或有不同。

信息来源：美盛及凯利投资。本文件由美盛资产管理香港有限公司（「美盛」）仅提供给透过中华人民共和国（「中国」）的商业银行根据中国银行业监督管理委员会相关法规发行的理财产品（「QDII 理财产品」）投资的中国投资者。投资者在投资本文件内提及的任何项目前应细阅相关文件，如有需要请透过相关中国的商业银行及/或其他专业顾问寻求专业咨询。请注意，美盛及其关联公司仅为 QDII 理财产品投资于境外基金的经理，并不获任何中国监管机构批准在中国从事业务或投资活动。

本文件只作参考用途，并不构成要约或招揽中华人民共和国的公众认购或出售任何投资项目。本文所载信息不应被视为投资、法律、税务或其他建议，亦不应作为作出投资或其他决定的依据。个别证券的提述并不构成亦不应视为购买、持有或出售有关证券的意见或任何建议，而任何有关个别证券（如有）的信息并不能构成足够依据去作出投资决定。本文件并不构成美盛、其关联公司及人士、其高级人员、职员或董事在中华人民共和国进行任何商业活动。

本文件所载观点并不拟作为对未来情况推测、或对未来业绩的保证。本文内表达的所有观点反映美盛在本文件刊发当天的观点。该等观点可随时因应市场或其他状况而更改，不会另行通知。本文件所载数据乃根据相信可靠的资料来源拟备，但并不保证资料的准确性及完整性。基金分配、持有及特性可随时更改。过往数据可能不时经数据提供者重新调整。美盛香港、其关联公司及人士、高级人员或董事可能就本文件所载的证券的认购或出售有利益关系。

投资附带风险。过往表现并不预示未来业绩。美盛、其关联公司及人士、其高级人员、职员或董事对任何因使用本文件或其内容而引致的任何损失概不负责。本文件的内容属保密资料及专有内容，仅供收件的客户使用，并且不得在未得到美盛的书面同意下以任何方式复制、派发或发表。本文件可能在某些地区限制派发。任何人士管有本文件应就有关限制详情征询意见，并遵守该等限制（如有）。
CN2003007

只供依据中国银行业监督管理委员会就银行代客境外理财计划颁布的有关规定，投资于由指定银行发行代客境外理财产品的投资者参考之用。