



2017投資展望



“我們的投資者，經歷今年各種挑戰後，對未來走勢具備獨到見解。”



Martin L. Flanagan
總裁
Invesco Ltd.
亞特蘭大

今年以來發生的一連串宏觀事件，形成多變及嚴峻的市場環境。英國脫歐公投、油價波動、美國總統選舉激烈交鋒，以及中國經濟增長放緩，都左右市場走勢。在此環境下，未來一年的市場展望，同樣引人關注及充滿挑戰。

景順(Invesco)致力創造卓越投資體驗，助您豐盛人生。事實上，全公司在多年的發展中，始終專注一點：幫助客戶實現投資目標。

景順擁有超過6,500名的員工，在超過25個國家設有辦事處，因此能充分滿足全球各地投資者的需求。我們通過各種投資工具，以全面的投資能力和成果，幫助客戶實現投資目標。

我們的投資團隊經驗豐富，紮根全球多個主要城市，是景順的優勢。投資團隊常駐主要城市，因此能夠掌握能夠影響市場及所投資公司的最新發展。

要實現投資目標，最重要的是預先評估帶動全球市場走勢的動態，洞察先機、防範未然。我們與投資團隊準備這份2017年展望，以提供獨到的投資見解，助您制定未來投資計畫或作出投資決定。

在此，希望大家從中有所收穫，無論市場未來走勢如何，我們都會繼續專注，幫助客戶實現投資目標。

內容

- 3 **環球經濟 — John Greenwood**
成熟和新興經濟體的復甦，存在什麼差異？
- 5 **環球股票 — Jeff Everett**
充滿意外的一年過後，致力尋求長期投資機會
- 7 **環球股票 — Nick Mustoe**
估值高企，投資機遇何處尋？
- 9 **因子投資 — Bernhard Langer及Dan Draper**
利用因子把握未來一年的投資機遇
- 11 **亞洲（日本除外） — 蕭光一(Mike Shiao)**
展望2017年，亞洲股市如何受惠？
- 13 **亞洲股票 — Stuart Parks**
經濟前景未明，利好投資者個別選股
- 15 **中國股票 — 蕭光一 (Mike Shiao)**
增長、債務及資金動能，將成焦點
- 17 **歐洲股票 — Jeff Taylor**
市場錯覺締造投資機會
- 19 **國際及環球增長股 — Clas Olsson**
利用盈利、質素及估值(EQV)深入分析環球股票
- 21 **日本股票 — 小澤大二 (Daiji Ozawa)**
五大因素令2017年日本股票前景不容小覷
- 23 **英國股票 — Mark Barnett**
2017年英國股票估值，面對四大挑戰
- 24 **美國增長股 — Juliet Ellis**
美股八年牛市後，未來料出現三種增長情境
- 27 **美國價值股 — Kevin Holt**
互連世界中的美國價值型投資
- 29 **固定收益 — Rob Waldner**
評估政策變動和資產類別基調的前景
- 32 **定息市場 — Lewis Aubrey-Johnson**
前景審慎，但機會仍存
- 34 **多元資產 — David Jubb**
高瞻遠矚：2017年市場面對的挑戰
- 37 **實物資產 — Tim Bellman及Joe V. Rodriguez, Jr.**
價格、表現和可預測性，主導實物資產投資者的觀點

成熟和新興經濟體的復甦，存在什麼差異？



祈連活(John Greenwood)

首席經濟師

Invesco Ltd.

倫敦

內容摘要

- 在特朗普(Donald Trump)的領導下，美國國內生產總值預期將加速增長，但消費者物價指數可能大致保持不變
- 英國脫歐餘波未了，可能導致英國國內生產總值放緩，而歐洲爭執不休的政治環境也可能阻礙經濟增長
- 新興經濟體可能因中國目前信貸過度增長受到嚴重影響

過去幾年，成熟市場和新興市場，都一直致力於從2008年和2009年經濟大蕭條的長期陰影中錄得復甦，但各地區的周期有所不同。

成熟經濟體的復甦受到兩大因素阻礙：資產負債表（尤其是銀行）復甦進展緩慢，及量寬政策的落實效果不同。這導致相關經濟增長低於平均水平、就業復甦緩慢、工資升幅低並激起了選民的不滿。

相比之下，新興經濟體則於2008年至2010年期間，落實強勁的刺激計畫。但事實證明，這些計畫導致經濟過熱，以至中國、巴西和俄羅斯等部分經濟體不得不於2011年和2012年逆勢而行，緊急剎停計畫。因此，2014年至2016年期間，這些經濟體也經歷了經濟放緩、衰退、貨幣疲弱及債務問題。

就成熟及新興經濟體而言，2017年展望都將與其如何處理上述不同問題密切相關。

成熟經濟體

美國方面，特朗普將於2017年1月20日出任總統，並由共和黨控制國會參眾兩院。特朗普已提出多項財政刺激措施，其中包括削減個人及企業稅收以及多項基礎設施開支計畫，從而刺激增長並推動海外資本回流。此外，他還計畫改革平價醫療法案(Affordable Care Act)避免鼓勵企業雇用每週僅工作29小時的員工、取消能源生產限制（解放葉岩、石油、天然氣和清潔煤炭的生產）並修改有關銀行業監管的多德-弗蘭克法案(Dodd-Frank Act)。令人倍感意外的是，他的目標是實現至少「3.5%或高達4%」的增長率。

儘管減輕監管負擔和取消美國就聯合國氣候變化活動所作的供款，可能有助於開支減少，但美國財政赤字，仍可能像雷根(Ronald Reagan)總統時代一樣進一步增加。

除了上述開支減少措施以外，財政赤字缺口僅能夠由稅收、借貸或印鈔及信貸來填補（如2008年至2010年期間中國的財政刺激措施）。但由於稅收可自動排除在外，而美國聯儲局又不允許在並無任何理由的情況下印鈔（聯儲局預期將於2016年12月加息，且可能於2017年加息兩到三次），因此借貸就將成為赤字融資的唯一方法。大選結果出爐後不久，就已出現債券收益率走高、通脹預期上升及美元走強。

外交方面，特朗普表示其將重啟北美自由貿易協定(NAFTA)的談判，撤銷跨太平洋夥伴關係協定(TPP)並就“貨幣操縱國”徵收高額關稅，從而禁止非法補貼鋼鐵和其他重要工業材料以低於市場價格流入美國市場。此外，他還計畫阻止美國公司開展離岸活動。特朗普希望通過以上措施幫助製造業、礦業、伐木業、鋼、鋁及其他重工業恢復就業。

特朗普的計畫旨在通過大力推動美國企業及家庭收入重建美國經濟的核心優勢。我們預計2017年實際國內生產總值將增至2.5%，消費者物價指數將達到2.1%。

相比之下，歐洲前景就遠不及此。銀行業問題改善緩慢、歐洲央行量寬計畫表現疲弱及受此影響利率跌至負面區間，都是阻礙經濟復甦的因素之一。歐洲失業率仍處於雙位數水平，且收入增長乏善可陳，因此導致政壇左右兩翼爆發了大量破壞性的民粹主義和排外的政治運動。意大利、荷蘭、法國及德國等傳統中右翼和中左翼政府將於明年進行公投或大選，這可能導致政治變動帶來更大的破壞性影響。從某種程度上而言，這些選民當中的一兩個人就可能擊垮統治精英，為歐盟甚至是歐元區等固有格局的存在帶來威脅。我們認為，實際國內生產總值最高維持1.5%左右，而且通脹可能遠低於歐洲央行“接近但低於2%”的目標。

(下頁續)

受到量寬計畫資金注入的支持，英國經濟表現一直相對較好，與美國資產負債表的逐漸復甦相似。自2013年以來，英國實際國內生產總值平均增長達2.3%，而且與歐元區不同的是，英國並不存在通縮問題。然而，2016年6月的英國脫歐公投，為該國帶來威脅，這可能導致其失去免稅進入歐盟市場的資格、外國直接投資下降，還可能對倫敦作為歐洲金融中心的地位造成巨大打擊。截至目前，脫歐餘震已導致英鎊貿易加權指數下降14%，而當2017年3月英國就脫歐與歐盟展開正式談判後，英鎊很可能進一步下跌。該下跌可能導致進口價格上升，並轉嫁予消費者物價指數，從而對實際工資增長造成影響。而由於英國消費者支出佔國內生產總值的65%，因此經濟增長將大幅下滑。預計英國增長及消費者物價指數通脹將分別為1.4%和2.5%。

日本方面，與歐元區一樣，銀行資產負債表復甦和結構性改革進展緩慢，而“質化和量化寬鬆”政策的效果遠不及預期。因此，增長疲弱及通縮反復帶來持續負面影響。首相安倍晉三(Shinzo Abe)的經濟政策，也就是“安倍經濟學”，並沒有實現既定目標，這導致2017年前景僅稍好於2016年。我們預計日本實際國內生產總值為0.7%，消費者物價大致持平。

新興經濟體

新興市場方面，2008年至2010年期間累積的過度信貸及債務槓桿導致政府，尤其是就巴西、俄羅斯、印度和中國而言，不得不於2013年至2015年期間進行逐步修正。2016年上半年商品價格觸底並開始溫和上揚，加上資本重新湧入新興經濟體，表明其基本完

成修正。但中國是個明顯的例外，該國自2014年初開始進入了新一輪信貸擴張。鑒於中國是目前規模最大的新興市場及全球市場的最大商品買家，因此新一輪信貸的暴升可能導致中國再次出現通脹問題。這不僅會影響中國過渡至消費推動型增長模式，還會對其他新興市場造成重創，尤其是商品生產國及與中國相鄰的東亞經濟體。

截至目前，金融和政府部門在很大程度上遏制了中國的過度信貸增長問題，但部分令人擔憂的跡象表明信貸暴升已對整體經濟造成負面影響。首先，這已導致股市（2014年和2015年）、住房和商品（例如大豆粉、PVC、鐵礦石、焦炭及鋼鐵期貨）市場出現一系列輕度泡沫。其次，大規模工業國有企業增長率及利潤錄得顯著上升。最後，連續四年錄得下降的出廠價格於10月份錄得上升。中國政府越早解決相關問題，經濟和就業市場受到的影響就越小，但如果有所延誤，一旦問題爆發，就更難以應對。而2017年中國政府將如何解決相關問題（通過鎮壓和直接控制或通過限制信貸及依靠市場力量調整）是2017年一個最大的未知數。

充滿意外的一年過後，致力尋求長期投資機會



Jeff Everett
聯席首席投資總監
Global Core Equities
亞特蘭大

內容摘要

- 我們預期2017年各國央行或會重新考慮量化寬鬆政策
- 不論部分市場政治言論如何，預計都不會阻擋全球化的步伐
- 我們認為，市場推動因素更加突顯出具體的基本面研究的重要性

2016年即將落幕，對全球投資者而言，這一年充滿波動與意外。開年之際，由於美國於2015年12月加息以及市場擔憂中國經濟放緩，市場於首六周錄得雙位數下跌。此後，在全球央行支持措施及商品價格上升的推動下，股市錄得強勁反彈。新興市場股票成為商品價格上升的最大受益者，截至本文撰寫時，過去五年大幅落後於成熟市場的新興市場，如今已反超前者¹。

今年，各國央行（日本銀行、歐洲央行和美國聯儲局）的寬鬆政策及／或鴿派立場，舒緩了投資者的緊張情緒。其他提振投資者情緒的因素，包括油價反彈以及美國房地產市場走強。然而，選舉為今年帶來各種意外。英國脫歐公投結果，表明其將離開歐盟，導致年中市場出現短暫但急劇的拋售。隨後快速恢復，但具體脫歐程序尚無法確定。特朗普(Donald Trump)在11月的美國總統大選中勝出推動美國股市上揚，尤其先前被看好的醫療保健和金融等行業表現尤為突出。儘管發生以上重大事件且價格波動劇烈，但隨著年關臨近，市場似乎出現合理的增長，為耐心十足及信念堅定的投資者，帶來可觀收益¹。

2017年有什麼市場動力？

當今世界，公司盈利能力之間的差距愈來愈大、部門(Sector)和行業(Industry)之間交錯影響、決策者公開干預導致多元資產錯綜複雜，互聯網的影響不可擋，此外，眾多行業和國家更面臨著監管風險。在這種情況下，景順Global Core Equities團隊，將繼續遵循嚴謹的投資方法，通過全球研究發掘出被忽視的投資機會並進行風險評估。我們認為，市場動力（例如企業盈利、利率、全球

化和人口結構等重要因素）更加突顯出具體基本面研究的重要性。部分市場行業（如金融和醫療保健行業）表明，2016年第三季度收入盈利大幅反彈，但截至本文撰寫時，相關行業仍估值過低，且被全球投資者所忽視。縱觀全球，鑒於兩大較長期發展趨勢，即人口老齡化（尤其在新興市場）和對健康生活方式的重視，我們認為醫療保健公司為投資者提供更多吸引的投資機會。

多年來，各國央行一直為市場提供支持，我們預期2017年央行或會重新考慮量化寬鬆政策，可能會將當前的超低利率政策擴展至基建開支計畫。我們認為通過利用實際政府開支對單純的貨幣刺激政策（導致復甦極為緩慢）進行補充，美國、歐洲、日本和中國的央行可能會進一步促進長期經濟增長。

此外，我們認為，央行近期對市場的支持利好被動型策略。總之，「水漲船高」的市場大環境已經導致主動型、以研究為導向的投資流程遇挫，因為這些投資流程更關注個別公司的優勢與劣勢。相反，美國被動型投資基金則受惠大量資產流動²。但我們預期，變動將扭轉這一趨勢，公司基本面和全球經濟改善，將令準備充分的管理團隊受益。

投資者須注意，我們的觀點並非建基於短期甚至是12個月的預期。而是放眼全球，使用多種估值標準物色「價值增長反常」，但我們認為能夠在三年或更長時間內提供極具吸引力的風險回報的公司。

我們以行業研究為主，地區分析為輔，從而更好地了解宏觀背景和我們投資的公司面臨的問題。個別市場的細微差別往往難以覺察

（下頁續）

或計量，新興市場尤其如此。例如，世界銀行近期公佈，在印度獲准從事商業活動或獲得建造許可平均分別需26天及190天。在孟買，進口通關手續辦理需要近13天，而經合組織成員國平均只需9小時³。我們在評估一家公司的潛力和風險時，當地市場特徵是極為重要的考量因素。

全球市場概覽

我們以全球視角對各個行業進行研究，不論部分市場政治言論如何（尤其是美國和英國），但我們預計全球化的步伐將會持續。因此，我們認為，持續的價格壓力、創新和監管帶來的挑戰，要求我們進行更敏銳的研究，以識別和量化相關風險下的盈利上升機會。截至11月初，我們仍認為市場的多個行業存在具吸引力的投資機會。科技方面，我們看好半導體相關行業；醫療保健方面，我們的研究發現部分生物技術相關股票價值增長反常。

但是，我們的投資策略，對市場的部分領域維持相當謹慎取態，尤其是已被視為「昂貴的防禦行業」的公用事業和消費必需品行業。我們認為，近年投資者專注股息和高收益股票，導致部分行業（如公用事業）估值相對昂貴，導致估值和加息預期帶來不必要的風險。

相反，我們在金融行業，尤其是金融服務行業樂見不少機會。但我們對金融行業看法不

一。數年來，我們一直對銀行業維持謹慎，甚至在今天看來，我們認為該行業的機會仍然不多，尤其是在當前的低息環境下。相反，我們對金融服務公司和保險公司的研究，表明多家公司存在持續增長潛力，尤其是那些勇於創新且較少受到重大資本和監管限制的公司。此外，我們發現從估值來看，金融服務行業的多家公司更具吸引力。

結論

我們的團隊經過高信念、基於基本面的分析後發現，目前公司股票估值與增長前景之間存在的差距，為長期的回報提供了巨大的機會。我們的策略仍是致力於物色這些價值增長反常的公司，並通過嚴謹的股票研究繼續識別變化、突破和創新的根源，因為這將從各方面對所有公司產生影響。我們相信，我們的策略尤其適合目前的市場環境，確保我們能夠趁市場波動加劇（尤其是與公司基本面無關的波幅）之際，為投資者捕捉潛在的長期回報。

1 自2016年1月1日至2016年10月31日以美元計值的總回報：MSCI新興市場指數，16.30%；標準普爾500指數，5.87%；及MSCI綜合世界指數，4.79%。資料來源：FactSet。

2 Morningstar，2016年9月30日。

3 資料來源：Gavekal Research，2016年11月3日。

估值高企，投資機遇何處尋？



Nick Mustoe
首席投資總監
Invesco Perpetual
泰晤士河畔亨利

內容摘要

- 財政政策轉變可能對債券市場造成巨大影響
- 對「類債券產品」的影響可能導致投資者進一步拋售「防禦型」投資
- 估值可能再度成為市場主要推動力

2017年市場前景很可能與金融危機後幾年的市場如出一轍。自2008/2009年以來，經濟政策近乎都集中在緊縮措施和寬鬆的貨幣政策，例如超低（甚至是負面）利率以及量寬計畫。這些措施的目的是減少債務增長佔國內生產總值的比重，降低零風險利率，同時刺激經濟活動。儘管這在一定程度上取得了成功，避免了和1929年一樣的大蕭條以及銀行業體系的崩潰，但基本上並無推動實體經濟大幅增長。

此外，這還導致資產價格出現大幅意外膨脹，對大多數經濟體造成了廣泛不利影響。2016年的政治事件就說明了這一點。英國脫歐公投及美國總統大選的意外結果充分表明，選民借此表達出對近年來收入及財富分配不均的強烈不滿。隨著法德兩國即將於明年舉行大選，歐洲可能還會出現類似狀況。如市場廣泛預期，相關壓力可能促使政府和銀行由貨幣政策快速轉向促增長型財政政策。

財政政策對市場有什麼影響？

若全球轉向擴張性財政政策，例如美國當選總統特朗普(Donald Trump)提出的削減稅收及增加基礎建設開支計畫，則可能導致債券供應量和未來通脹預期激增。在此情況下，投資者就不會再對債券收益率下跌習以為常，這可能對固定收益市場收益率曲線造成重大影響，進而波及股市中被視為「更加安全的」類債券部份（即「類債券產品」）。

近年來，估值一直不被投資者所看重，因為低波幅股票的表現要好過週期性股票，但這並非由於基本面，而是因為其特點與債券更為接近。而這一突出表現表明許多被視為「防禦型」的資產目前估值都十分昂貴。例如，截至

2016年10月31日，全球必需消費品股票成交價為來年盈利約20倍，已超過此前於2007年錄得的最高水平¹。我認為，該估值不會持續過久，而且一旦估值再度成為回報的主要推動因素，這些股票就會首當其衝。而財政政策的轉變就可能推動估值重回焦點，從而刺激與大幅跑贏的「避險港」資產相比表現落後的股票。

估值將帶來什麼機會？

總體而言，我認為目前市場估值過高。儘管收益率近期達到歷史高位，債券市場仍鮮有投資價值。儘管股市估值不及債券，但初看也較為昂貴。但在該估值背後，地區和行業之間存在著巨大的估值差異。如果深入分析，我認為若干市場仍存在投資價值。

地區方面，我認為歐洲市場表現突出，尤其是相比於美國股市。受到金融環境利好的推動，歐洲公司槓桿並無像美國公司一樣再度上升，而且盈利仍大幅低於之前的高位，因此具備巨大的上升空間。再考慮到兩大市場之間的估值差，美國股票市場與歐洲相比數十年以來未曾如此昂貴。

行業方面，我認為市場週期性行業，尤其是銀行，將繼續錄得理想表現。相比於金融危機後不久，銀行目前市值已錄得大幅增長。近年來，鑒於監管收緊及超低利率令回報受壓，銀行業已大幅完善其資本架構並減少盈利流波動。我認為，2017年利率及監管環境都可能有所改善。儘管自2016年7月至本文撰寫時，銀行業一直表現理想，但其交易價仍接近金融危機期間的最低水平，因此具備大幅上升空間。

（下頁續）

市場會否繼續大幅輪轉？

正如我們於近幾年來所見，意外的避險事件可能動搖投資者信心並導致估值對市場的推動作用下降。於此情況下，「防禦型」資產可能再度跑贏，尤其是就短期而言。但我們深信，就長期而言，估值仍是最可靠的回報推動因素。許多錄得理想表現的「避險港」資產目前估值過高，已未必能夠繼續為投資者提供預期保

護。但部分市場（例如歐洲及週期性特徵更為明顯的行業）估值則遠低於我們的預期。這一差異不會持續過久。若決策者轉變對擴張性財政措施的看法，則可能推動經濟進一步加快增長（即使上升幅度不大）及通脹上升。我認為，這將會有助於推動市場估值逐步回歸正常水平。

1 MSCI世界消費必需品指數，截至2016年10月31日。資料來源：彭博資訊。

利用因子把握未來一年的投資機遇



Bernhard Langer
首席投資總監
Invesco Quantitative
Strategies
法蘭克福



Dan Draper
董事總經理
景順PowerShares
道納斯格羅夫
(Downers Grove)

內容摘要

- 因子即有助解釋既定資產風險和回報的量化因素
- 2017年美國新任政府及其他地區的經濟政策可能影響因子表現
- 投資者可通過結合不同因子應對不同的市場和風險情境

儘管這聽起來可能是老生常談，但我們還是要說，隨著步入2017年，我們正處於重要關頭。我們在不到六個月的時間裡，經歷了兩大重要的民意調查，即美國大選和英國脫歐公投，其影響波及甚廣。儘管今年是美國連續經濟擴張的第七年，但目前復甦處於歷史低位，市場波動對持續打擊金融市場並考驗著投資者的決心。

特朗普(Donald Trump)在大選中以優勢勝出當選美國總統，將影響2017年因子表現，至少在短期之內是如此。選舉結束後不久，市場預期美國企業稅率削減、監管放寬及開支可能受到刺激推動全球股市錄得上揚。此外，這還推動短期收益率和美元急劇上升，造成債市波動並導致新興市場股份承壓。但投資者的預期會否實現還遠遠不能確定。

什麼是因子？

儘管因子投資近來才受到市場熱捧，但該方法可追溯至20世紀60年代，而且受到很多的學術研究支持。從根本上而言，因子可被視為有助解釋既定資產風險和回報的量化因素。事實證明，質素、低波幅、價值、規模和動量勢頭(Momentum)等通常採用的因子可為投資者帶來長期回報。因子是因子投資組合的基礎，同時也可與其他因子（即多元因子策略）或主動型管理基金相結合。

低增長環境中的持續經濟擴張

目前，美國的低增長經濟環境，普遍利好低波幅和派息股，但不利於價值股。而2017年能否延續目前環境，在一定程度上取決於美國新任政府和其他地區決策者的經濟政策。立法人士並不從事產品出售或創造銷售額，但其所制定的政策，卻可能為公司盈利增長帶來便利或阻礙。

此外，國家政策還會影響消費者信心和投資者風險胃納。

我們認為，若美國經濟增速較目前加快，價值因子和細型股因子將從中受益。因為價值股和細型股，都有可能在經濟增長加速期間錄得理想表現。而由於價值股和細型股在加息環境中，也能錄得突出表現，因此加息未必影響其潛在表現¹。

若股市上升，低波幅股就很可能表現不佳。因為低波幅策略的目標是減輕市場跌宕起伏的影響，低波幅因子可提供下行保護，但在大部分牛市情況下則可能跑輸。

美國經濟增長仍面障礙

但這並不意味著，未來一年投資者無法受惠於低波幅因子。儘管市場顯現出週期性回升跡象，包括庫存過剩減少、資本開支增加及盈利週期觸底等，但其中仍充滿風險，而且經濟增長能否持續並不確定。

汽車製造商銷售額表現強勁，不過一旦消費者信貸違約率上升，這一勢頭就將被打破。部分汽車公司高管認為，在受到經銷促銷優惠(Dealer Incentives)推動而錄得長期增長後，美國汽車市場已經見頂²。此外，我們看到美國工資存在明顯膨脹跡象³。時薪和工資成本增速達到經濟擴張以來之最。這可能令盈利率受壓，同時加劇市場波幅，尤其是在工人生產力停滯不前的情況下。回首20世紀90年代，平均時薪增長對市場波幅的影響長達一年左右。工資成本上升可能充分利好旨在減低風險的策略。

2016年底，美國未來經濟增長預期，推動國庫券短期收益率驟升及投資者轉投週期性行業。

(下頁續)

我們認為，2017年相關走勢的延續有望利好價值因子和細型股因子，但不利於派息股，因為相比之下債券更具吸引力。

國際增長前景參差

歐洲仍在尋找英國脫歐後的出路。儘管投資者對此憂心忡忡，但歐洲市場很好地應對6月的英國脫歐公投。不過，2017年法國和德國即將迎來大選，相關結果可能再度為歐洲帶來分裂的風險。此外，歐洲許多地區利率仍處於負數區間。持續的經濟增長可大大平衡量寬政策造成的不平衡問題，但部分經濟疲弱仍未消散且歐洲銀行業仍不穩定。

新興市場前景喜憂參半。儘管巴西已結束總統彈劾及印度經濟改革帶來正面支持，但印度決定收回高面值流通紙幣，為上述進展蒙上陰影。中國方面，人民幣貶值可能表明政府對未來經濟增長及持續的資本外流感到擔憂。

總體而言，各種風險可能導致未來一年的交易跌宕起伏，我們認為這將充分利好低波幅因子

投資。這一「承險—避險」的市場環境可能不利於動能因子，因為動量勢頭股歷來是在市場清晰穩定的持續增長下，才會錄得理想表現。不過，如果全球經濟增長持續，我們預計動量勢頭因子，將取得不俗表現。

混合因子的優勢

當然，各因子也可以根據不同的市場情境相結合，從而提供潛在的分散投資優勢。例如，若預期市場增長期間會伴隨有週期性波幅，就可將價值因子和低波幅因子相結合。

就與超額回報相關性極低的因子而言，分散投資的潛在意義甚至更大。例如，將動量勢頭的因子和低波幅因子相結合，就可同時具備兩個歷來表現迥異的因子。或考慮到明年的不確定性，將低波幅和質素等防禦性因子相結合有助於減輕風險，同時提供潛在的分散投資收益。

1 資料來源：FactSet Research Systems, Inc.，截至2015年12月31日。

2 資料來源：Bloomberg新聞，2016年11月8日「Toyota and Nissan Say the U.S. AutoMarketHasPeaked」。

3 資料來源：Bloomberg L.P.，2016年11月30日。

展望2017年，亞洲股市如何受惠？



蕭光一(Mike Shiao)

首席投資總監
亞洲（日本除外）
香港

內容摘要

- 我們對2017年亞洲區（除日本外）市場前景持相對樂觀態度
- 區內增長有望受到強勁消費需求、區內出口復甦及財政政策刺激基礎設施長期投資的支持
- 儘管美國聯儲局利率正常化週期可能影響區內資金流，但亞洲貨幣不大可能出現大幅波動

對亞洲（除日本外）股市而言，2016年是一個多事之秋，市場開年波動不斷，隨後投資者情緒出現轉變。區內經濟靠穩、亞洲各國央行持續致力放寬利率，美國政策收緊預期有所緩和，促使投資者重拾對亞洲（除日本外）市場的興趣。亞洲以外，英國脫歐公投所帶來的不明朗因素，歐元區以及日本的負利率推動投資者，及資產經理在連續多年低配亞洲（除日本外）股票後，重新湧向該資產類別。

展望2017年，景順亞洲股票投資團隊(Invesco Equity Investment Team in Asia)認為，亞洲（除日本外）股票將繼續受惠於盈利見底反彈、貨幣政策放寬及估值，較歷史及其他地區水平更為吸引。此外，我們認為其他幾項利好因素，也有望進一步刺激該區增長，其中包括電子商務不斷擴展帶來的強勁消費需求、區內出口復甦、持續改革推動生產力不斷改善，及財政政策刺激基礎設施投資長期增長。

我們的觀點：盈利見底反彈

2016年，因市場一致預期亞洲（除日本外）盈利增長會於全年不斷經歷下調，預計年內將大致走平。全球企業收入增長有限，但亞洲企業卻在不斷尋求增加盈利。我們認為，盈利見底反彈將成為亞洲區（除日本外）股票的主要推動因素。

我們認為，2017財年盈利率，有望錄得相對強勁的表現，原因有二：首先，亞洲企業加強開支控制，有望推動盈利改善；其次，我們認為成本(Input)價格下降，將減輕消費者及個別原料密集型行業（包括製造商、精煉商及運輸公司）所面臨的壓力。此外，在幾輪貨幣寬鬆政策過後，融資成本下降，也將創造一個更有利企業經營的環境。

資金動能（流動性）進一步提高

由於市場一致預期美國加息進程將十分緩慢，2017年亞洲（除日本外）股市應會繼

續受惠於充足的資金動能。亞洲多國央行已於2016年下半年進一步放寬政策，部分央行已將利率下調至歷史低位，例如印尼及韓國¹。我們預計，2017年部分國家將繼續放寬政策，鑒於通脹預期低企，大部分國家將維持寬鬆的立場不變。再加上現有的「滬港通」和最近推出的「深港通」，於香港上市的中国股票有望繼續受惠於結構性資金流，和資金動能改善所蘊藏的巨大潛力。

估值仍相對吸引

儘管亞洲大部分市場於2016年前三個季度錄得反彈，但按市盈率計，亞洲區（除日本外）股價仍較成熟市場存在大幅折讓，分別較歐洲及美國折讓9%及22%²。儘管盈利普遍更易受到市場浮動的影響，但按市帳率計算，區內估值也相當吸引，目前區內市帳率為1.3倍³，與2008年金融危機及21世紀初科技、媒體及電訊行業泡沫後的水平相近。儘管可能仍存在短期波動，但我們認為該估值水平，對致力受惠於亞洲（除日本外）長期增長的長線投資者而言，極具吸引力。

未來潛在動力

展望未來，亞洲（除日本外）市場有望受惠於眾多由結構性主題所產生的動力：

- **強勁的消費：**鑒於許多亞洲（除日本外）經濟體由出口型增長轉向消費帶動型增長，因此國內消費，將繼續成為重要的經濟增長推動力。中國、印度及印尼等國零售銷售額及私人消費的穩健上升主要得益於近年來工資的可觀增長。
- **持續的結構性改革：**區內眾多旨在提高生產力，並緩解產能過剩的結構性改革，可望推動股本回報率改善及市場重估。中國改革涉及多個方面，供給側改革預計將推動

（下頁續）

效率低的傳統型國有企業，轉型成為精簡高效的企業。韓國正採取措施就部分問題行業進行重組。印度方面，2017將是關鍵的一年，商品服務稅的落實，有望消除地區之間的壁壘，由此將印度經濟整合成單一國家市場。

- **出口復甦：**韓國和台灣等出口推動型市場有望受惠於消費者需求的復甦。美國潛在需求上升及2016年基準值較低，都將為亞洲帶來支持。就產品分部而言，台灣來自全球資訊技術公司及手機製造商的資訊技術零部件（例如半導體）需求，預料將進一步增加，韓國則將繼續受惠於不斷普及的本地化妝品的強勁人氣及消費電子產品。
- **財政開支及公共投資推動實體經濟發展：**除寬鬆的貨幣環境和國內消費以外，財政開支及基礎設施項目增加，將繼續作為經濟增長的另一支柱。亞洲新興國家基礎設施項目的需求，仍有望維持強勁，尤其

是東盟國家，這些國家的電力及交通基礎設施需求，均存在大幅上升潛力。其他地區，按絕對值計算，中國仍保持巨額的固定資產投資，這在一定程度上是受到城市化持續發展的影響。

結論

總體而言，鑒於盈利見底反彈、資金動能持續放寬及估值吸引，我們對2017年亞洲區（除日本外）股票前景持相對樂觀態度。但我們深知外部宏觀環境，可能帶來風險，首先就是美國聯儲局對利率正常化週期的態度更加強硬，可能對區內資金流及貨幣走勢造成不利影響。即使如此，因目前市場價格已將美國逐步加息考慮在內，所以我們仍相信，亞洲貨幣不大可能和2013年美國開始收緊政策時一樣出現大幅波幅。鑒於我們運用完全「由下而上」的基本面投資法，團隊將繼續在消費者相關領域，物色眾多具有吸引力的投資機會，從而受惠於長期增長趨勢。我們將繼續依賴於我們的核心投資能力：尋求最佳公司，也就是我們認為，其價格較實際價值存在折讓的個別投資機會及優質的公司。

1 印尼歷史低位為2016年10月20日錄得的4.75%。韓國歷史低位為2016年6月9日錄得的1.25%。
2 MSCI綜合亞洲（除日本外）指數相對於MSCI美國指數及MSCI歐洲指數。資料來源：MSCI、FactSet Research Systems, Inc.、IBES、Bloomberg L.P.、Goldman Sachs Global Investment Research，截至2016年9月30日。
3 資料來源：Bloomberg L.P.、景順，截至2016年9月30日。地區估值根據MSCI綜合亞洲（除日本外）指數計算。

經濟前景未明，利好投資者個別選股



Stuart Parks
亞洲股票主管
Invesco Perpetual
泰晤士河畔亨利

內容摘要

- 受到多重因素影響，亞洲大部分地區經濟可能繼續維持疲弱增長
- 印度宏觀經濟前景可能最為利好
- 亞洲許多公司都具備增加盈利、產生強勁現金流及加派股息的能力

2016年又是「勉強過關」的一年。正面消息包括，中國經濟增長出現上行驚喜，而且中國銀行業並沒有出現市場普遍預期的問題。此外，雖然印度和印尼改革進程加速。也存在負面消息。例如，中國增長是受到債務的刺激，其他地區增長不盡如人意，以及全球及菲律賓、馬來西亞、泰國和韓國等地政治事件都導致市場跌宕起伏。

2017年可會預期什麼變化？

今年政壇意外連連，但2017年預計也不會有太大改善。受到多重因素影響，亞洲大部分地區經濟可望繼續維持疲弱增長。

鑒於全球經濟增長不大可能大幅上升，因此出口增長可能停滯不前。不過，從正面來看，我們預計，美國當選總統特朗普(Donald Trump)有關貿易保護主義的政治言論，可能會因現實情況而有所削弱。國內消費方面，中國料將繼續維持強勁，印度將有所上升，但其他地區可能繼續受壓，尤其是韓國、馬來西亞和泰國，該等國家的債務積壓，令它們很難大力刺激消費增長。

就基礎設施開支（不少成熟市場主要的增長動力）而言，亞洲各國情況不一。今年房價飆升，導致中國政府正致力冷卻房地產市場，但印度則計畫上調相關領域開支，泰國和菲律賓也是如此。儘管開支有所上升，但預計不會推動增長顯著加速。

通脹方面，目前商品價格反彈，已推動批發價格上升，但需求不振意味著消費者物價通脹不大可能錄得大幅上升。於此情況下，利率前景各不相同。儘管印度和印尼等部分經濟體的利率，仍存在小幅下調空間，但相關央行可能擔憂資本流向中國等其他亞洲國家，因而不會採取過多刺激政策。

企業盈利方面，2016年企業盈利預期於過去五年首次靠穩並有所上調。這主要是由於「門檻收益率」低企，據年初市場一致預期顯示，2016年盈利增長預期僅為5%左右。商品價格反彈促進基礎材料公司盈利能力增強，進而推動盈利上升。此外，截至目前各銀行（尤其是中國）並無上調撥備也為盈利帶來支援。預計上述走勢將延續至2017年，進而推動年內企業盈利，有望錄得較高的單位數增長。

由此看來，亞洲估值水平並不昂貴。截至2016年10月12日，區內目前估值為2017年盈利的13.2倍，市帳率為1.5倍¹。這未必會導致股價因估值過高，而出現大幅下跌，但考慮到盈利增長前景放緩，這一估值也不便宜。就目前水平來看，該地區之所以具有優勢，主要原因就是其他股市的吸引力甚至不及於此。我們認為，鑒於亞洲債券收益率維持低企，而部分成熟市場股價又高出其幾倍之多，因此亞洲市場至少值得考慮。

評估地區情況

就亞洲而言，無論是從地區還是行業來看，我們都無法斷言其一定會出現利好市況。不過，印度的宏觀經濟前景可能最為利好。政府改革加上商品價格跌至歷史低位，推動該國經濟增長潛力上升。與此同時，通脹水平正常，財政和經常帳赤字也在可控範圍內。但我們認為，問題是這一樂觀前景，已推動指數估值有所上升。因此，投資者須要審慎甄選，趁低吸納。印度政府近日出奇不意宣佈，廢除並取締所有面額為500盧比和1000盧比的紙幣，致使市場陷入短期混亂，進而帶來部分股票投資機會，但總理莫迪(Narendra Modi)此舉，是為徹底根除貪污腐敗並剷除黑市交易，因此應會為市場長期發展帶來支持。

（下頁續）

菲律賓方面，總統的異常行為導致估值相應下降。但和特朗普一樣，總統羅德里戈·杜特爾特(Rodrigo Duterte)的實際做法未必如其所說，所以如果市場大幅下跌，可能是極具吸引力的投資機會。

中國方面，政府已有效控制經濟增長放緩的步伐，但6%至7%之間相對較高的國內生產總值增長是受借貸的刺激²。這令人感到擔憂，因為過往新興市場危機爆發前，通常都伴隨有類似的大幅信貸增長。我們團隊認為，只要中國經濟的資金來自國內存款，且銀行貸款／存款比率低於100%，那麼就能夠於未來幾年應對這一高額債務。此外，一旦出現資本外流，外匯儲備將起到重要的緩衝作用。不過，由於相關趨勢不會一直持續，因此投資者須密切關注。同時，如果不實施真正的改革，工業部門就不大可能在資本配置和盈利方面取得持久改善，因此我們對此配置有限。

較樂觀而言，中國國內消費仍維持穩健。家庭債務負擔不重，工資增長也持續帶來支持。移動網路在消費者當中迅速普及，因此社交媒體、遊戲、電子商務等致力於網路服務創新的公司將主宰市場。我們認為，儘管部分公司的增長機會已推動其估值上升，但該行業仍存在眾多投資良機。

韓國方面，這成熟經濟體內的增長機會不多，但企業資產負債表內的現金結餘，仍相當充裕。我們認為，企業很可能將現金以股息形式派發予股東，如韓國最大的公司已開始上調派息率。如果韓國其他公司也紛紛效仿，我們預期韓國股市，最終會出現中期重估。

最後，我們避免持有馬來西亞股票，因我們認為目前估值並未反映出經濟相關的問題。

評估行業機會

技術行業方面，我們看好資產負債表穩健，且具備強大的現金流產生和增長潛力，但估值較低的公司。其中包括中國互聯網公司、部分台灣零部件供應商及印度資訊科技解決方案供應商。此外，其他行業也可能存在投資機會，例如出口商股價可能因美國的反全球化言論而受到影響。

我們對銀行業的看法好壞參半。我們認為，只要加息幅度不會令不良貸款增加，全球由貨幣刺激政策向財政刺激政策轉變，就可能推動通脹預期小幅增加，並利好利率敏感型行業，例如銀行業。我們相信，近年來貸款異常增長情況較少（例如韓國和新加坡），以及能夠積極識別不良資產（例如印度）的銀行業體系，能夠取得更好的表現。目前，我們看好資本狀況良好的私有銀行，其估值已降至極具吸引力的水平。

結論

我們認為，2017年將延續2016年的大部分宏觀經濟走勢。不過這提供了股票投資的沃土(fertile ground)。亞洲許多公司都具備增加盈利、產生強勁現金流及加派股息的能力。相關公司能夠充分應對疲弱的經濟增長，而且許多公司目前市場估值偏低。

1 MSCI綜合亞洲（除日本外）指數，12個月遠期市盈率及滾動市帳率。資料來源：Goldman Sachs Strategy Research，截至2016年10月12日。

2 資料來源：高盛，截至2016年9月19日。



蕭光一(Mike Shiao)
首席投資總監
亞洲（日本除外）
香港

展望2017年，景順亞洲股票投資團隊(Invesco Equity Investment Team in Asia)認為，中國經濟和股市的重點將集中在增長、債務和資金動能（流動性）上。我們預計，中國的決策者將全力保持近期的穩定增長，改革則為次要。消費將繼續成為增長的推動力。中國債務問題仍將存在，但我們認為，其近期之內不會帶來經濟爆破的風險。貸款活動將由企業轉向消費者，我們認為這將利好經濟發展。資金動能方面，目前的「滬港通」和最近落實的「深港通」，將進一步打通南北管道，加強市場開放程度。我們認為，離岸（海外）中國股票的全球投資者，尤其會受惠於南向的強勁流動資金。在此篇章中，我們將從上述三大主題闡述我們的觀點。

支配收入按年增長，介乎8%至13%²，預計該升勢會得以延續。此外，我們相信消費行業，將繼續受惠於服務需求的增長。我們認為，從酒店、零售、金融服務、醫療保健、教育到資訊技術服務，服務業將成為未來增長的主要來源。

債務：短期未有風險，但徹底解決尚需時日
我們將密切關注中國債務狀況。目前，債務總額佔國內生產總值的255%，而10年前僅為150%³。急劇上升主要是由於2008年大幅刺激計畫下的過度舉債或槓桿所致。儘管目前整體負債水平高企，但基於以下三個理由，我們認為不會在短期內引發危機。

■ 中國債務大部分來自本地。這就減少了可能與外債相關的貨幣錯配和系統性風險。

內容摘要

- 我們預計中國的決策者，將集中維持近期的穩定增長，改革則為次要
- 展望未來，我們預計在消費的大力推動下，中國將維持穩健增長
- 中國債務問題仍將存在，但我們認為近期之內不會帶來經濟爆破的風險

增長：穩健及具彈性，並受到消費推動

中國決策者有兩大重要目標：維持可觀的經濟增長及落實結構性改革。鑒於增長仍是保持中國長期穩定的最重要因素，因此我們認為，2017年中國將把更多注意力放在維持增長上，結構性改革則暫為次要。

政府將通過目標基礎設施開支，帶動增長，從而抵消私人投資的放緩。此外，鑒於房地產行業對國內生產總值(GDP)的整體增長至關重要，因此我們認為，政府仍將對該行業採取普遍寬鬆的政策。即使如此，房地產措施也將因地區而異，也就是在樓市過熱的地區，採取緊縮措施，同時面向市場飽和度不高，及房屋過剩的城市推出支持政策。

展望未來，在消費的大力推動下，中國經濟將維持穩健及具彈性增長。受惠於穩健的工資增長，我們認為中國零售銷售額有望維持10%¹左右的年增長率。去年，城市人均可

■ 政府和家庭債務維持低企。目前政府總債務維持在45%左右。中央政府的債務估計少於國內生產總值的20%，相對主要成熟經濟體來說較為穩健。家庭債務佔國內生產總值的比重仍維持在40%的較低水平，遠低於主要經濟體70%至90%的比重⁴。

■ 政府可憑藉資產負債表內“資產方”優勢，通過廣泛持有的優質資產、上市公司擁有權和按需轉變的靈活性為問題纏身的企業提供支援。我們預計國有企業將佔A股市場整體的50%左右，總市值將約為人民幣25萬億元（約3.7萬億美元）。

銀行業方面，令人感到樂觀的是，家庭貸款滲透率有所上升及企業貸款有所下降。與經濟體內的去槓桿化（減債）流程一樣，消費者信貸需求上升將有助於刺激經濟，同時為問題纏身的企業提供時間以完成重組和去槓桿化。此外，家庭借貸，尤其是抵押貸款（將

（下頁續）

房屋作為抵押品）較企業貸款的違約風險為低，因此被視為更優質的貸款。我們認為，銀行業貸款質素，將隨消費者貸款的增加逐步錄得改善。

離岸中國股票強勁的資金動能和市場支援

「滬港通」計畫⁵已打通在岸與離岸股中國市場，不再需要QDII/QFII/RQFII⁶配額。「深港通」落實將令該體系更加完整，兩大計畫，都將允許在岸與離岸市場就大部分於上海、深圳和香港交易所上市的股票，進行雙向投資。我們認為，這創新的方法有助於加大市場開放，同時又不會失去對資本流向的控制。

通過「深港通」和「滬港通」加大市場開放可為全球投資者帶來雙重好處：

- 首先，離岸中國股票的全球投資者將受益於南向市場充足的資金動能，進而為市場整體帶來支持。過去幾周，南向每日限額的使用率超過50%，香港日成交量近20%⁷見頂。特別值得注意的是，流動資金主要來自內地，截至2015年12月31日止的三年期間，中國內地投資者帳戶，由11%升至22%⁸。展望未來，鑒於預期人

民幣走弱、H股⁹估值與A股相比普遍較為便宜且派息率較高等因素，都可能促使內地投資者，考慮將部分投資分散至離岸中國股票。

- 第二，全球投資者可利用這一便利管道通過北向投資於在岸A股市場。按股票數量和市值計，「滬港通」和「深港通」總計將分別覆蓋MSCI A股指數的92%或97%¹⁰。這是一個巨大的進展。目前，投資者不用再受QFII（合格境外機構投資者）限額限制或依賴於A股ETF（交易所買賣基金），可直接通過在岸市場投資於個別A股。

結語

2017年，增長、債務和資金動能，將成為中國經濟和市場的焦點。我們將密切關注中國的宏觀發展，同時重點關注個別股票的基本面走向。作為「由下而上」的主動型投資者，我們採用選擇性方法，投資於擁有穩定的領導力和競爭優勢的公司。投資組合所選擇的公司都具有一系列共同的質化特徵，即卓越的業務模式、具有競爭力的產品或服務、穩健的企業管治和清晰的擁有權架構，以及透明度和企業開放度。

1 資料來源：CLSA、NBS，2016年8月。

2 資料來源：CLSA、NBS，2016年8月，每季按年增長率。

3 資料來源：國際清算銀行及景順，2016年9月。資料截止2016年第一季度。

4 資料來源：摩根大通，2016年9月。

5 滬港通於2014年11月推出的是一項證券買賣及清算計畫，國際及國內投資者可借此跨境購買上海和香港股市的股票。

6 QDII指合格境內機構投資者。該項目允許經註冊的中國金融機構利用有限資金投資於國外金融資產，其中包括離岸上市中國股票。另一方面，全球投資者可通過QFII（合格境外機構投資者）及RQFII（人民幣境外合格機構投資者）計畫投資於中國A股市場。但這些計畫僅面向滿足資本和資產規模要求的機構投資者開放。上述計畫須經過複雜的提交和預批准流程。

7 資料來源：Goldman Sachs Research、港交所、景順，截至2016年9月。

8 自2012年至2015年。資料來源：HK Stock Exchange Factbook 2015。

9 「H股」指在香港聯交所上市的中國內地公司。截至2016年11月1日，中國雙重上市公司的H股成交價較A股存在折讓。

10 資料來源：MSCI、FactSet Research Systems, Inc.、彭博資訊、景順，截至2016年9月。



Jeff Taylor
歐洲股票主管
Invesco Perpetual
泰晤士河畔亨利

內容摘要

- 我們對歐洲經濟、政治及盈利的展望較大多數人更為樂觀
- 歐元區國內生產總值增長極有可能達到1.5%左右
- 歐盟不斷演變的可能性遠大於解體

不論是否包括英國在內，或是否從投資或政治角度來看，歐洲無疑是錯綜複雜，而且通常混亂不清，對世界其他地區人士而言尤為如此。受到投資者對經濟增長、銀行體系、政治、通縮及盈利擔憂的影響，2016年歐洲股市跌宕起伏。在大多數情況下，市場對此資產類別的感知未必與實際情況相符。從目前來看，隨著歐盟局勢日益複雜導致歐洲股市資金不斷外流，2017年歐洲股票可能與2016年一樣不被投資者看好，但對於我們這樣致力從長期著眼並不受市場短期異常走勢影響的投資者而言，這恰恰蘊藏著巨大的投資機會。

景順專注於估值，從市場增長型及價值型等所有行業著眼，尋求可能在特定時間為我們提供最佳風險／回報機會的股票。儘管我們投入大量精力進行股票分析，但我們也致力深入了解宏觀經濟和政治發展，因為過往經驗告訴我們，相關因素會對股票及行業表現以及股市投資者情緒造成重大影響。展望2017年，宏觀因素所產生的影響可能導致各行業估值及同一行業內的各個股票估值產生巨大差異。據此，我們已調整投資策略，從而捕捉相關錯位。如下文所述，我們對歐洲經濟、政治及盈利的展望較大多數人更為樂觀。因此，我們看好一系列盈利不斷復甦且估值較低的能源、週期性及金融行業股票。同樣，我們還會於估值利好的情況下買入更多防禦型股票，例如電訊股。

此外，我們還注意到，投資者對歐洲的擔憂及錯覺導致歐洲（除英國外）及歐元區股票的风险溢價一度升至2009年金融危機和2011/2012年歐元區危機期間的高位。時間會告訴我們，這是否真實地反映了股票的絕對價值，或股票相對於債券的回報，但無論如何：市場會消化一切問題，歐洲並沒有想像的那麼糟糕。

增長：事實證明，2016年歐洲在很大程度上抵抗了全球宏觀經濟動盪的影響，展望2017年，我們認為歐元區至少會繼續目前溫和但體面的經濟復甦。其國內生產總值增長極有可能達到1.5%左右：不要忘記，歐元區增長是受到國內需求上升的推動，因此更具持久性。歐洲大陸接二連三的危機事件導致該地區消費及投資多年來陷於低迷狀態，如今則是轉折的好時機。寬鬆的貨幣政策、（終將）運行良好的銀行體系、下降的失業率及小幅工資上升都將帶來利好。但英國脫歐公投結果顯示其將退出歐元區為該國蒙上一層陰影，導致其未來的經濟及政治發展以及外國直接投資是否會由該國流向歐洲其他國家充滿不確定性。不過，投資者應謹記，英國股市不僅僅受到英國經濟的影響。

政治：2016年，政治是另一令市場感到擔憂的因素。英國脫歐公投顛覆英國一貫的政治傳統，我們預計2017年不大可能再湧現出眾多類似的公投。歐盟不斷演變的可能性遠遠大於解體。2017年，歐洲將有多場重要選舉，其中包括荷蘭、法國及德國大選，因此市場可能會波動不斷。但我們不應忘記，2016年西班牙的事實證明，激進左翼並不一定會次次獲得勝利。

銀行：許多投資者認為歐洲存在系統性缺陷的銀行體系，可能導致歐洲股市劇烈波動。步入2017年之際，我們認為事實會進一步表明，歐洲銀行體系的狀況遠比普遍理解穩固。最新放貸資料顯示，銀行貸款再度上升。大部分主要銀行的核心資本比率與2008年之前監管不力期間相比已取得顯著改善，銀行流動資金大幅增加。我們預計，全球「巴塞爾IV」銀行資本規則，不會導致監管部門進一步提高資本規定。不可否認，低利率和負利率對歐洲銀行的盈利能力造成了巨大衝擊，但目前盈利已顯現出改善跡象，且費用收入表現穩健。雖然部分機構

（下頁續）

仍需要更多資本，其中包括一些備受矚目的知名銀行：但這只是例外情況，並不普遍。我們投資於眾多歐洲銀行：事實上，我們旗下多個基金都超配該行業。

通縮：一段時間以來，市場一致預期利率及收益率只會不斷下降，並將「類似債券」的股票（例如必需消費品股）視為唯一的投資對象。我們的持倉配置與市場一致看法相去甚遠。我們認為，有證據表明2017年將面臨更大的通脹壓力，我們預期整體通脹率將超過1%，遠遠好過近幾個季度0%左右的普遍表現。石油及其他商品價格復甦、世界其他地區出廠價格進一步增長及歐洲服務價格出現小幅上升都將帶來

利好。歐洲通縮風險預期可能有所改變。此外，市場可能會更加懷疑債券收益率是否會延續近期的超低走勢：體制改變可能已顯現出先兆。

盈利：壞消息是，幾年來歐洲整體盈利表現不盡如人意。好消息則是，目前分析預期盈利異常之低。事實上，這預期與衰退時期配合，但我們現時認為欠缺依據。鑒於國內生產總值呈現正面增長，通脹逐漸上升，低利潤週期可能推動企業錄得正面經營槓桿，再加上融資成本不斷下降，我們認為未來幾個季度歐洲很可能錄得正面盈利驚喜。我們可能迎來一個極為少有的時期，在此期間分析師將不斷上調而非下調預期。

利用盈利、質素和估值(EQV)深入分析 環球股票



Clas Olsson
首席投資總監
International and Global
Growth Equities
奧斯汀(Austin)

內容摘要

- 國際股市的短期前景普遍喜憂參半
- 基於四個主要原因，我們不會就任何策略進行貨幣對沖
- 波動為我們這些長期投資者提供趁低吸納的良機

展望2017年，受到全球各種宏觀經濟風險的影響，國際股市的短期前景普遍喜憂參半。我們認為，部分主要風險包括英國脫歐及歐元區的潛在不穩定性、幾個最大的新興市場去槓桿化（減債）及由近期美國總統大選及德法兩國即將到來的選舉所引發的不確定性。

但不論股市前景呈正面、負面亦或是喜憂參半，景順的國際及環球增長股(International and Global Growth Equities)團隊，將採取「由下而上」方法物色投資機會，通過盈利、質素和估值(EQV)特徵對公司進行評估。我們於下文就市場走勢進行分析並利用EQV對此進行評估。

成熟市場：利率在較長時間內維持較低水平

美國方面，美國聯儲局已下調2017年和2018年的加息預期，表示利率可能在較長時間內維持較低水平。歐洲方面，歐洲央行維持刺激計畫不變，這表明決策者認為區內復甦暫無風險。日本方面，鑒於通脹下跌、長期債券收益率上升及日圓升值，日本央行於9月份推出全新的貨幣工具，致力於長期之內保持接近0%的利率及2%左右的通脹率。

新興市場：增長將有所放緩？

美國利率預期將於較長時間內維持較低水平，提振2016年新興市場投資者情緒。商品價格收緊亦帶來利好。但我們認為，中國及巴西等部分大規模新興市場經濟體需延長去槓桿化流程。這可能削弱其未來增長率，從而令商品價格進一步受壓。

此外，中國增長放緩同樣會對嚴重依賴該國出口的東亞小型經濟體帶來負面影響。因

此，未來一年，其中大部分新興經濟體可能仍大幅依賴於美國的持續復甦錄得進一步增長。這一嚴峻的經濟形勢可能導致市場持續波動及股市估值出現偏差，進而為我們這些長期投資者提供趁低吸納的良機。

檢視EQV

不論宏觀經濟環境如何，團隊都將始終致力於通過我們的EQV投資流程，物色估值具有吸引力的優質增長型公司。

盈利。2016年，隨著全球每股盈利增長的下跌有所放緩，企業盈利從過去幾年的困境中錄得改善。儘管年底日本、亞洲（除日本外）及新興市場盈利仍經歷向下修正，但美國及歐洲盈利和銷售額均有所增長。由於日本企業嚴重依賴於出口，因此日圓升值對其造成不利影響。此外，鑒於亞洲眾多貨幣與美元聯繫緊密，因此美元走強對亞洲（除日本外）公司造成影響。

歐洲淨盈利增長錄得自2010年以來的最高水平。這主要是受到英國貨幣走弱的影響，瑞士、德國及西班牙的情況也有所改善。該升勢能否延續尚不可知，但貨幣所推動的修正通常只是曇花一現，而且多數還需要經濟基本面不斷改善。

本團隊經常會被問，我們是否會就貨幣進行對沖。我們不會就任何策略進行貨幣對沖，以下是四個主要原因：

1. 儘管外幣持倉可能造成短期波動，我們認為其不會對長期表現造成重大影響。
2. 我們認為，全球性投資組合可為美國投資者提供的一大優勢就是可以降低與美國市

(下頁續)

場的關聯度。但貨幣對沖將導致這一關聯度上升，進而有損於分散投資收益。

3. 此外，貨幣對沖在多數情況下純屬多餘，因為許多公司業務都遍及全球，因此通常會就許多不同的貨幣進行直接對沖。
4. 最後，對沖成本過高，可能為投資組合帶來不必要的債務槓桿。

質素。縱觀全球，自2012年以來公司股本回報率一直不斷下跌，而且並無改善跡象。如果企業無法增加總收入，那麼股本回報率就不會改善。

估值。由於市場上升及盈利下跌或持平，2016年大部分地區的估值都有所上升。我們認為，儘管未來一年存在巨大的宏觀風險且盈利增長形勢嚴峻，但成熟國家整體估值水平已經不低。

如果根據估值偏差來發掘投資機會，新興市場強勁的反彈導致其吸引力已不及2016年初，但我們認為其吸引力仍然最高，而美國吸引力則為最低。

五大因素令2017年日本股票前景不容小覷



小澤大二 (Daiji Ozawa)
首席投資總監
首席基金經理
Invesco Japanese Equities
東京

內容摘要

- 在2016年錄得令人失望的疲弱表現過後，許多投資者都甚少關注日本股票
- 但我們認為基於五大理由，投資者應考慮部分日本股票
- 我們認為2017年日本股票對我們作為長期投資者而言極具投資潛力

毫無疑問，2016年是自2012年以來令日本股票投資者感到最為失望的一年。不僅是日本股票表現不及平均水平，而且日本整體經濟連同首相安倍晉三(Shinzo Abe)所領導的政府，以及黑田東彥(Haruhiko Kuroda)領導下的日本銀行（日本的中央銀行）也嚴重打擊了投資者情緒，導致其紛紛撤出日本股市。但與此相反的是，景順駐東京的日本股票團隊Invesco Japanese Equities認為，目前正是重新審視日本股票的良機。我們有五大理由認為部分日本股票前景相當利好。

1. 經濟

首先，從週期性角度來看，我們認為日本經濟將逐漸加速。日圓靠穩及新興經濟體有所好轉，再加上工業生產及出口似乎均已見底反彈，這些都無疑有助重塑企業情緒。

除此之外，日本國會於10月份通過了總計約為4萬億日圓（或380億美元）的2016財年第二次補充預算，其中涵蓋大量經濟刺激計畫（包括基礎設施開發）及熊本(Kumamoto)地震後重建計畫開支。目前，政府正在致力迅速落實該計畫。此外，有消息稱，日本政府正在認真考慮制定第三次補充預算，以防國會可能因提前選舉而無法於2017年初結算主要預算費用，不過這一消息尚未得到證實。

好消息是，商品價格自底反彈及新興經濟體靠穩推動全球經濟上行，日本也因此乘全球之勢錄得復甦。投資者應謹記，縱觀全球，日本股市是與全球經濟活動關聯度最高的市場之一。因此，我們認為，如果你和我們一樣看好全球經濟，那麼就不應該忽視2017年的日本股市。

2. 日本銀行

不過，部分投資者可能認為日本股市波幅較高，因此很難進行投資，尤其是在過去日本

銀行不時採取不可預測及意外的行動的情況下。但我們認為類似情況可能不會再次發生。相反，我們堅信日本銀行行長黑田東彥，正在盡力加強與市場之間的溝通，這應會有助於減少任何意外並消除不必要的波動。2016年9月，央行宣布落實「質化和量化寬鬆及收益率曲線控制」(Quantitative and Qualitative Monetary Easing with Yield Curve Control)，從而通過將部分目標數量，轉移到控制收益率曲線上，以此加強貨幣政策的可持續性；市場對此並無感到意外；但市場反應平淡在一定程度上是由於日本央行已預先作出通知。

不論黑田行長情願與否，他似乎都沒有更多空間來進一步放寬政策，包括再度下調負收益率、增加銀行對日本政府債券的購買量、降低長期債券收益率及上調交易所買賣基金購買量，這一切方法看似都很難落實。日本央行似乎會退居幕後，進而由日本政府通過財政政策來扭轉局面。這也是首相安倍晉三通過大規模經濟刺激計畫，並開始著手制定第三次補充預算的原因。

3. 企業管治

第三，我們認為企業管治已取得顯著改善並將進入下一階段。通過2014年推出的《日本管理人規範》(Japan's Stewardship Code)及2015年推出的《企業管治守則》(Corporate Governance Code)，我們可以看出企業管治在眾多方面發生了巨大的變化。據東京證券交易所營運商日本交易所集團(JPX)表示，2016年77.9%的First Section上市公司（交易所內的大盤股）擁有兩名或兩名以上獨立的外部董事，而2015年和2014年則分別為48.4%和21.5%。

我們承認，初步持續改善更多集中於如何改變原有架構，但目前公司和投資者則更專注於如何有效地利用新架構。據日本投資者關

(下頁續)

係協會(Japan Investor Relations Association)調查顯示¹，88%的受訪者表示其已制定中期經營計畫，實現股本回報率(ROE)是位於銷售額、經營及經常性盈利之後的第四大目標。此外，61%的受訪者表示其制定了包括股份回購及股息政策等在內的資本政策，較之前的調查高出近一倍。許多企業表示，在制定新架構和目標後，目前正致力於探索如何增加董事會運轉效率、評估相關活動並更有效地激勵企業管理層。我們不得不承認，目前就此還沒有準確的答案或迅速的解決方法，但我們認為相關努力最終會取得豐碩的成果。

4. 結構性改革

第四，我們也將結構性改革，作為推動日本發展的正面因素，儘管其進展緩慢在一定程度上令人感到失望。這聽上去可能有點奇怪，但我們仍認為日本未能實現2%通脹目標的主要原因之一，是工資並無任何大幅增長。據日本總務省表示，儘管企業利潤表現強勁及勞動力市場收緊，失業率維持在3%左右，但在過去幾年安倍經濟學落實期間，佔日本員工總數約60%的全職員工薪金鮮有增長。從理論上來看，這種情況的確不大正常，但這忽略了一個事實，那就是日本全職員工的待遇遠遠好過兼職員工，包括工資水平、工作保障、額外福利及社會地位。因此，相比於加薪，全職員工對保住工作的欲

望更加強烈。所以，只要目前全職員工和兼職員工的工作待遇之間的巨大差距不變，日本工資就不大可能出現大幅增長，通脹也就無法因工資上升而受到推動。日本政府已就此達成廣泛共識，為提高生產力，安倍內閣正抓緊落實勞動力市場改革，包括同工同酬及放寬裁員限制，在首相安倍晉三的力推下，2017年相關改革有望取得進展。

5. 估值

最後，我們要說的是估值。據MSCI顯示³，截至2016年11月初，日本股市遠期市盈率與大部分歐洲市場相近，但較美國存在大幅折讓。此外，從市帳率來看，11月初日本股市為全球最為便宜的市場之一⁴。

不過你可能會說，考慮到過往日本股本回報率一直低於全球其他地區，因此其市帳率自然較低⁵。但鑒於企業管治，全面錄得改善而且全速進入下一階段，部分日本公司已通過審慎周密的資本政策，在盈利和股份回購及股息增長方面取得顯著成果。總體而言，日本市場似乎正進入中期重估階段。

儘管結構性改革進展緩慢，但其已逐步展開並且加快。此外，在預期低企的情況下，週期性因素也不斷上行，再加上估值較低，我們相信2017年日本股票對於我們作為長期投資者而言，具有巨大的投資潛力。

1 調查時間為2016年1月28日至3月7日。該調查面向日本所有上市公司（3,622家）進行，有27.1%的公司參與其中。

2 截至2016年10月31日。

3 遠期市盈率截至2016年11月10日：MSCI日本指數為14.01，MSCI歐洲指數為14.52，MSCI美國指數為16.74。

4 市帳率截至2016年11月10日：MSCI日本指數為1.29，MSCI歐洲指數為1.72，MSCI美國指數為2.80。

5 股本回報率截至2016年11月10日：MSCI日本指數為7.87，MSCI歐洲指數為7.65，MSCI美國指數為12.39。

2017年英國股票估值，面對四大挑戰



Mark Barnett
英國股票主管
Invesco Perpetual
泰晤士河畔亨利

短期之內，英國股票市場走勢，可會繼續受到全球債券價格及英鎊／美元匯率變動的影響。2016年期間，該等資產市場對英國股票，產生重要影響。債券市場的強勁表現（伴隨股市異常上升）及英鎊下跌的感知利益，一直推動英國股票估值不斷重估。

年關將至，再加上今年基本盈利增長（不包括英鎊和商品反彈所帶來的影響）整體未如理想，英國股票估值似乎已經見頂。由於債券和股票不斷攀升，以及各大央行加緊出台政策措施，投資者倍感緊張。鑒於估值上升、企業盈利能力持續受壓，加上近期市場盈利警告顯著增加，英國股票的估值預料會不斷出現重估。

英國股票估值面對的挑戰

展望2017年，以下挑戰可能導致英國股市當前估值被迫重估：

內容摘要

- 多重挑戰可能迫使英國股票估值重估
- 對於長期投資者而言，「由下而上」的投資機會應運而生
- 最重要的準則，是對估值保持警惕

■ **盈利**。首先就是缺乏整體盈利增長，在英鎊並無大幅貶值的情況下，整體盈利增長很可能同2016年一樣乏善可陳。來年的基本盈利前景，同樣暗淡無光。第二，近期英國經濟很可能陷入更大困境。除了英國央行的財政計畫，英國財政部也在考慮採取一切措施，避免經濟衰退。更多有關企業所得稅、國民保險稅及長期基礎設施項目的措施相繼出台。

■ **通脹**。主要受英鎊變動的影響，通脹再度上升，這將令消費者預算受壓、整體經濟發展受阻。再加上英國脫歐進程中，帶來政治不穩，英國就業率及投資意欲，可能有所下

■ **降**，進而導致國內經濟活動進一步放緩。這在一定程度上，影響股票的估值，自歐盟公投以來，全球及國內公司股票表現，就產生巨大差異。然而，由於定價能力仍不甚明朗，因此未來一年的企業盈利前景不容樂觀。

■ **政治**。未來一年，政壇可能出現更多意外，這可能繼續大幅影響企業行為、股市表現的第三大因素。國內方面，新任政府政治議程不斷變化，為政治局勢蒙上一層陰影；此外，國際政壇也將迎來一系列重要選舉；很可能出現政策突變或意外的選舉結果。

■ **債券**。最後，就是全球債券價值的轉變速度及程度，也可能令英國股票的正回報受壓。而聯邦基金利率的變動，或僅僅是市場意識到全球債券於夏季錄得的歷史低位，無法再客觀反映出通脹和利率的中期展望，都可能導致債券價值出現轉變。

對估值保持警惕

這些問題不論是單獨還是共同出現，都將為市場帶來持續挑戰。Invesco Perpetual英國股票團隊認為，最為重要的原則就是對估值保持審慎。

儘管股市估值高企，但自2016年6月歐盟公投以來出現的大幅行業輪轉，為長期投資者提供了「由下而上」的投資機會。就這些新湧現的機會而言，我們仍將重點關注能夠錄得可持續收益增長，進而以適度財務槓桿推動盈利、自由現金流及股息上升的公司。

美股八年牛市後，未來料出現三種增長情境



Juliet Ellis
首席投資總監
Invesco US Growth Equities
休斯頓(Houston)

內容摘要

- 經濟似乎出現轉捩點
- 展望2017年，我們正考慮三種機遇和風險各有不同的經濟情境
- 不論結果如何，我們將貫徹嚴格的投資程序，平衡考慮周全的組合建構和嚴謹的選股程序

景順的美國增長股團隊Invesco US Growth Equities團隊在數年前，已洞悉美股處於長期升市初期，與1900年代多次股市長年顯著上升的時期相若，其累計正回報顯著超越間歇性調整的影響，但只有回溯非常長年期，並須一定程度上從緊湊的日常市場雜音中抽離，我們才能看到此端倪，甚至連我們作為基金經理，在評估美國經濟週期和其對組合的影響時的相對長線思維也不足為道。我們相信可在股票配置上維持非常長線思維的投資者終可受惠，而其中不少確實已經受惠。

美股今昔升市

目前的長期升市已提供約15%的年率化回報¹—與過去三次歷史性長期升市相符：1921年至1929年、1948年至1965年及1982年至2000年。其中兩次升市各自持續約18年，而三者錄得的累計回報，均顯著高於目前的升市週期。在資產配置上採取非常長期的觀點，是投資者一大挑戰，而在不斷變化的商業及經濟週期內專注於轉變中的投資前景，是我們作為基金經理盡心為客戶管理資產的挑戰。

上述每次長期升市至少涵蓋一個美國經濟週期：企業盛、衰及復甦、利率政策轉變、國內生產總值(GDP)增長，或以上各項。即使最強勁的升市也不會直線攀升，而最近的長期升市¹也同樣不時出現調整。

從任何方面來說，目前的經濟復甦並非「典型」。整體經濟增長較過往的復甦疲弱。就業改善的速度較過去緩慢，而企業亦普遍抗拒為未來增長作投資，不論是由於規管收緊，還是對頗佳但非強勁的增長環境缺乏信心。消費市場持續去槓桿化（減債）、新增

借貸增長緩慢，而銀行承做借貸的步伐亦較為緩慢。目前息率處於歷史低位，促使投資者在高息股等範疇尋求收益。

經濟看來處於轉捩點，而最近美國大選結果似乎增添不明朗因素。展望2017年，衡量種種跡象，我們預計美國可能出現三種經濟情境。我們認為應保持審慎，多花時間考慮不同結果的股票風險和部署。

情境一：經濟增長緩慢的環境

我們認為目前經濟增長緩慢和息率維持甚低的水平的環境可能持續。人口結構、去槓桿化和環球貿易疲弱，均顯示在2017年及其後很可能出現這種情境。國庫券孳息偏低及企業盈利率見頂，導致企業投資不足，並專注於透過回購和派息把資本歸還股東。我們預期經濟增長緩慢的環境—不冷不熱—將令投資者及企業的信心下降，並繼續專注於穩健而非較高風險的機遇。若目前的情況持續至2017年，將會呈現下列的機遇及風險。

機遇：

- 抗跌類收益策略：公用事業及房地產投資信託
- 透過創新達致長期增長：藥業／生物科技及醫療設備
- 市佔率上升的業務：娛樂、社交媒體、健康生活及電子商貿
- 估值具支持：能源及零售
- 前景明朗及偏高經常性收益：「軟件服務化」及交易處理商
- 低固定成本：專利、資訊科技服務及企業雲端軟件

風險：

- 以息差為基礎的業務：銀行及人壽保險
- 週期性商品：鋼、農業及建築設備
- 傳統科技：授權應用軟件及企業硬件
- 低議價能力：食品零售商、醫院、通訊設備及酒店

(下頁續)

情境二：商業週期增速

傳統的商業週期復甦尚未出現，企業近年的業績仍然參差，其表現視乎我們所評估的行業而定。然而，這可能只是回復正常的步伐相當緩慢，並有部分跡象顯示可能出現較典型的復甦，經濟增長步伐可能再度加快。

舉例說，根據過往多個週期高峰的經驗，房屋與企業固定投資等範疇的消費及企業資本開支的潛在需求可高達1萬億美元。最近美國大選的結果顯示，美國可望推出企業稅改革和再度增加基建。薪酬增長自2012年穩步改善，與過往經濟脫離衰退時的情況相符。消費者收入預期升至自2007年以來的最高水平，並可能持續攀升。

油價可能升跌不定，以尋找供求平衡的水平，但隨著目前的供應來源逐漸耗減，能源相關的資本開支必需增加，以填補供應減少。若經濟增長及通脹維持表現，足以支持決策當局加息，我們可能察見債券孳息曲線轉趨陡峭、盈利率上升、薪酬上調及釋放自我複製的動物本能(animal spirits)。若2017年確實出現經濟增長加速情境，將會呈現下列的機遇及風險。

機遇：

- 週期末的行業：能源及金融
- 出口商：工業及科技
- 透過創新達致長期增長：藥業／生物科技及醫療設備
- 市佔率上升的業務：娛樂、社交媒體、健康生活及電子商貿
- 勞動市場增長：房屋、健康護理供應商及服務、消費服務（餐廳／酒店）
- 固定投資（基建）開支：軟件、非住宅建築、建材及工程

風險：

- 類似債券的資產：公用事業及房地產投資信託
- 高估值資金避難所：消費必需品
- 抗跌類科技：資訊科技服務及交易處理商

情境三：美國經濟衰退

有跡象顯示美國可能陷入經濟衰退。由於美國經濟將未能盡享擺脫環球金融危機後進入典型復甦的益處，這是很不幸的結果。美國聯儲局的貨幣政策失誤，可能導致市場信心及經濟增長偏離現時的軌道。信貸改善對銀行財務狀況的益處正逐步見頂，而信貸風險上升可能壓抑借貸，並導致潛在開支增長放緩。

嬰兒潮出生的一代（52至70歲）退休，或削弱耐用消費品及衣履開支，但可能增加健康護理、旅遊及娛樂開支。健康護理費用增加，導致佔開支的比重上升，同時汽油價格按年上升，並可能持續攀升。美國消費活動緩步改善的趨勢絕對有可能不再持續，千禧世代／迴音潮世代的人口（16至36歲）增加，可能不足以抵銷嬰兒潮一代退休以致開支和生產力減少的影響。

若就業市場和盈利率已見頂，但在這週期內經濟未見顯著增長，經濟表現可能在進一步轉強前逆轉。若美國在2017年陷入經濟衰退，將會呈現下列的機遇及風險。

機遇：

- 抗跌類收益策略：公用事業及房地產投資信託
- 透過創新達致長期增長：藥業／生物科技及醫療設備
- 市佔率上升的業務：娛樂、社交媒體、健康生活及電子商貿
- 估值具支持：能源及零售

風險：

- 依賴信貸週期的股份：銀行
- 高估值資金避難所：消費必需品
- 初始週期：汽車、房屋、航空及運輸

總結

我們一如以往對所見的跡象評估輕重，為2017年的組合作好部署。在近年低增長的環境下，不論未來經濟方向如何，我們認為組合部署投資於長線可增加市佔率的公司，

（下頁續）

即創新及參與新一代環球電子經濟的企業，是可符合投資者利益的舉措。這類增長範疇包括：

- 創新
- 新流動產品週期
- 點播數碼內容
- 市場佔有率轉至電子商貿和社交媒體廣告
- 隨著嬰兒潮一代退休和迴音潮世代開始消費，人口結構轉變

我們繼續在長期增長企業與在上述三種潛在情境下均可表現優秀的「全天候」企業取得平衡。這些全天候企業包括週期性較低和增長表現較具抗跌力的企業，或估值支持強勁，可抵禦跌市的企業。我們認為可在下列行業找到這類企業：

- 健康護理設備
- 商業服務
- 消費服務
- 軍事／防衛
- 零售
- 能源

我們在2016年減少對週期性股份的偏好，並按上述可能的情境轉為較均衡的策略，因為我們認為各情境出現的機率相若。隨著市場前景持續變化，我們將審慎和逐步作出相應調整。不論宏觀見解如何，我們將繼續把尊貴客戶的投資投放於我們透徹了解，以及獨立評估讓我們確信對比同類企業，其增長較迅速和盈利質素較佳的精選企業。

互連世界中的美國價值型投資



Kevin Holt
首席投資總監
US Core Equities
休斯頓(Houston)

內容摘要

- 對於像我們一樣的價值型投資者來說，我們認為能源和金融業是最佳投資機會
- 邁入2017年，我們關注的是三大總體經濟問題及一個變數（外卡 Wild Card）
- 對於耐心堅持的投資者來說，我們認為目前風險與報酬關係具吸引力

雖然2016年成了美國股市美好的一年，標普500指數在2016年10月31日報酬率達5.87%¹，我們仍見證歷史性的波幅起伏，展現全球市場的相互連結性(interconnectedness)。

- 在年初我們看到中國市場大跌，嚴重程度大到首次啟動市場熔斷機制。
- 在年中，英國的「脫歐公投」結果決定脫離歐盟，撼動全球。
- 在年底，美國選民以選擇共和黨總統及共和黨國會為這次爭議性的選舉做出結論。儘管過程紛擾，但新政府將很有可能以各種有利市場的行動（減少法規、降低稅賦、匯回在海外的美元）成為遊戲規則的改變者。

在能源及金融業之中找尋機會

站在產業的觀點，我認為對於價值型投資者而言，能源及金融業是最佳的投資機會。

- 原油價格在經過兩年的修正後，開始出現正常化—在2016年1月原油價格每桶約29美元，10月升到每桶約50美元²。我們認為，在需求量回到歷史水平，即每天約一百萬桶的假設下，原油每桶價格，有可能達到每桶60到65美元。
- 在金融業的部分，自信貸危機以來情況持續改善。資產負債表已大幅改善，槓桿比率顯著降低，許多銀行已開始處於顯著的資本過剩。事實上，截至2016年6月，美國前四大銀行和前兩大投資銀行的剩餘資本相當於在外流通股權的16%到42%³。由於法規環境放寬，銀行已獲准提高歸還給股東的資本額度。我認為正常化的利率環境（即使利率仍低），都應能給予這些個股更進一步的上升動力。

做為長期價值型投資者，我們會追蹤評價分散度(valuation dispersion)，即同一產業個股最低和最高價格的差距。當評價分散度擴

大時，我們認為有更多機會買進價值被低估的公司。透過這樣的觀察，我們認為能源和金融業現在增加許多過去少見的機會。

這樣的現象可從單一產業1950年到2016年7月每月最低與最高股價的評價分散中觀察到。在能源產業，目前的評價分散度大於此時期97%的月份⁴；在金融業，目前的評價分散度大於此時期80%的月份⁴。

2017關注議題

綜合上述，邁入2017年，我們關注的是三大總體經濟問題及一個變數（外卡 Wild Card）：

1. 由於中國出口疲弱，中國是否繼續讓人民幣兌美元貶值？這個答案對於中國經濟和她的全球貿易夥伴都有重要的意涵。
2. 英國脫歐公投最終結果為何，以及其他國家是否會跟進？在撰寫本文之際，英國與歐盟的未來關係結構仍未明朗，且還有許多重要的投票正逐步將在全歐洲展開。法國預計在2017年4月和5月舉行總統選舉；意大利則將於2016年12月舉行參議院結構的修憲公投。
3. 美國是否會面臨經濟疲弱？2016年已經成長緩慢，因此如有任何意料外的變化將帶來不良後果。
4. 最後有關於變數（外卡）的問題：萬一發生通脹又該如何？大多數的人並不預期2017年將出現通脹，我們也不認為會在新的一年裡見到，但在接下來的三至五年內卻有可能發生，我們認為這代表經濟循環健全良好。

（下頁續）

做為價值型投資者，我們在此並非預測全球經濟趨勢，而是找出現今由下而上評價的差異。我們相信即使在不確定的全球經濟環境下，各國政府將找出有效的財政重整方案，改善當前相當緩慢的經濟成長狀態，回歸平均數將在股

票市場清楚顯現。問題是這會需要多少時間－而我們認為對於耐心堅持的投資者來說，這種風險與報酬關係顯得良好。

1 資料來源：FactSet Research Systems, Inc..自2016年1月1日至10月31日以美元計價的總報酬

2 資料來源：US Energy Information Administration

3 資料來源：Morgan Stanley and FactSet Research Systems, Inc.

4 資料來源：Empirical Research Partners Analysis.根據1,500檔個股範圍分析結果，架構因產業不同而異，採取有效架構。



Rob Waldner
首席策略師
多元行業主管
Invesco Fixed Income
亞特蘭大

內容摘要

- 我們認為，財政政策放寬、去監管化和貿易將成為美國新政策的重點
- 美國增長走強應會令美國全面加息受壓
- 我們認為新興市場增長可能面臨持續阻礙

宏觀

景順的Invesco Fixed Income團隊，其2017年宏觀展望在很大程度上，可能受美國新晉總統特朗普(Donald Trump)及其政府政策走向影響。我們認為，特朗普執政初期，會落實部分主要政策。首先是財政放寬政策：其所提議的稅收削減和潛在的基礎設施開支，可能大幅推動美國錄得全面增長。其次是特朗普承諾放寬對美國經濟的監管。就此，他特別指出將改革平價醫療法案(Affordable Care Act)（也就是「奧巴馬醫改」），放寬對能源行業的監管並修訂多德-弗蘭克法案(Dodd-Frank Act)。我們認為，這些變動也可能於短期之內推動美國經濟增長。第三，就是為特朗普勝選帶來支持的反貿易言論。因此我們認為，其可能在短期之內落實部分阻礙自由貿易的政策。相關舉措可能於中期之內對全球增長造成負面影響。

近期而言，我們認為美國利率將有所上升。美國增長走強可能令美國全面加息受壓。儘管市場波動可能為美國聯儲局帶來憂慮，但我們認為其仍會於12月加息，且有可能於2017年再度加息。美國增長走強、財政刺激措施加上美國加息，將導致美元兌所有貨幣升值。美元升值和潛在的貿易措施，將為新興市場帶來不利影響。我們預計新興市場貨幣將有所貶值且相關市場增長可能面臨持續挑戰。

銀行貸款

我們認為，鑒於2016年第四季度銀行貸款價格，一直圍繞其面值浮動，因此預計2017年該資產類別的表現將與息票持平。我們認為，除“個別表現疲弱”外，公司資產負債表普遍穩健，且發行商受到自由現金流保護，因此貸款基調，可能繼續受到美國緩慢，但利好的國內生產總值增長的支持。鑒於長期投資者需求維持強勁，我們預計技術因素將持續穩固。我們認為，大部分主要風險並非局限於貸款風險。反而是普遍的宏觀經濟疲弱，可能引發的市場「避險」情

緒，以及經濟衰退可能造成的違約率上升。然而，即使如此，因優先順序擔保貸款位於資本架構頂端，所以仍具有相對較強的防禦性。

新興市場

截至撰寫時，我們認為新興市場不大可能重達2016年截至目前的卓越表現，但未來一年其仍有望錄得小至中幅單位數增長。這主要是受惠於正面的息差支持。鑒於新興市場資產在很大程度上依賴於全球環境，因此我們認為，央行持續的放寬政策、相對穩定甚至稍有放緩的增長及溫和的通脹都將為新興市場資產提供有利支援。此外，投資者持續尋求收益，相對於成熟市場，他們看重收入及新興市場的喜好令其維持吸引，表明投資者可能繼續湧入新興市場資產。新興市場國家的前景展望至關重要。目前，我們與以往一樣重點關注具備一系列推動因素（可靠積極的央行、財政責任等）的新興市場國家和信貸投資。我們相對樂觀的看法所面臨的主要風險是美國國庫券遭大幅拋售、央行政策發生意外轉變、全球增長大幅放緩或美元驟升。

歐洲固定收益

2017年歐洲固定收益市場，將繼續受到宏觀經濟不利因素和區內多國選舉的影響。反主流派的崛起（主要與過去數年經濟表現持續疲弱有關）表明未來一年市場可能持續跌宕起伏。歐洲央行已通過貨幣政策取得部分成功，減輕了分裂風險，但銀行貸款仍表現平平，我們預計英國脫歐將對歐洲增長構成拖累。不過，歐洲仍處於經濟週期初級階段，鑒於通脹表現仍不及預期且增長維持低企，我們預計歐洲央行的量寬計畫，將延續至2017年3月以後。因此，我們看好核心政府債券久期投資，且預計未來國內政治事件及／或央行舉措可能為我們帶來投資良機。此外，我們對週邊國家持中立看法，並對義

（下頁續）

大利和葡萄牙前景繼續持審慎取態，但稍看好愛爾蘭和西班牙債券投資。貨幣方面，我們認為投資機會不多，但我們認為歐元可能因其融資貨幣地位，而受惠於避險情緒。然而，政治環境充滿挑戰，可能會阻礙歐元錄得任何大幅升值。我們認為，該市場所面臨的風險是歐洲央行，於近期之內突然宣佈終止量寬計畫，或削減量寬計畫規模。

環球高收益

儘管息差收窄區間有限，但考慮到目前息差公平值利好，我們認為美國高收益債券，將於2017年錄得理想表現。美國以外地區，高收益債券表現將取決於當地的發展水平。美國高收益市場內的大部分企業收益，與美國消費者水平密切相關，而我們認為2017年消費者水平有望維穩。美國以外地區的企業收益前景和盈利能力更為特殊且依賴於相關國家／地區。美國聯儲局的行動，可能對環球高收益市場情緒和美元造成重大影響，進而導致商品價格，及商品相關的高收益資產價格起伏波動。中國需求走軟，也可能令全球高收益市場受壓，同時導致歐洲增長不盡如人意。但我們看好美國高收益市場的一系列進展，其中包括：眾多美國高收益公司，已通過削減成本和改善資產負債表成功應對商品價格下跌，債務融資並購活動，已大幅放緩且違約率僅錄得輕微上升。這些進展，都可能為2017年的美國高收益債券帶來支持。

環球投資級別

鑒於宏觀經濟環境利好及市場持續追求收益，我們認為2017年環球投資級別信貸，將跑贏主權信貸。考慮到流動資金充足（尤其是美國以外地區），預計全球經濟不大可能出現衰退。美國方面，儘管聯儲局言論，表明其可能進一步加息，但我們認為收緊幅度有限。此外，歐洲央行及英國央行可能繼續落實量寬計畫。將企業債務納入購債計畫

進一步限制了收益型資產的投資者供應，進而可能為環球投資級別債券帶來支持。

我們認為，風險包括全球增長意外放緩，進而可能導致信貸基調和風險資產承壓。此外，全球增長和通脹加速可能導致利率進一步上升，而鑒於主權債券因收益率極低而受到的保護有限，因此其遭受的影響尤為明顯。步入2017年之際，企業信貸投資主要受信貸息差，和絕對收益低企所主導。該資產類別的表現，可能在很大程度上取決於能避免持有問題纏身的行業和發行商，同時捕捉投資良機。

全球流動資金

未來一年，美國貨幣市場基金經理，將注意力重新集中在改革後的增值。如果改革導致供需不平衡問題持續，則短期信貸息差可能維持高企，這就可能不斷為優質，及超短期投資策略創造具有吸引力的收益率投資機會。美國政府證券供應量充足，應可為短期利率提供支持，但我們將密切關注2017年初美國債務上限的相關進展，這可能對美國國庫券的短期供應量造成影響。美國經濟增長放緩，仍可能成為聯儲局2017年的關注重點，但與近來幾年相似，聯儲局可能仍傾向於以破壞性最低的方式，發佈前瞻性指引並逐步進行加息。歐洲貨幣市場將於2017年開始改革，但由於距離落實時間較長（與美國相似），2018年之前其可能不會對市場造成明顯影響。

結構性債券

我們預期，2017年的宏觀經濟及資本市場環境，將普遍利好結構性證券，因為宏觀經濟增長放緩及一般的利息窄幅上落，通常有利於降低預付風險及收緊信貸息差。而鑒於房屋供應量預期維持緊張加上消費水平穩健。我們認為，美國相關住宅及商業房地產基調，也將為該資產類別帶來正面支持。

（下頁續）

近年來，美國商業房地產價值大幅上升，但我們認為，資產泡沫更多的是股票風險，而不是投資級別債務風險，因為自信貸危機以來，抵押品質量、信用增強和承銷已錄得大幅改善。外國投資者湧向美國機構擔保型抵押貸款(MBS)，支持證券帶來極為利好的技術支持，這主要是受到過往美國以外地區大量負利率主權債券的推動，但我們預計，隨著2017年貨幣對沖成本的持續上升，外國資金的流入速度將逐漸下降。我們認為，主

要風險包括(1)聯儲局有關抵押貸款支持證券息票再投資、預付和到期日的政策發生意外變動；(2)央行可能就利率，採取更為激進的立場；(3)美國商業房地產價格，出現異常大幅下跌，及(4)即將於2016年12月24日生效的最新多德-弗蘭克法案「風險自留」規則，可能為新發行的商業抵押貸款支持證券(MBS)的供應，帶來負面影響，進而對市場造成破壞。

前景審慎，但機會仍存



Lewis Aubrey-Johnson
定息產品主管
Invesco Perpetual
Fixed Interest
泰晤士河畔亨利

內容摘要

- 我們對債券市場整體前景持審慎取態
- 審慎取態反映債券市場多個領域的收益率都處在極低水平
- 儘管我們對前景持審慎態度，但我們認為部分市場領域仍相對較為吸引

展望2017年，Invesco Perpetual Fixed Interest定息團隊(駐泰晤士河畔亨利)對債券市場整體前景持審慎取態，並以較大權重的現金和其他流動性工具對投資組合進行防禦型配置。該資金動能(流動性)不僅有助於減輕市場疲弱期的影響，還可讓我們把握任何可能出現的投資機會。

中央銀行

我們之所以持審慎取態，是因為債券市場多個領域的收益率都處在極低水平，就信貸和利率風險水平而言，大部分債券的回報都不甚理想。至少從央行政策來看是如此。

歐洲企業債券市場就是一個很好的例子。歐洲央行於2016年3月10日宣佈推出企業債購買計畫(Corporate Sector Purchase Programme)至9月7日下調利率期間，以歐元計值的投資級別債券收益率下降約67點子至0.63%¹。鑒於投資者致力維持收益，企業債購買計畫對其他行業造成影響。英國央行於2016年9月開始推出的本國企業債購買計畫，對英鎊債券市場產生類似的影響。截至本文撰寫的11月中，企業債購買計畫預計將於2017年3月結束。愈來愈多的市場傳聞稱，歐洲央行計畫於10月初縮減購債規模，因此任何縮減刺激計畫的決定都可能對債券市場造成負面影響。

通脹

暫時性跡象表明全球經濟將由偏向通縮轉向再通脹。其中原因有三：

1. 首先是商品價格反彈。例如，截至11月10日，布倫特原油價格較1月每桶27.9美元的低位上升75%²。基數效應開始令整體通脹承壓，同時帶動製造業商品價格上升，這也是中國出廠價格自2012年以來首次扭轉至正面區間的原因之一。

2. 其次是財政政策轉變。市場廣泛預期，美國當選總統特朗普(Donald Trump)將通過大幅增加基礎設施及國防開支刺激美國經濟。在其他地區，日本和加拿大財政政策出現傾斜跡象，其他地區也可能如此。
3. 最後是對自由貿易的抵制愈加強烈。儘管相關抵制對增長可能造成負面影響，但也會導致價格上升，高昂的關稅將推動消費者轉而購買國內價格稍高的相同產品。

我們預計通脹不會在短時間內飆升；中國產能過剩及全球整體需求疲弱等架構性問題仍然存在。即使如此，在成熟經濟體勞動力市場收緊和上述各項因素的共同作用下，未來幾年全球經濟可能錄得十分緩慢但持續的再通脹。

政治風險

政治風險仍是金融市場面臨的一項主要風險。2017年，法國和德國將迎來總統大選，荷蘭則將舉行普選。相關選舉都可能導致市場波動大幅加劇。此外，這些選舉更恰逢英國脫歐及特朗普將於2017年1月開始出任美國總統之際。

相對價值領域

儘管我們對前景持審慎態度，但我們認為部分市場領域仍相對較為吸引。我們認為，若干投資組合可伺機買入通脹風險估值過低的通脹掛鉤債券。指數方面，投資級別企業債券收益率及息差，均處於極低水平而且投資價值不大。但我們，認為，部分企業債券市場仍可帶來相對風險而言仍具相當吸引的收益。

金融業：銀行

信貸方面，我們看好金融業，尤其是次級銀行資本(額外一級及巴塞爾協定III一級銀行

(下頁續)

資本）。從資本角度來看，歐洲銀行的狀況自2008年金融危機以來錄得大幅改善。這主要是得益於歐洲銀行管理局的壓力測試。不過，相比於美國銀行，歐洲銀行還要繼續加強其資本實力，我們相信這一修復流程將為我們提供長期投資機會。就AT1債券而言，歐洲央行已於2016年解決該行業所面臨的部分風險，同時授予銀行更大的自由裁量權，作出包括股息和AT1息票（評級最低的債務資本形式）在內的現金付款。

我們認為，目前的估值並未反映出上述利好因素。例如，2016年11月8日，全球或有可轉換(CoCo)債券（包括AT1）收益率達6.46%，較全球企業債券市場整體收益率高出4個百分點左右。³

金融業：保險

我們認為，保險業存在進一步的投資機會。為滿足償付要求，保險公司會發行次級債券，其收益也相對較為吸引。由於其屬於銀行業，因此監管變動會帶來部分傳統債券(legacy bond)投資機會。2016年1月之前發行的保險公司次級債券計入2026年前的一級資本；但風險並不像部分償付能力II(solvency II)資本一樣大。我們持有大量信貸情況理想的保險公司次級債券，鑒於其供

應量不大，我們預計其有望與一級銀行資本一樣獲得可觀溢價。整體而言，該行業信譽度較高，且償付水平高於監管最低規定。

混合債券

此外，我們認為也可伺機投資於非金融業混合債券（由投資級別非金融業公司發行的次級證券）。截至撰文時的11月中，混合債券仍與優先順序債券之間維持較大的息差。⁴通常情況下，鑒於其資本風險，混合債券會低於發行商優先順序債券兩個評級。我們認為，在致力於尋求收益的情況下，大部分投資級別發行商都能夠提供的這一溢價顯得十分吸引。就次級銀行和保險資本來看，這些債券的基礎特性可能根據發行有所不同；所以，瞭解其特殊性對其潛在價值的發掘而言至關重要。

高收益債券

總體而言，大部分高收益債券的估值都有所上升，但我們認為部分市場領域仍相對較為吸引。我們的策略是維持審慎，同時專注於能夠提供資金動能（流動性）相對較強的高收益債券的優質公司。而對於墮落天使（投資等級遭到下調的公司）而言，我們認為其若能採取恰當的措施扭轉業務發展，也可提供相關投資機會。

1 資料來源：BofA Merrill Lynch Euro Corporate Index。

2 資料來源：彭博。

3 可轉換債券以BofA Merrill Lynch Contingent Capital Index為代表，全球企業債券市場由BofA Merrill Lynch Global Corporate Index代表。

4 資料來源：摩根大通。



David Jubb

基金經理

Invesco Perpetual Multi-Asset

泰晤士河畔亨利

內容摘要

- 本團隊從兩至三年的投資期著眼，物色具有吸引力的潛在投資機會
- 全球生產力下降可能導致國內生產總值(GDP)增長持續放緩
- 各國央行不同的量寬措施令貨幣流通速度不一

Invesco Perpetual的多元資產(Multi-Asset)團隊，從兩至三年的投資期著眼（有助通過評估週期性和結構性市場動力），物色極具吸引力的投資機會。

我們會根據該投資時限，形成核心的經濟觀點，概括對未來兩到三年內的全球經濟走勢預期。這經濟展望，不是我們揀選投資理念的因數，而是作為納入投資理念在投資組合前，須接受其中一項檢測（須確定就兩到三年的全球經濟展望而言），各理念均有望締造正面回報。

我們選擇這一期限的目的，就是為避免受部分市場觀察人士和參與者影響，過分關注市場短期反應。但我們深知，我們的核心經濟觀點可能出現錯誤，而且市場短期反應，可能造成劇烈的波動。因此，我們在投資組合管理流程中，融入情境測試(Scenario Testing)。當我們認為存在多種可能性的時候，即使這種可能性很小，也會根據相關可能對投資組合進行測試。

這些情況可能較為極端，但不論其概率大小，都是我們認為可能於未來12個月切實發生。這不僅可以說明，我們識別投資組合所承擔的風險，也能夠讓我們瞭解，如何提高投資組合在面臨潛在市場事件時的穩健性。

我們希望借此深入分析，全球經濟目前所面臨的部分結構性問題和挑戰，這也是我們投資組合構建過程中的重要考量因素。部分問題將說明，我們形成核心經濟觀點，或設定上述投資組合測試情境。我們所討論的問題包括生產力、貨幣流通速度或短缺、債務負擔（尤其是中國）、歐元貨幣聯盟的脆弱性和美國潛在的週期性衰退。

生產力

全球金融危機已過去八年，儘管技術持續發展，資金注入不斷，但全球增長似乎一直而

且還將繼續處於低迷狀態。增長疲弱的原因之一就是，按工時數或所有生產要素計，全球生產力自20世紀80年代末以來一直在不斷下滑。

從20世紀70年代到2000年，德國生產力增長由4.5%降至2%，再到如今降至1%。日本則由20世紀70年代的5.2%下滑至2000年的2%，最後下降到如今的1%，而美國同期生產力由2.1%降至2%，最後降至不足1%¹。

對經濟學家而言，生產力走勢一直是一個謎，尤其是在全球化和自動化不斷深入以及新技術不斷崛起的情況下。過去40年，全球化和自動化迅猛發展，人們廣泛認為這會推動生產力進一步上升。從耐用品（製造業）生產力大幅高於非耐用品中就可以看出。然而，是否存在基數效應表明這些因素的影響已逐漸消失，進而導致生產力跌回至長期較低水平？

此外，金融行業的大幅增長也值得深思。單就美國而言，截至2010年的過去30年間，金融服務業所佔國內生產總值的比重就翻了一番以上²。不過，金融業只是中間機構，所以其對生產力的貢獻還存在很大的疑問。

可以說，企業和政府負債累累刺激了金融業的增長，但本身也導致了生產力的下降。例如，如果出現任何利率正常化，債務償還就會成為首要問題。通常情況下，資本成本的上升都會導致資本對勞動比率下降，進而導致生產力下滑。

不過，最大的問題是，即使利率已有所下調，生產力仍在持續下跌，這表明受到不良刺激的銀行濫用資本所影響，且利率過低可能更直接地造成生產力下降，或換句話說，就是低效使用債務。

（下頁續）

這也說明，電子郵件和社交媒體等部分，已成為主流的新技術非但沒有提高生產力，反而起了阻礙作用。

不論生產力下降到底是出於何種原因，這種趨勢都未必出現逆轉，加上疲弱的人口走勢，有關未來國內生產總值增長持續放緩的預期，很可能變為現實。

債務

世界各地在全球金融危機期間所採取的對策，就是進一步增加債務。據麥肯錫(McKinsey & Company)表示，自2007年至2014年中期間，全球債務已由142萬億美元，升至199萬億美元（包括家庭、政府、企業和金融業），而且這一數字還在不斷上升。

在此情況下，鑒於中國債務水平自2000年以來，錄得大規模擴張，且目前已成為全球市場的主要推動力，因此備受市場關注。中國私有行業債務，目前佔國內生產總值的220%，中國半數企業的現金流不及其利息付款。但要判定高額債務何時過度發展過，並須要進行修正是十分困難。

從樂觀角度來看，中國可能成功擺脫債務問題，即使實際增長放緩，但仍可能維持合理的名義國內生產總值增速（目前約6.5%）。此外，目前的經常帳盈餘表明，只要資本外流處於可控水平，貨幣可適當下跌。而且，儘管2011年投資佔國內生產總值比重達48%，但中國資本儲備仍然較低，人均資本佔有僅為美國的十分之一。這意味著投資拉動型增長仍然可行且仍具備上升空間，但按理來講，這會導致更多的債務融資。

不過，中國也存在一些問題。其中包括影子銀行發展過快。例如，類似客戶存款的財富管理產品，實際上是為企業貸款融資。愈來愈

愈多的相關資金用於償付現有債務和利息，造成資本濫用。此外，公司現金流低於利息付款，因此投資效率低下，而且一旦債務成本上升或現金流枯竭，就可能帶來巨大的違約風險。

近期，中國政府已表明將清理部分國有「僵屍企業」（即需要國家救助的企業），引發部分企業債轉股。部分預測表明銀行業，可能須核銷佔國內生產總值20%的不良貸款。儘管我們很難預知中國政府將採取何種方式，但潛在的信貸惡化可能會對國內外造成嚴重的負面影響。

貨幣流通速度

另一相關問題，就是量寬計畫注入的資金，似乎很少成為高效穩健的投資開支。近年來資金流通速度，就充分反映出這一點，如20世紀30年代一樣³，其非但沒有上升，反而急劇下降。

流通速度上升通常被視為一項利好因素，因為這能有效衡量新注入資金（即新債務）的效率。因此，一個不可避免的問題就是，全球金融危機後的干預，是否導致資金配置錯誤，進而造成了流通低迷？景順首席經濟師祈連活(John Greenwood)對日本及歐洲央行的量寬政策，提出強烈的質疑。兩地政府從銀行買入資產，然後再將資金存入各自的央行。這並沒有像英國和美國量寬政策一樣，通過為非銀行業提供支持，推動相關行業將現金用作再投資，從而加快貨幣流通。

這將帶來雙重影響：首先，這可能繼續為目前全球低增長提供支持。其次，鑒於截至目前的大規模量寬計畫，未必能對所有經濟分部產生成效，因此央行可能須採取更多特殊政策，不然促經濟的重任可能會重新回到政府身上，政府須推出新一輪經濟刺激計畫。

（下頁續）

歐元貨幣聯盟

英國脫歐公投，再度引發了人們對歐盟的擔憂，而且，除了政治事件以外，我們認為歐元區還持續面臨許多憂慮。

其中一個就是歐洲央行TARGET2系統的失衡，該系統為覆蓋多國央行和歐洲央行的跨境結算系統。德國對歐元區其他國家的債權再度錄得如2011年和2012年的上升，這可能表明週邊國家相對競爭力逐漸減弱，因此延遲了提款和向德國轉款。令人擔憂的是，葡萄牙、希臘和西班牙，能夠從私人行業大規模債務中脫身的機會愈來愈少，這可能會導致其違約率上升。

而目前歐洲週邊國家政府債券息差，正處在全球金融危機之前的最低水平，這表明市場已經忘記這些脆弱的歐元區週邊國家一直存在的問題。例如，西班牙和意大利十年期債券收益率僅高於德國國債約100點⁴。

美國週期性憂慮

另一問題就是美國經濟復甦。許多因素都表明其出現潛在衰退跡象。總體而言，美國消費力看似相對穩健。不過，由於消費力是受

到信貸增長的支持，若經濟增長停滯，消費力也難以維持，因此存在風險。通常情況下，強勁的消費力會伴隨著工資上升，但目前工資增長也不盡如人意。今年大部分時間，美國人均每週工時都錄得按年下降，而且工資整體不斷向下調整。此外，租金對工資增長穩定上升顯示，如果工資無法跟上其他日常消費，那麼消費力可能因此受壓。通常情況下，工資通脹上升都是受到企業強勁表現的支持，但隨著稅收下降及盈利下跌，步入2017年之際，消費者購買力可能會亮起紅燈。

儘管上述各方面並未構成我們的核心展望，但卻值得我們深思，並有助於我們構建投資組合，加入情境考慮，從而對策略進行測試。當然，部分結果會更為樂觀，但對於我們以風險管理為基礎的投資組合構建而言，下行和上行測試都至關重要。這樣，我們才能構建出穩健的投資組合，從而抵禦潛在的市場震盪。

1 資料來源：Federal Reserve Economic Database，2016年6月30日。

2 資料來源：National Bureau of Economic Research

3 資料來源：Federal Reserve Economic Database，2016年6月30日。

4 資料來源：彭博資訊，截至2016年10月31日。

價格、表現和可預測性， 主導實物資產投資者的觀點



Tim Bellman
董事總經理
環球研究總監
Invesco Real Estate
達拉斯(Dallas)



Joe V. Rodriguez, Jr.
董事總經理
環球證券總監
Invesco Real Estate
達拉斯(Dallas)

內容摘要

- 美國及許多其他國家的商業房地產基本面分別維持穩健及不斷走強
- 當選總統特朗普計畫加大基礎設施開支可能帶來投資機會
- 我們將繼續關注市場基本面

投資者普遍湧向實物資產，尤其是房地產市場，原因是其相對較為穩定，回報可觀，而且極具增長潛力。

近期資本市場、政治及地緣政治風險上升導致大部分投資資產（包括實物資產）前景不甚明朗。這更加突顯出實物資產潛在收益的吸引力，因為其在很大程度上是基於長期合約現金流。

2017年三大關注焦點

目前，投資者對2017年實物資產的關注點主要集中在三大方面：現行價格、未來表現和政治發展的可預測性。

價格。在許多市場，房地產收益率／資本化率與本地長期政府債券之間的息差接近長期平均息差。在歐洲及部分亞太地區，截至11月中的息差比長期平均水平高出一個標準差以上。這在一定程度上令投資者感到欣慰，至少相比於其他資產類別，房地產價格還算正常。此外，這也表明，在通脹溫和及低息的宏觀環境下，房地產收益率／資本化率不大可能迅速或急劇上升。事實上，就全球大部分地區而言，收益率／資本化率至少會先維持穩定，甚至出現進一步下滑，從而為價格造成上行壓力。

表現。從很多方面來看，未來表現前景取決於房地產淨營業收益的增長潛力。而市場基本面展望也帶來利好。美國商業房地產基本面維持穩健，澳洲、大部分歐洲國家和部份其他國家的商業房地產基本面也在不斷走強。近期，部分成熟市場需求輕微下降，但供需基本保持平衡，且租金持續上行。我們認為這將為房地產回報帶來支持。

可預測性。未來不可預知。席捲全球的民粹主義浪潮就充分說明了這一簡單的道理，這一浪潮對全球固有的經濟和政治格局造成了

衝擊。因此，政治和地緣政治風險有所上升。美國大選出人意料的結果為美國主要經濟政策及國際關係帶來不確定因素，相關走勢未來幾年才會逐漸明朗。此外，英國脫歐公投的意外結果，導致該全球規模最大的經濟體核心走勢不明，這一影響預計將持續數年。亞太區方面，不確定性主要來自日本安倍經濟學下一階段的發展及2017年中國政府換屆。這些不確定性的程度，將對房地產市場和投資策略帶來影響。

機會在何處

這會為2017年房地產市場帶來什麼投資機遇？首先也是最重要的，Invesco Real Estate強調，即使市場充滿不確定性，我們也不會改變整體投資方向，仍將投資於美國、英國或其他地區。

■ **房地產市場。**我們將繼續關注房地產基本面走勢，全力物色我們認為能夠錄得長期卓越表現的行業、市場及／或資產。我們將密切關注任何經濟政策變動對房地產市場需求造成的影響，從而確定現有的機會吸引力大減及市場湧現出新的投資機會。

■ **房地產上市股票。**我們將重點關注資本實力雄厚且擁有優質資產的公司，因它們最具長期跑贏的潛力。我們將時刻留意估值和前景的變化，並據此對我們的投資組合進行調整。

鑒於目前經濟和房地產市場週期已進入較為成熟的階段，因此我們已採取若干方法就房地產投資組合進行配置，一旦市場惡化，我們將能夠從容應對。美國大選或英國脫歐導致經濟政策不確定性增加，在此環境下，我們只會進一步加強上述投資方法，即使對投資組合配置作出變動，也可能只是比較微小的調整，用以把握市場不斷變化帶來的新興機遇。

（下頁續）

美國政策尚未明朗

市場基本面會發生什麼變化？以美國為例，我們認為，儘管從當選總統特朗普(Donald Trump)在當選前的政策立場來看，房地產現金流整體所受影響不大，但大選過後以下房地產行業和市場基本面最可能出現特別變動：

- 如果減稅計畫刺激消費者開支，零售業可能受惠。
- 醫療保健（尤其是醫院）可能受到平價醫療法案（也被稱為「奧巴馬醫改」）改革的負面影響。
- 如果就貿易協定進行重新談判，那麼工業（尤其是沿海市場）可能受到不利影響，進而導致進口下降及港口活動放緩。

作為房地產投資者，我們認為當選總統特朗普計畫就廣泛的基礎設施資產增加投資是大選期間令市場最為感興趣的話題之一。這是一項少有的能夠達成廣泛共識的政策，因此也加大了其落實的可能性。加大投資的落實方式可能為基礎設施投資者和業主有限合夥(MLPs)帶來直接投資機會，同時為房地產投資者帶來間接投資機會，因部分樓宇／地段可能因交通便利性改善而更具吸引力。我們將密切關注相關變動。

關注資本市場

資本市場預期走勢如何？資本市場可能跌宕起伏並受到市場情緒迅速轉變的影響。利率預期及政策決定對市場情緒可能產生的具體影響包括：

- 有關特朗普政府具體政策抉擇和目標的不確定性可能導致投資者情緒變動，進而引發市場短期波動。這可能推動投資者在短期之內湧向黃金、美元和硬資產等安全資產。
- 美國聯儲局領導層及／或利率政策走向變動可能對現金流貼現率及實物資產價值造成直接且巨大的影響。例如，截至2016年11月，美國上市房地產投資信託交易價較資產價值存在8%左右的折讓。利率未明朗引發的異常價格變動可能帶來投資機會。

景順房地產(Invesco Real Estate)將根據美國當選總統的政治舉措、英國及歐盟就英國脫歐進行的談判以及全球可能發生的任何其他主要政治事件進行調整。我們將在走勢趨於明朗的情況下對大市和房地產基本面進行評估。我們再次強調，實物資產投資是一項基於長期的合約現金流而收益相對穩定的長期投資資產類別。我們將繼續關注市場基本面：物色我們認為具有長期發展潛力的公司、行業、市場和資產。

1 資料來源：Green Street Advisors

重要資訊

本文件擬僅供景順意圖提供的人士而設，只作資料用途。本文件並非要約買賣任何金融產品，不應分發予居於未經授權分派或作出分派即屬違法的司法管轄區的零售客戶。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。

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。

本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。

除另有說明，數據截至2016年11月30日。