



# 2018 投資展望





祈連活 (John Greenwood)  
Invesco Ltd. 首席經濟師  
駐倫敦

新年將至，我們有信心全球主要經濟體系，將繼續展現實力和韌力。美國經濟應會引領在前，凝聚歐元區的上行動力，及全球貿易重拾增長的勢頭。另外，發達經濟體系（成熟經濟體系）可望擴張，為出口導向的東亞製造業經濟體系和生產商品的其他新興國家帶來利多（利好）影響。



美國經濟應會引領在前，凝聚歐元區的上行動力，及全球貿易重拾增長的勢頭

### 美國

就業市場強勁（9月份失業率降至4.2%的16年低位），加上通貨膨脹溫和，將能支持2018年的實質國內生產總值適度增長。美國經濟預期將於2018年實質擴張2.2%。

在2017年的大部分時間，通貨膨脹一直低於美聯儲（聯儲局）的目標。美聯儲（聯儲局）理事和聯邦儲備銀行行長，把這個情況歸因於手機服務合約的價格一次性下調和其他特殊事件，強調通貨膨脹低於2%目標水平的情況只是「暫時性」。不過，經歷幾個月的價格疲弱後，價格純粹暫時變化的說法開始失去可信性。關鍵時刻將在2018年春季出現，因為屆時的2017年價格跌幅將出現同比下跌。我認為問題的根本在於貨幣和信貸增長放緩。然而，只要核心通貨膨脹在2018年再次走高，預期價格輕微疲弱不會造成重大傷害。

在這個環境下，美聯儲（聯儲局）維持利率逐步正常化（不是收緊）的政策，並在2017年9月宣佈開始跟隨計劃縮減資產負債表規模的計劃。與聯邦公開市場委員會聲明同時發表的「點陣圖」顯示，美聯儲（聯儲局）可能在2017年12月再次升息，而2018年將繼續三次加息（每次0.25%）。換言之，聯邦基金利率將在2018年底介乎2.0%至2.25%。

美聯儲（聯儲局）縮減資產負債表的計劃，將於2018年凝聚動力。起初，當局在2017年第四季度每月縮減100億美元，而縮減金額預計將在2018年第四季度，增至每月500億美元。這個情況下，私營機構需要代替美聯儲（聯儲局）持有這些證券，美國財政部和政府機構，必須因應擴大拍賣規模。然而，每月額外出售500億美元債務證券，或會形成長期利率上升、財政狀況緊縮和遏抑銀行信貸與貨幣增長的風險。由此看來，美聯儲（聯儲局）需要審慎行事。

我們有充分理由相信，美國現時的擴張動力仍可持續，可能成為美國金融史上最長的商業擴張週期。這個持續上升時期將超越1991年3月，至2001年3月所創的120個月谷底至高峰擴張期（trough-to-peak expansion）紀錄（由國家經濟研究局量度）。唯一的實質威脅是美聯儲（聯儲局）和其他央行可能做出錯誤決定，在貨幣政策正常化的階段過度收緊利率。如果利率過度緊縮，經濟將於2018年至2019年出現實質的放緩風險，多個主要經濟體系的通貨膨脹率將持續低於目標。雖然這不是我的想法，但投資者必須提防其可能性。

### 歐元區

歐元區的經濟活動擴張動力終於追上其潛在的增長勢頭，主要受到歐洲央行在2015年3月起推行的資產購買計劃，和貨幣供應（M3）相應加速增長的帶動。為確保經濟動力得以維持，商業銀行提供信貸的步伐必須比現水平快。否則，當歐洲央行開始縮減購買資產的規模，信貸增長將明顯減少。

雖然這個單一貨幣區的經濟或許已經復甦，但支持歐元區M3貨幣供應繼續增長5%或以上的基礎。上述水平是在貨幣收入流通速度或貨幣相對於收入的周轉率每年下跌1%後，我認為實質增長及通脹仍可達2%的最低要求。仍然相當疲弱。有鑒於此，收縮量化寬鬆購買計劃的風險，在於M3貨幣供應或會再次出現具破壞性的放緩，導致通貨膨脹率進一步遠離歐洲央行的「低於但接近2%」目標。由於M3貨幣供應增長不足，通貨膨脹預期在未來一年，將繼續低於目標水平。



### 重點

- 美國現時的擴張動力預期仍可持續，可能成為當地歷來最長的擴張期
- 歐元區的經濟增長動力正在轉強，但信貸增長如果放緩，將形成阻力
- 全球貿易溫和增加，可望支持亞洲經濟體系(包括中國在內)

## 英國

英國經濟增長2017年上半年放緩，終於在第三季度略為回升，但仍低於近期的趨勢。不過，消費和商業開支堅挺，應能在未來12個月為英國經濟提供支持。展望前景，基於兩個原因，預測當地經濟將可持續增長。首先，高度刺激性的貨幣政策。其次，英鎊疲軟對製造業出口板塊（行業）的幫助較預期明顯。英國就業市場也表現理想，經濟持續帶動職位穩健增長，失業率非常低，參與率則處於紀錄高位。然而，英倫銀行在11月初做出2007年以來首個加息決定。貨幣政策委員會以七票對兩票之比，同意把利率由0.25%上調至0.5%。除了進口通貨膨脹外，英國也面對貨幣和信貸加速擴張的風險，本地產生的通貨膨脹，或會進一步推高本已上升的進口價格。英國脫歐談判的不確定因素消失之前，當地經濟預期將穩定維持於約1.5%的水平。

## 日本

日本經濟近期表現不俗，實質國內生產總值連續六個季度上升，是當地經濟在十多年來首次出現長時間的增長。雖然2018年的就業市場將繼續緊縮，但工資增長仍會保持在偏低水平，進一步證明菲利浦斯曲線<sup>1</sup>（Phillips curve）並非可靠的通貨膨脹理論。儘管日本央行已推動大規模的質化和量化寬鬆措施（QQE），但通貨膨脹可能持續疲軟，並低於央行的2%目標，但應能高於零水平。展望2018年，日本經濟應保持穩定增長（約1.2%），但遜於美國和歐元區。

## 中國和新興亞洲

全球貿易溫和增長，將為中國和新興亞洲帶來支持。雖然這有助支撐商品價格，但不足以在明年形成商品景氣市場。鑒於中國是至今最大的新興市場，也是全球市場上最大的商品購買國，其進口增長與全球多個發達（成熟）和新興商品出口國息息相關。如果中國經濟，能夠在未來一至兩年穩步復甦，這些商品出口經濟體系的前景將明顯好轉。不過，在發達（成熟）經濟體系持續溫和復甦下，中國經濟增長未必足以帶動全部商品生產國的經濟顯著復甦。



我認為全球經濟正經歷五年來最廣泛和最強勁的升勢，並應能進一步擴張

<sup>1</sup> 菲利浦斯曲線（Phillips curve）指出，通貨膨脹和失業率之間存在逆向關係。根據其理論，通貨膨脹率越高，便反映失業率越低。



**Kristina Hooper**  
首席全球市場策略師  
駐紐約



### 重點

- 股市基本上可以在2018年取得優秀的表現，但這並不代表年內不會回落
- 全球增長和仍然寬鬆的貨幣政策，是推動股市的關鍵因素
- 投資者必須提防潛在的下行波幅

2017年是經濟和資本市場表現優秀的一年。全球經濟較2016年加速增長，風險資產也明顯上升<sup>1</sup>。然而，投資者正分析當前的環境會否延續至2018年，以下是我對新一年的十個主要預測：

#### 1. 全球股票傾向上行

隨著2018年將至，兩個主要因素為全球股票和其他風險資產形成上行傾向，就是全球增長好轉和央行繼續推行寬鬆貨幣政策。我認為這兩股強勁的影響力，應能支持風險資產的整體表現，尤其是股票。然而，這並不代表市場不會調整，特別是美國，可能出現短期的調整。

歐元區、日本、美國和一些新興市場正加速增長，這股動力可能延續至2018年，儘管期內或會出現一些波動。另外，大部分主要市場的企業盈利穩固增長和改善，這應能為全球股票帶來支持。與此同時，上述大部分經濟體的通貨膨脹水平相對偏低，讓央行能更靈活維持相當寬鬆的貨幣政策。

#### 2. 干擾因素增加，波幅上升

目前，市場出現頗多干擾利好和利淡因素，增加了波幅從極低水平上升的可能性。

**地緣政治的干擾。**從朝鮮（北韓）到沙特阿拉伯，全球多個地區的緊張局勢正在升溫。不過，除非地緣政治干擾演變為極端，否則一般不會影響股市。再者，即使造成影響，通常只屬短暫性質。我反而較憂慮全球各國可能採取保護主義政策，以回應民族主義者的反全球化意圖所形成的地緣政治干擾。不少經濟學者把1930年代的經濟大蕭條惡化歸

咎於保護主義，使我們不能忽略目前迫切的保護主義威脅。

另外，美國也存在政治干擾風險，這主要來自對總統特朗普(Donald Trump)成功推動法案的深切期望，特別是稅務改革和基礎設施（基建）開支方面。盈利好轉有助美國股市在大選後明顯上升，但更主要的因素是市場對通過新法案的樂觀氣氛。然而，特朗普政府的立法議程至今仍未有成果，而我估計甚至可能無法達到最初的期望，繼而削弱美國股市。

**貨幣政策的干擾。**大型購買資產計劃在過去十年成為主要央行的主要政策工具，但這些帶試驗性質的工具對資產價格帶來深遠影響，並引發市場波動。目前，各國央行開始把這些試驗式貨幣政策「正常化」，因而可能干擾資本市場。雖然這並非我的基本想法，但顯然有輕微可能發生，特別是多項不同因素將導致政策失誤的機會增加，繼而使市場受干擾的機會升溫。在這些因素中，首先是美國聯邦公開市場委員會將於2018年有多名新成員加入，包括主席和副主席。其次，美國聯儲局正同時採取兩種不同的貨幣政策槓桿－聯邦基金利率和聯儲局的資產負債表。最後，另外數家主要央行的貨幣政策開始正常化，儘管步伐非常溫和。



目前，市場出現頗多干擾利好和利淡因素，增加波幅從極低水平上升的可能性

1 風險資產是指附帶一定程度風險的證券，例如股票或某些類別的債券。

### 3. 長期利率偏低，投資者追求收益

雖然多家央行經已開始略為縮減寬鬆規模—包括聯儲局、加拿大央行、英倫銀行和歐洲央行—但它們仍然相對處於非常寬鬆的水平。近期連串事件反映這個情況將在2018年延續，特別是鮑威爾(Jerome Powell)在2017年11月獲提名為下任聯儲局主席，而他可能維持即將離任的主席耶倫的現有政策，以及歐洲央行決定不為結束量化寬鬆設定期限；這反映投資者將在2018年繼續追求投資收益。

### 4. 債務水平上升

我預期包括政府和私人債務在內的槓桿將會增加，部分地區的風險更會於2018年升溫。

即將卸任的中國人民銀行行長曾經多次警告，中國金融體系面對槓桿偏高的威脅，還強調金融改革的重要性；我們將密切注視國家主席習近平會否優先推行這些改革。另外，鑒於高債務水平帶來風險，加上政府需要在經濟不致過熱的情況下提供支持，中國人民銀行必須以有效的方式商議貨幣政策。

另一方面，日本政府的債務處於相當偏高的水平，使日本央行的貨幣政策難以正常化。美國政府的負債也頗高，預期將進一步增加。除此以外，美國消費者債務在近期創新高，次優質汽車貸款的違約率上升。加拿大方面，家庭債務情況惡化，在2017年底的家庭債務占可支配收入（可動用收入）的百分比，已經高於美國在2007年發生全球金融危機之前的水平。

### 5. 英國持續出現不確定因素，肥尾(fat tail)現象可能升溫

我認為英國脫歐談判出現極端結果的機會增加—歐盟和英國之間維持脫歐前的關係，或是兩者完全無關係。達成協議的時間越長，公司陸續遷往其他市場的機會便越高。另

外，英國經濟也面對其他阻力：英倫銀行在11月份做出十多年來首次加息的決定。雖然當地經濟並未到達需要英倫銀行調整的強勁水平，但該行有意推高英鎊，以應對由英國脫歐所造成的貨幣變動引發的相對偏高通貨膨脹水平。不過，英倫銀行暗示其決定不代表即將大幅收緊貨幣政策，因此英鎊沒有好像該行期望般轉強。這反映情況出現問題，也預示可能形成滯漲；我們將密切注意英鎊和通貨膨脹的走勢。

### 6. 聚焦於關鍵的經濟改革

法國總統馬克龍(Emmanuel Macron)雄心勃勃地改革當地的就業市場，這有助提升已經明顯好轉的商業景氣，可能帶動資本開支上升。另外，馬克龍有意引領歐洲聯盟改革，這對穩定區內未來的形勢和增長相當重要。與此同時，印度總理莫迪(Modi)正在推行嶄新的改革計劃。回顧2017年，印度開徵商品和服務稅，並推出大額鈔票改革計劃、新破產法、為央行訂立以通貨膨脹為目標的框架和房地產監管法案。印度的增長趨於穩定，需要持續而奏效的改革才可帶動經濟加速增長。

### 7. 對基礎設施的需求

一些主要經濟體系極需基礎設施（基建）開支，特別是美國和印度。基建將成為印度未來的首要焦點，而農村（房屋、道路、電力）和全國都需要這些設施。美國方面，當地需要更換和重建不同種類的基建，包括水管、橋樑、隧道和電訊設備。從短期和較長期來說，基建可以是相當有力的財政刺激措施。那些能夠明智地運用基建開支的國家，其經濟增長將明顯獲得支持，使數個不同板塊（行業）獲益（工業、物料、電訊）。相反，如果投資者明年未能聚焦於基建則可能帶來負面影響。

## 8. 貨幣市場可能出現意料之外的情況

美元在過去一年出乎意料地明顯轉弱，這是由於增長預測下降和政治問題使美元受壓。另外，新興市場貨幣對近期的政治發展做出反應，我預期2018年將有更多意料之外的情況，市況也會反覆波動。部分央行可能會繼續緩慢地收緊貨幣政策，而視乎執行時間，這將為不同貨幣的關係帶來變化。另外，全球經濟不是完全同步復甦也會造成貨幣表現波動。

## 9. 商品前景參差

雖然美元轉弱，但油價沒有在2017年大幅上升，即使工業金屬價格走高。這反映不同商品之間的關係已經改變，而金屬價格較受新興市場的需求所影響。全球需求好轉將惠及農業商品的表現，黃金的走勢則取決於不同因素，特別是恐懼交易(Fear Trade)和通貨膨脹交易。普遍來說，我預期商品明年的表現參差，但與股票和固定收益的相關性相對較低。



特朗普(Trump)政府的立法議程至今仍未有成果，而我估計甚至可能無法達到最初的期望，繼而削弱美國股市

## 10. 市場領導可能出現轉變

我們必須理解目前的環境仍然頗受宏觀因素所主導。政治發展－特別是稅務改革或基建開支等重要立法措施的成敗－可能使領導美國股市來年走勢的板塊（行業）在增長股和價值股之間迅速轉變。另外，鑒於全球經濟不是完全同步復甦，領導市場的資產類別、風格和板塊之間也會出現輪轉，在不同時期利好某些地區和資產類別。

## 市場展望

總括來說，儘管面對各項有待處理的風險，我仍然認為股市將繼續在2018年錄得優秀表現。不過，鑒於資本市場的風險升溫，投資者必須提防潛在的下行波幅。



**蕭光一 (Mike Shiao)**  
亞洲 (日本除外)  
首席投資總監(CIO)  
駐香港

**重點**

- 經濟增長在2018年預計表現溫和
- 目前出現使人鼓舞的跡象，有望支持經濟展現高質量的長遠增長
- 展望2018年，景順仍然對中國股票感到樂觀

中國股票在2017年顯著揚升，為投資者帶來驚喜。有別於過去數年的悲觀情緒，投資者已轉為看多（看好）中國，而且理據充分：經濟數據普遍優於預期，整體企業盈利也展現增長。

經濟增長預計在2018年表現溫和。然而，投資者應注意使人鼓舞的跡象。這些跡象將支持經濟，轉向質量較高的增長。

- 減債(Deleveraging)取得進展
- 供給面(Supply side)和國有企業(SOE)改革
- 產業創新
- 結構性資金南下
- A股納入MSCI指數

**2018年經濟料溫和增長**

展望2018年，景順認為中國國內生產總值(GDP)將從2017年的水平漸趨溫和增長，但應可實現政府設定約6.5%的增長目標<sup>1</sup>。消費和服務板塊（行業）應可成為中國國內生產總值增長的結構性動力。收入增長持續強勁，並錄得高幅度單位數升幅。在城鎮化和收入趨升的支持下，消費和服務板塊（行業）在2018年相信仍可繼續帶動經濟發展。

踏入2018年，投資和出口預料將會轉弱，但我們對此不太感到憂慮。以出口為例，自最近十年以來，中國出口佔三大工業國的份額，大致停滯不前，因此難以成為主要經濟增長動力。另外，房地產的固定資產投資預計將會放緩，以符合避免房地產出現泡沫的整體政策。政府為吸引私營機構共同進行投資，應會轉向政府和社會資本合作模式(PPP)，這是非常使人鼓舞的跡象。

**減債取得進展**

中國於2017年控制整體債務的過程取得正面進展，相信減債(deleveraging)在2018年，依然是中央政府重視的議題。迄今，政府持續收緊金融業的政策，以遏抑不合理的信貸增長，並取得理想成果。財富管理產品（影子銀行的替代投資

之一）近期收縮。減債措施可望在2018年繼續取得進展，儘管內地小型企業在短期內可能面對資金壓力，或會在明年使短期增長受壓，但長遠來說，整體財務風險降低，應可促使日後經濟靠穩和展現較高質量的增長。

**供給面和國有企業改革**

供給面改革在過去，兩年取得重大進展，煤鋼業較預期更快實現遏抑產能的目標。展望2018年，預料企業將繼續，且更嚴謹地控制供給面狀況，使產能過剩的產業達到最佳的供求平衡。

我們認為，應對國有企業缺乏競爭力的主要方法，就是解決未償還債務問題。在2017年初，這個範疇展現若干正面動力，這個情況預計會持續。國有企業開始增派股息，並引入混合所有權架構。這兩項行動顯示企業調整心態，以賺取更多收益，並以市場為主導。



供給面改革在過去兩年，取得重大進展，預料企業將繼續在2018年，更嚴謹地控制供給面狀況

**產業創新**

產業正在不斷創新。中國的研發開支自2005年至今已上升五倍，即每年增長18%，研發投資已達全球第二高的水平<sup>2</sup>。在政府政策支持下，中國預期將進一步往價值鏈上移。中央政府的首要重任，是推動中國在2035年前躋身創新型國家前列，而目前正朝著正確的方向發展<sup>3</sup>。政府致力促進以創新主導的經濟增長。隨著勞工成本上漲，預料企業將於2018年擴大自動化應用的情況，以提升生產力和加強效率。

## 結構資金南下

中國投資者的資金顯著流入香港上市的中國股票。目前，MSCI中國指數是由香港上市的中國股票（即H股+）<sup>4</sup>和離岸美國存托憑證(ADR)組成，而MSCI在2018年方會把A股納入指數。年初至今，通過滬港通和深港通南向交易流入香港股市的資金達280億美元<sup>5</sup>。

景順認為資金南下，意味中國投資者對港股作出長期結構配置。鑒於更多中國保險和機構投資者投資於H股+，以物色其他領域未能提供的獨特投資機會，因此上述資金趨勢可望延續。展望2018年，南下資金強勁，將為香港上市中國股票提供有利的流通性（資金動能）。



由此看來，資金南下和MSCI指數納入A股的正面發展，標示著有關資產類別正開始冒起

## A股納入MSCI指數

MSCI在2017年決定把中國A股，納入旗下的新興市場和中國指數，標示著一項重要里程碑。MSCI將於2018年的首階段，把231隻A股納入其新興市場和中國指數。在2018年，A股最初所佔比重不多，估計分別佔MSCI中國指數和MSCI新興市場指數的2.6%和0.8%。A股獲納入指數，將為全球投資者提供更完整的投資領域，並更能反映中國的整體經濟狀況。展望後市，中國股票作為資產類別的配置可望增加，也應成為投資者的焦點。

## 總結

企業在2017年上調盈利預測，而景順認為中國公司在年內的盈利增長，可望維持於17.9%，對比2016年為負9.4%<sup>6</sup>。雖然2018年的增長率可能不及2017年，但盈利趨勢在中期未見逆轉。在2018年，預期盈利增長為15.8%<sup>6</sup>。縱使中國市場在2017年展現強勢，但估值仍然合理。MSCI中國指數的市盈率為15.8倍，大致符合歷史平均值，並較發達市場（成熟市場）折讓14%<sup>6</sup>。

儘管中國整體增長預料見溫和，但減債和改革進程使人鼓舞，有助中國經濟均衡增長。邁向2018年，景順仍然對中國股票感到樂觀。由此看來，資金南下和MSCI指數納入A股的正面發展，標示著有關資產類別正開始冒起。

1 資料來源：新華網。在2017年3月5日舉行的年度全國人民代表大會上，中央政府訂立2017年經濟增長約6.5%的目標。

2 資料來源：瑞銀研究，有關估計截至2017年9月28日。若中國維持目前的增長率，則按購買力平價計算，預計中國的研發開支將在2018年前超越美國。

3 資料來源：瑞信研究，引用國家主席習近平在2017年10月舉行的全國人民代表大會上的演說內容。

4 「H股」獲香港聯交所界定為在中國註冊成立，並獲中國證券監督管理委員會（中國證監會）批准在香港上市的公司。這類公司構成在港上市離岸中國股票的一部分。本文提述的「H股+」定義較廣泛，涵蓋H股、紅籌股和其他在港上市的中國公司。

5 資料來源：高盛，年初至今數據截至2017年9月27日。滬港股票市場交易互聯互通機制（滬港通）在2014年11月成立，是一項證券交易和結算聯繫計劃，讓海外和本土投資者可於上海和香港股市跨境購買股票。深港股票市場交易互聯互通機制（深港通）在2016年12月成立，是一項證券交易和結算聯繫計劃，讓海外和本土投資者可於深圳和香港股市跨境購買股票。

6 資料來源：FactSet、機構經紀人預測系統、MSCI、高盛全球投資研究、景順，截至2017年10月20日。



**蕭光一 (Mike Shiao)**  
亞洲（日本除外）  
首席投資總監(CIO)  
駐香港

亞洲股市在2017年至今表現出色，上漲36%，領先全球其他市場<sup>1</sup>。優秀表現主要受穩定經濟狀況和強勁企業盈利所支持。即使如此，與標準普爾500指數比較，亞洲市淨率（市賬率）目前是15年來的最低水平<sup>2</sup>。

接下來的環境會怎樣發展？景順認為目前亞洲市場存在三股正面的基本結構性動力，支持在2018年延續強勢：

- 經濟增長和政策決定等各個層面靠穩
- 盈利、流動資金和估值造就投資良機
- 風險下降

### 預測增長穩定

亞洲整體經濟增長料將從最新的年度增長率6.0%，穩步調整至2018年的5.8%<sup>3</sup>。

具體來說在中國，我們預料增長將會放緩，但繼續邁向政府目標的6.5%增長，比較其他主要經濟體屬於可觀的擴張<sup>4</sup>。另外，預期投資和出口將會回軟，而境內消費繼續擔當重要動力。收益增長仍然強韌，為消費提供支持。

印度宏觀經濟環境也向好，通貨膨脹處於可控水平，而且增長前景穩定。印度總理莫迪推行大刀闊斧的改革，為當地經濟奠定紮實的根基。隨著長期效益逐漸出現，預期財政結餘改善和私人消費展現可持續增長，而且企業盈利轉佳。

亞洲其他地區方面，預料韓國（南韓）的零售銷售保持強勁增長，而東盟經濟體（東南亞國家聯盟）的投資和出口應持續復甦。

### 政治環境穩定有利進一步改革

亞洲的領導架構穩定，特別是中國和印度。中國國家主席習近平在首個任期推動改革取得穩固成果，並順利過渡至第二個任期。供給側改

革取得重大進展，煤鋼業較預期更快實現過剩產能的目標。展望2018年，相信在習近平主席的強勢領導下，中國改革將會進一步推進。具體來說，國有企業改革需要與供給側改革共同進行，因為大部分過剩產能集中於國有企業。

至於印度，自2014年開始，莫迪政府以單一黨派贏得多數議席，因此避免出現過往政府陷入癱瘓的局面。這為莫迪推行大刀闊斧的改革提供有利條件。具體來說，在只有兩個月時間內，大額鈔票改革成功取代86%在印度流通的貨幣<sup>5</sup>。另外，當局順利實施商品及服務稅，這些功績為莫迪推進改革奠定了扎實根基。踏入2018年，預期印度將會實現更強的「金融普及」，家庭儲蓄從實際資產（例如金條和現金）加快轉至金融資產。因此，銀行和金融服務的滲透率有望上升。

### 預期盈利保持不變

亞洲盈利趨勢繼續向好。中期來說，沒有任何特別強勁的因素可扭轉盈利趨勢。最新的亞洲企業業績盈利普遍優於預期，促使多個國家盈利預測向上修訂。

中期來說，沒有任何特別強勁的因素可扭轉亞洲的盈利趨勢

中國的盈利趨勢力保持正面，預期信息科技（資訊科技）和消費相關領域將繼續實現優質的可持續增長。印度方面，預期企業盈利在承受商品及服務稅的短期影響後逐步重返常態，並將展現改革措施的經濟效益，而改革正取得良好進展。



### 重點

- 目前亞洲存在三股正面的基本結構性動力
- 政治環境穩定有利中國和印度進一步推行改革
- 相信亞洲穩定的環境帶來「由下而上」的機會

韓國和台灣的企業盈利料將受益於人工智能和大數據的上升趨勢，其需要加快的運算能力，因此提高半導體的需求。

### 流動資金趨勢似乎向好

美國應會循序漸進升息，讓充足流動資金在全球金融體系運作。亞洲方面，中國內地投資者的南下資金應繼續為H股和香港股市提供結構流動性支持。印度當地的共同基金（互惠基金）錄得強勁資金流入，管理資產總值在過去三年增加了一倍。相信印度當地固定水平和結構性的配置會在2018年維持不變。

### 估值仍具吸引力

雖然亞洲股市在2017年呈現強勢，但市盈率和市淨率（市賬率）目前處於長期歷史平均水平<sup>6</sup>。相比其他地區，亞洲市盈率較發達（成熟）市場存在顯著折讓：分別較歐洲和美國存在12%和27%折讓<sup>7</sup>。預期隨著更多企業公佈盈利，估值將會越來越有吸引力。



相對其他地區，亞洲市盈率較發達市場存在顯著折讓

### 評估「由下而上」機會

亞洲穩定的環境帶來「由下而上」的機會。綜觀信息科技領域，我們看好中國互聯網服務板塊的龍頭公司，其享有接近壟斷的地位和強勁的競爭優勢。具體來說，這些龍頭公司所建立的生態系統衍生大量賺取利潤的機遇，包括從電子商貿以至流動付款等範疇。

印度方面，我們看好金融領域，當地經濟從現金主導轉型使其受益。在金融領域，我們青睞與消費金融需求息息相關的公司和運營（營運）效率較高的私營銀行。另外，相信印度中產階層崛起，會為家庭電器以至消費金融等範疇帶來投資良機。

### 2018年需注視的風險

宏觀經濟和政治環境穩定，促使亞洲的整體風險下降。雖然我們認為2018年沒有重大的不明朗阻力，但投資者應密切注視以下事態發展：

#### ■ 美國升息的發展。

儘管市場預期利率在2018年逐步正常化，但如果升息相對市場目前所反映的步伐較快或幅度較大，便可能導致市場表現波動。美聯儲（聯儲局）利率出現意料之外的變化，都會影響亞洲央行延續貨幣政策的取向。

#### ■ 朝鮮（北韓）的地緣政治局勢緊張。

朝鮮（北韓）與美國之間的互動仍難以預測。我們認為任何一方軍事行動所觸發的重大影響不只會波及亞洲地區，也會牽連全球整體經濟。

### 總結

亞洲市場狀況穩定，賦予當地延續強勢的潛力。穩步增長的環境有利「由下而上」的選股，使投資者無須憂慮「由上而下」的主要不明朗因素，而將焦點投放於公司的基本面（基本因素）。

1 資料來源：彭博。根據MSCI亞洲（日本除外）淨回報總額指數，以美元計，截至2017年10月25日

2 資料來源：彭博。數據截至2017年10月9日

3 資料來源：彭博。最新國內生產總值水平是指亞洲（日本除外）按年國內生產總值增長率，截至2017年6月30日。2018年預期國內生產總值增長率是指彭博市場普遍預測，截至2017年9月26日

4 資料來源：新華網。在2017年3月5日舉行的年度全國人民代表大會上，中央政府訂立2017年經濟增長約6.5%的目標

5 資料來源：紐約時報，截至2016年11月14日

6 資料來源：花旗研究預測。長期歷史平均是指1975年1月1日到2017年6月8日期間

7 資料來源：FactSet Research Systems、機構經紀人預測系統、MSCI、高盛全球投資研究，截至2017年10月20日



**Stuart Parks**  
亞洲股票總監  
Invesco Perpetual  
駐英國漢利(Henley)



#### 重點

- 2018年的盈利增長大致上樂觀
- 我們對區內的展望觀點，是基於本土消費、環球經濟增長、利率及基建支出
- 科技及銀行業，以及韓國都有不少估值吸引的投資機會

亞洲股市在2017年揚升，主要源於企業盈利強勁。雖然2017年的盈利增長預測在年初處於約10%的偏低水準，但其後在年內向上修訂到20%。多項因素帶動預測回升，例如：全球經濟穩步擴張、美國總統特朗普(Donald Trump)沒有對市場造成衝擊、部分亞洲市場的債券收益率（孳息）下跌，以及盈利估值略為重估。

#### 企業盈利在2018年的前景如何？

景順認為，2018年的盈利增長前景大致正面。於年內，市場對2018年盈利增長的普遍預期逐步上升，目前接近10%的水準。最近，中國的2017年第二季業績刺激有關預測走高，因為期內約三分之二的企業表現都優於預期<sup>1</sup>。另外，印度市場<sup>2</sup>方面，投資者對2018年全年企業盈利的普遍預測在夏季大幅下調，其後略為向上修訂。展望後市，鑒於印度政府推行大額鈔票改革（2016年11月），並引入商品和服務稅（2017年7月），促使上年度的資料下跌，因此當地的企業盈利增長應可受惠於按年比較基數較低。

展望2018年，主導亞洲企業盈利的關鍵因素包括：本土消費（特別是中國）；全球經濟增長；利率環境和基礎設施（基建）開支。在工資增長的支持下，預料中國消費將維持強勁，而印度經濟以非常緩慢的步伐增長，也有望帶動當地消費增加。此外，景順認為消費可能繼續相對疲軟，尤其是韓國、馬來西亞和泰國的債務積壓，使這些國家難以刺激消費大幅上升。基建開支無疑是大部分發達市場（成熟市場）的增長動力，也是支持亞洲增長的因素之一。舉例而言，「一帶一路」的基建專案旨在促進亞洲區內以至其他地區的跨境貿易。在近期的全國代表大會上，國家主席習近平也強調「一帶一路」計畫，可見隨著這個計畫的實施，市場將在2018年出現更多刺激因素。

從板塊（行業）角度分析盈利增長前景，也有其可取之處，特別是聚焦於亞洲科技和金融行業，兩者所佔的市場比重合共遠高於50%。有關行業在2017年的盈利增長強勁，預料這股趨勢可在2018年持續。而支持銀行行業的主要因素是：隨著經濟回升，營業額展現輕微增長；利率走高，促使淨利率差距擴大；以及壞賬撥備規定仍然偏低。至於科技行業，著重資本紀律和減少競爭確保最大型企業可把握需求顯著增長的趨勢，例如：三星電子和臺灣積體電路製造股份有限公司。此外，個別互聯網公司憑藉互聯網滲透率提升，推動業務賺取更多利潤。因此，整體來說，預計盈利增長在2018年仍相當吸引，但不及2017年般表現強勁。



預計盈利增長在2018年仍相當吸引，但不及2017年般表現強勁

#### 區內的重要主題是什麼？

**中國。**中國對整個亞洲區的前景至為重要，而當地的國內生產總值增長迄今仍處於穩定的理想水準（即2017年第三季實質國內生產總值按年增長6.8%<sup>3</sup>），主要源於政府實行刺激經濟政策和收入持續增長。國內生產總值資料顯示，消費增長依然強勁，零售銷售在過去12個月增長約10%。另外，政府致力重整經濟，以脫離投資主導增長模式，並在有關方面取得進展，消費佔國內生產總值的百分比連續七季（截至2017年第三季）高於60%<sup>4</sup>。

儘管債務水準依然偏高（中國的債務與國內生產總值比率仍是270%<sup>5</sup>），但本土儲蓄率可觀，為銀行體系持續帶來流通性，意味著經濟在短期內陷入衰退的可能性不大。另外，中國面對與上述

情況相關的隱憂，即資本外逃促使外匯儲備受壓，會否導致貨幣貶值。這將推動當局必須上調利率，繼而遏抑經濟增長。基於政府作出干預，外匯儲備目前靠穩，而全球經濟增長回升也確保中國出口增長反彈，以增加外匯儲備。

**印度。**亞洲區內另一個重要主題是印度的改革進程。在2017年，雖然企業盈利增長遜於預期，但印度股市表現理想。綜觀景順所投資的國家，印度在總理莫迪管治下展現最佳的改革動力：政府實施商品和服務稅的進展良好；稅收增加；破產法獲得批准，標示著銀行整頓資產負債表的重大舉措；政府在2016年實施大額鈔票改革，促使黑市規模縮減；以及印度政府近期對國有銀行實行資本重整計畫，應確保實力較強的銀行加快貸款增長。

投資者仍抱有信心，認為這些改革正提高經濟的潛在增長率，應可在長遠支持盈利走高，同時有助控制通貨膨脹以及財政和經常賬赤字。景順認同這個觀點，但如果有關改革實際上未能帶動經濟增長在2018年轉佳，投資者將開始質疑印度企業是否應當存在估值溢價。



我們認為不少亞洲公司的市場估值並未反映其於盈利增長、締造可觀自由現金流和增派股息方面的能力

### 何處物色投資價值？

綜觀景順旗下不少投資組合，科技是相對指數的最大偏重行業。就科技行業而言，由於中國以消費推動經濟增長，因此國內互聯網公司的盈利增長亮麗，預料這股趨勢將在2018年持續。消費

者迅速應用手機網上程式，而願意革新社交媒體、遊戲和電子商貿等網上服務的企業已成為主要參與者。景順顯著投資於有關公司，因為市場過度懷疑有關公司維持強勁長期增長的能力。至於科技硬體持倉方面，景順看好財政狀況穩健、能締造可觀自由現金流和具有增長潛力，但估值仍被低估的公司。舉例說，景順看多(看好)三星電子，雖然其股價表現強勁，但相對於主要業務前景，其估值仍被低估。

我們看好銀行行業，原因是近年貸款增長的極端水準下降（例如：韓國和新加坡），以及積極確認不良資產（例如：印度）的銀行體系將較為優勝。以印度為例，我們青睞資本雄厚的私人銀行，有關銀行的估值已跌至吸引的水準，例如：印度工業信貸投資銀行(ICICI Bank)。私人銀行僅佔借貸總額的30%<sup>6</sup>，因此仍有潛力取得國有銀行的市場份額，並致力在客戶服務、效率和信貸評估方面取勝。

至於能源行業方面，雖然油價的短期前景仍然未明，但我們已物色若干吸引的投資機會，即使在油價偏低的環境下仍能賺取收益。舉例而言，景順看好中國海洋石油的前景，該公司從事中國石油業務，預計應受益於管理層專注盈利能力和資產回報。此外，景順相信該公司的石油儲備尚未獲市場充分認同。

另一個吸引的投資意念是韓國（南韓），其一直是亞洲區內估值最便宜的市場<sup>7</sup>。韓國存在折讓，部分源於週期股所佔的市場比重較高，以及朝鮮（北韓）政府的挑釁行為帶來不明朗因素。然而，韓國過往的企業管治狀況欠佳，也是有關市場存在折讓的主因。對比亞洲區的平均值<sup>8</sup>，

韓國企業的平均股息支付率（派息率）偏低，正好說明上述現象。然而，景順認為這個情況開始改善，為估值帶來正面影響。首先，三星電子已轉為實行資本回饋政策，訂明最少50%自由現金流將以股息和股份回購形式回饋股東。作為韓國最成功的企業，三星作出更多有利股東的行動，可能使其他商業集團紛紛仿效。此外，國民年金公團是不少韓國公司的大股東，其也開始更積極爭取較佳的股東回報。

### 看淡的市場領域

從地區角度來看，景順仍對馬來西亞市場感到憂慮，因為當地尚有不少長期問題仍待解決。在有關問題得到處理前，景順將因其估值偏高、增長偏低和政治不明朗因素而繼續回避這個市場。

另外，基於企業股息率通常略高於市場平均值，因此投資者早前樂於付出溢價以賺取收益，但經過這段時期後，景順認為若干抗跌類股目前仍過於昂貴。若利率確實逐步上升，買入有關股票的理據將進一步減弱，而其估值被高估的情況將更為明顯。

### 總結

總括而言，景順認為亞洲市場在2018年仍有上升空間，與盈利增長趨勢相符。市場普遍預測2018年的每股盈利增長為10%<sup>9</sup>，但須視乎全球經濟環境能否持續表現溫和。我們認為這個環境有利選股機會，而不少亞洲公司的市場估值並未反映其於盈利增長、締造可觀自由現金流和增派股息方面的能力。

1 資料來源：Bloomberg L.P.，2017年11月。

2 印度市場以MSCI印度指數為代表。

3 資料來源：Bloomberg L.P.，2017年11月。

4 資料來源：新興顧問集團(Emerging Advisors Group)，截至2017年6月30日。

5 資料來源：中華人民共和國、國際貨幣基金組織、國家報告(Country Report)編號17/247，2017年8月8日。

6 資料來源：中信里昂證券、Indian Financials、行業展望(Sector Outlook)，2017年10月25日。

7 資料來源：Bloomberg L.P.，2017年11月。

8 資料來源：Bloomberg L.P.，2017年11月。

9 資料來源：Bloomberg L.P.，2017年11月。



**Nick Mustoe**  
Invesco Perpetual  
首席投資總監  
駐英國漢利 (Henley)

環球經濟繼續同步復甦，從各地區的強勁經濟數據中可見一斑。事實上，經濟合作及發展組織追蹤的45個國家均預期，在2017年錄得正數經濟增長，是十年來首次出現的情況。更樂觀的是，綜觀該45個國家，其中33個的增長加快。這刺激國際貿易和商品價格造好，並有助環球經濟自行持續增長的能力逐漸加強。有鑒於此，2018年的市場前景顯得正面，主要成熟經濟體系和多個新興市場國家料將繼續普遍轉佳。



2018年的市場前景顯得正面，主要成熟經濟體系和多個新興市場國家料將繼續普遍轉佳

繼全球金融危機後，各地經濟同步擴張，有助股市市場升，並帶動不少跨國公司的利潤增加，形成所謂的股市最佳時機。環球宏觀數據持續走高的時間愈長，全球企業盈利同步回升繼續顯得吸引的時間愈持久。此外，全球通脹環境溫和，使央行目前能維持非常寬鬆的貨幣政策。

然而，最佳時機不會永久存在，因此投資者宜保持審慎。我們目前是否處於更大幅和果斷改變貨幣政策的時期？這確實可能發生。聯儲局表示將繼續進一步加息，並已改變其於金融危機期間採取的刺激經濟方案。與此同時，英倫銀行在11月調高利率，歐洲央行亦表示正考慮如何削減目前提供的刺激經濟措施規模。投資者在過去十年對央行的寬鬆立場習以為常，市場亦因而掉以輕心。

然而，若利率上升及央行退出量寬的步伐較預期迅速，情況會怎樣？環球金融市場如何應對？這並非市場現時反映的狀況。

### 開展新時代？

對環球金融體系來說，十年前的全球金融危機是一個轉捩點。銀行的系統性虧損和隨之而來的經濟產量損失，迫使政府採取行動。鑑於傳統的資金來源減少，先進國家的政府介入，藉此向銀行和其他金融機構作出支援。為了應對市況逆轉，央行下調利率，同時透過成立超額儲備以提供資金用作購買證券，繼而擴大資產負債表。

我們現正邁向「大退市」階段，聯儲局開始緩慢地沽售早前為促使經濟回穩而買入總值4.5萬億美元的資產，可見這確實是一項重要的里程碑。這會否標示著新時代的開始？雖然聯儲局多次保證其將審慎行事，以回應市場雜音，但這個行動史無前例。沒有人能確保政策不會出現失誤，繼而干擾環球債券和股票市場。即使聯儲局順利執行縮表計劃，但英倫銀行、歐洲央行及日本央行在某個階段均須經歷相同的過程。

利率及債券孳息偏低，促使不少投資者追求收益，因而推高眾多資產的價格（並導致資金成本下降）。在過去十年，資產（包括物業及股票）擁有人的回報理想，令財富不均的問題愈趨嚴重。然而，那些排除在外的人又如何？政府政策在這個範疇上持續拖延。

就業環境依然強勁。截至2017年8月止三個月，英國失業率觸及歷史低位，從2011年金融危機後的8.5%高位跌至4.3%，是1975年以來的最低水平<sup>1</sup>。美國方面，失業率在2017年10月降至4.1%，是2000年12月以來的最低位<sup>2</sup>。然而，企



### 重點

- 經濟同步擴張，有助刺激環球股市造好，並利好國際貿易及改善跨國公司的盈利
- 聯儲局、英倫銀行、歐洲央行和日本央行均在未來數年縮減資產負債表
- 若利率上升及央行退出量寬的步伐較預期迅速，現時仍未能確定環球市場如何應對這個情況

1 資料來源：英國國家統計局

2 資料來源：美國勞工統計局

業的實質盈利持續下跌。雖然投資者對失業率回落惟工資未見增長的情況眾說紛紜，但其結果是央行不願意加息。展望2018年，有關風險在於工資增長回升，可能迫使央行加息的步伐較預期迅速。

鑑於沒有人能安然渡過如2007年全球金融危機般重大的事件，因此復甦和復甦後階段對我們來說仍是未知之數。市場在過去十年可能聚焦於金融體系的大額援助計劃，但致力締造增長的政策最終普遍造成資產價格上漲。雖然超寬鬆貨幣政策無疑避免經濟在2008年和2009年進一步轉遜，但同時被市場質疑推行的時間過長。

現時的經濟增長前景明朗，猶如全球金融危機以來所見的情況一樣，而且財政盈利確實上升。股票估值目前較長期平均值存在重大溢價，並反映市場出現不少利好消息和波幅偏低，可見投資者對前景感到樂觀。在這個情況下，有關風險在於央行改變貨幣政策的步伐，必須較金融市場目前預期迅速。



股票估值目前較長期平均值存在重大溢價，而且市場波幅偏低，可見投資者對前景感到樂觀



**Jeffrey Taylor**  
歐洲股市主管  
駐英國漢利(Henley)



### 重點

- 當地基本因素預期穩健，長線可望提升歐洲股票的表現
- 鑑於股票和行業估值顯著差異，主動型的投資組合管理策略有助增值
- 由於部分行業已顯著超買，有充分理由支持可能出現明顯的行業輪轉

歐洲是一個高度發展的富裕地區，有不同類型的公司在此設立總部。然而，有時候歐洲仍難以吸引全球認真的投資者。他們總有信手拈來的藉口：「既然在別具吸引力的全球市場中，歐洲只是其中一環，那又何必大費周章？」或「該區的企業盈利從來沒有增長，不是嗎？」或「政治因素不會破壞該區的投資價值嗎？」事實上，這些觀念都存在謬誤。

現時，歐元區經濟主要由內部動力所推動，相較不久之前區內經濟增長依賴向高增長地區出口為主，兩者出現基本的分別。雖然歐洲較美國稍遲才擺脫危機時期，展開復甦過程，但有賴私人消費和（最近）投資錄得超越預期的穩定升幅，該區的復甦步伐已見穩固。銀行再度批出貸款，失業率回落。對比倚賴出口來解決經濟問題，由內部需求主導的經濟復甦更具韌力。換言之，歐洲將更能應對匯率波動，而且該區不乏投資組合經理希望持有的股票種類。



歐元區經濟目前主要由內部動力所推動，相較不久之前區內經濟增長依賴向高增長地區出口為主，兩者出現基本的分別

### 企業盈利於2018年料持續增長

歐洲企業盈利恢復增長。繼2017年錄得顯著升幅後，投資組合經理的經濟展望，亦顯示2018年將帶來利好的經營環境。此外，從初步跡象看來，資本開支將於2018年進一步增加，意味企業生態系統造成利好的連鎖效應。

### 政治因素

對這個沉迷於新聞消息的社會來說，政治是深受媒體歡迎的議題。作為一個奉行民主制度，並由多個國家組成（因而經常舉行選舉）的地區，歐洲自然不乏政治消息。

不過，從投資角度而言，政治只有在真正威脅金融市場時才至關重要。事實上，歐洲近年的政治

發展，遠較評論員預測的更利好市場。以法國為例，當地選民投票支持馬克龍(Emmanuel Macron)出任總統（他主張推行利好市場的改革議程），摒棄造成分裂和破壞的馬琳勒龐(Marine Le Pen)。展望未來，投資組合經理將以此作為座右銘：必須區分「可能性高」與「僅是有可能」兩種不同的情況，因此他們能頗為從容地看待未來27個歐盟成員國政治趨勢帶來的影響。

### 人棄我取？

那麼，投資者應聚焦於什麼市場環節？一名券商於多年前發表的評論至今言猶在耳：「參加投資會議時，不妨抱持人棄我取的心態。」換言之，那些乏人問津的公司管理層會議，通常最引人入勝。至於那些「全院爆滿」的會議（即是支持者過多的公司），通常反映該公司的股票，常見於投資組合和指數，已經錯過了作為投資工具的「最佳出售日期」。

最近，我們的投資組合亦予人「乏人問津」之感；他們認為吸引的股票備受市場冷落。投資組合經理此舉，並非故意特立獨行或逆市而行，他們只是為迎接下個市場階段為組合作好部署，以保障和提升客戶的利益。投資組合經理根據歐洲投資市場的前景預測，致力尋求最佳的投資結果。在2016年市場出現強勁行業輪轉的趨勢，領導股市的行業也出現轉變。由於現時市場經歷大規模行業輪轉的機會頗高，投資組合經理希望能準備就緒。

### 從失寵行業發現投資價值

作為專注於估值的投資組合經理（並不局限於價值型或增長型），投資團隊將審視大部分投資機會。儘管他們對這些標籤沒有特別的好感，但它們可以成為有用的簡稱，方便溝通。撰文之時，投資組合經理從失寵行業，發現吸引的價值投資機會。在歐洲，能源、電訊和金融股（特別是銀

行) 是其中的理想例子。與此同時，他們亦會迴避某些行業，當中以近年被冠以「類似債券資產」的行業為主，因為部分的估值已升至過高水平，例子包括食品和飲料等消費必需品股。一般來說，這些公司都有極強勁的優秀往績，有助了解其市場形象，但投資者必須注意：一家業績穩健的公司未必是理想的投資工具。



我們從失寵行業中，發現吸引的價值投資機會。在歐洲，能源、電訊和金融股（特別是銀行）是箇中理想例子

不論市場的行業估值差異程度如何，估值並非唯一的考慮因素；有充分理由相信歐洲綜合石油公司、電訊和銀行今後的營運表現將會好轉，其中三項因素包括：能源企業管理層，明顯更關注資本配置和資本回報率；電訊業初步出現久違的增長跡象；至於銀行業的收入增加，但成本則下降。

### 「類似債券資產」前景堪憂？

與此同時，在備受追捧和讚譽的「類似債券資產」方面，投資組合經理認為前景未許樂觀：內部營業額增長一直欠佳；透過併購來帶動業務增長，可能為投資回報率形成壓力；歐元區經濟表現穩健，債券收益率可能從現時的非常偏低水平上升；通脹或會略為回升；以及央行政策可能出現變動。

預測市場氣氛何時轉變並不容易，但我們認為有充分理由支持有關行業即將出現輪轉，而主動型投資組合經理，將為此作好準備，亦期待更多投資者加入「人棄我取」的行列。



**Stuart Edwards**  
基金經理  
定息收益團隊  
駐英國漢利(Henley)



**Paul Read**  
定息收益聯席主管  
駐英國漢利(Henley)



**Julien Eberhardt**  
基金經理  
定息收益團隊  
駐英國漢利(Henley)

債市近年處於最佳位置，主要源於經濟增長正面及通貨膨脹（通脹）相對溫和，而且波幅和違約率偏低，加上央行推行寬鬆政策和收益需求強勁。作為定息投資者，目前面對的一個最大挑戰是，當締造利好環境的其中一根支柱—央行的大規模刺激措施—逐步縮減，將帶來甚麼影響。



私人投資者未來需要在歐美市場吸納更多債券。由於目前收益率（孳息）水平難以令政府債券的需求殷切，預期收益率將隨著縮減買債進程而走高。

#### 宏觀觀點—Stuart Edwards

在考慮央行收緊政策對債市的影響時，投資者應後退一步，了解央行有意在現階段減低流動性的箇中原因。自環球金融危機以來，環球經濟增長相對偏低，但發達市場則同步增長。最近，亞洲貿易重拾強勢和北美進口復甦，帶動環球貿易回升並利好經濟增長。此外，勞工市場持續收緊，儘管失業率跌至歷史低位，但至今仍未能提振持續疲弱的工資增長。我認為這並非意味菲利普斯曲線（Phillips Curve，即失業率與通貨膨脹呈逆向關係）已失效，而是反映曲線趨於平坦。基於結構性和短期因素，勞工市場需要進一步收緊，方能夠帶動工資回升。市場開始展現有關跡象，但步伐仍然緩慢。由此可見，市場面對通貨膨脹較預期強勁（而非疲弱）的風險，縱使這並非我的主要觀點。在這情況下，央行正致力促使貨幣政策正常化。

上述情況對市場的影響，將取決於收緊政策的步伐。目前，央行仍非常審慎，並提早傳達有關其策略的訊息，促使貨幣政策順利正常化。景順預期（目前市場亦反映）英倫銀行將於利

率達到0.50%或0.75%後停止加息，而歐洲央行和美聯儲（聯儲局）將於一段長時間，以緩慢步伐撤回量寬措施。若這項預測實現，定息市場應得到充分支持。然而，市場仍然存在風險。現時，歐洲央行持有近25%歐元區未償還債務，而在當局削減買債規模之際，預料美國財赤將增加至超過1萬億美元。這意味私人投資者未來需要在歐美市場吸納更多債券。由於目前收益率水平難以令政府債券的需求殷切，預期收益率將隨著縮減買債進程而走高。



作為定息投資者，目前面對的一個最大挑戰是，當締造利好環境的其中一根支柱—央行的大規模刺激措施—逐步縮減，將帶來甚麼影響。

#### 信貸市場—Paul Read和Julien Eberhardt

混合型企業債券、後償金融債券、高收益債券和美元計值債券在2017年都錄得非常可觀的回報。然而，鑑於有關債券表現強勁，歐洲債市多個領域在2018年初的估值將顯得過高。

儘管如此，2017年的多個回報動力仍然存在。收益需求依然非常殷切，而歐洲央行亦繼續主導歐洲信貸市場。雖然當局削減買債規模，但步伐非常緩慢，而且歐洲距離實際加息尚遠。在經濟數據轉佳時，動物精神（animal spirits）同樣高漲。此外，企業把握低收益率環境，以較吸引的條件為債務再融資，因此現時違約率的壓力不大。在這好淡紛呈的環境下，即基本因素正面但估值昂貴，我們的投資展望較為均衡。由於孳息顯著走低的機會不大，因此收益應在2018年成為主要回報來源。



## 重點

- 債市多年來表現強勁，主要源於需求殷切及通貨膨脹偏低，加上經濟增長正面和貨幣政策寬鬆
- 主要央行開始推行正常化政策，可能產生投資者在下次加息前未能吸納額外債券的風險
- 鑑於上述情況並配合其他因素，景順認為債市在2018年再次錄得非常可觀回報的機會不大

景順的投資策略是物色相對「安全」的收益來源，同時保持整體抗跌配置。市場展現強勢期間，為投資者提供減持機會，並觀望較佳的入市時機。目前，部分市場領域仍蘊藏投資機遇，但也有部份需予迴避的範疇。一般而言，景順迴避被操控的市場範疇，例如歐洲邊陲國家的主權債券，以及透過歐洲央行企業買債計劃所購入的債券。上述範疇以外的債券價格更能夠反映相關投資風險，當中包括後償金融債券、混合型企業債券和高收益市場的個別領域。

從基本因素來看，銀行業仍然具備優勢。過去一年的紓困和緊急援助措施已淘汰較弱的銀行，繼而提升金融業的整體質素。在其他條件維持不變下，收緊貨幣政策和孳息曲線趨於陡斜應利好金融業。然而，就估值角度而言，該行業的前景變得較為均衡，與企業債市一樣。隨著額外一級和或然資本收益在2017年大幅下跌，其相對高收益領域的估值機遇已經消失。儘管如此，市場仍存在投資機遇，但投資者必須確保其回報能抵償所承受的風險。

美國企業債市是另一個仍展現機遇的市場。在某程度上，美國國庫券市場已反映聯儲局將於2018年繼續加息的預期。相對於德國政府債券，不同年期的美國國庫券能帶來160至240個基點的額外孳息。然而，這兩個市場互為影響。一般來說，十年期國庫券會帶動十年期德國政府債券走高，而後者則會遏抑國庫券的升勢。隨著兩者在2018年互相角力，預料德國政府債券收益率上升的機會較高。利率上升有助提升銀行的財政狀況，可望為歐洲後償金融債券投資帶來支持。

整體而言，債市難以重現2017年的強勁表現。因此，景順將聚焦於抗跌類債券，以賺取相對「安全」的收益，同時觀望較佳的入市時機。

## 重要信息

所有數據截至2017年10月31日。本文件擬僅供景順意圖提供的人士而設，只作數據用途。本文件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、披露或散播本文件的所有或任何部分。本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數據為基礎，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。

本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慮。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信息；
- 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。

本文件呈列的所有數據均源自相信屬可靠及最新的數據源，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數據。

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本文件可受法律限制。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。