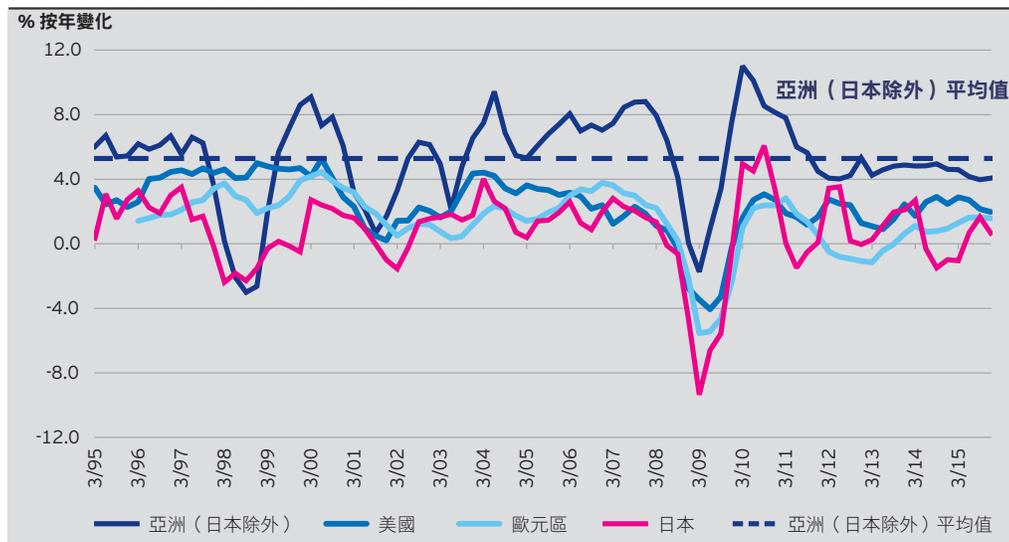


今年年初，MSCI亞洲（日本除外）指數的跌幅高達12.9%<sup>1</sup>，隨後在首季終反彈並收復失地。環球投資者憂慮三項因素，拖累大市下跌：1)中國經濟放緩；2)美國再次收緊政策的潛在影響；及3)商品價格疲弱，導致通縮壓力上升。然而，上述憂慮似乎已經消除；目前投資者關注的主要問題，相信是近期亞洲轉強的跡象能否持續。我們認為多項基本因素表現向好，包括政府政策以至企業或結構性改革，是長線支持區內經濟增長的必要元素。

#### 市場修訂美國貨幣政策的預期

鑑於環球經濟表現疲弱，美國利率正常化對亞洲經濟的影響，可說是投資者年初最關注的問題，並遏抑亞洲股市。市場憂慮美國聯儲局加息，可能導致2013年下半年出現的「縮減量寬恐慌」(taper tantrum)<sup>2</sup>重現。隨著聯儲局在1月份的取態更趨審慎，促使加息預期由全年四次，下調至可能只在年底加息一次，市場消除有關的憂慮。聯儲局加息預期下調，支持亞洲貨幣迅速升值。部分亞洲央行，把握聯儲局轉趨溫和的立場，以及貨幣風險因而下跌的機遇。自年初以來，印尼央行已三度減息，台灣和印度則各自減息一次。事實上，亞洲（日本除外）央行單在2015年已16度減息。往績顯示，一如首季終所見，每當流動資金預期轉趨向好，投資者便樂於承擔更高風險，因此新興市場（特別是亞洲）一般表現優於大市。然而，受產能過剩及槓桿（借貸比例）過高的結構性因素影響，預期環球增長將繼續低於平均值，而亞洲仍須持續推行改革及經濟重組。

#### 低增長環境持續（實質國內生產總值）



資料來源：瑞銀、中國經濟數據庫，截至2015年12月（最新數據）。亞洲（日本除外）包括中國、香港、印度、印尼、南韓、馬來西亞、菲律賓、新加坡、台灣及泰國。

<sup>1</sup> 資料來源：MSCI、彭博資訊，以美元計算，所述指數在2016年1月21日跌至低位。

<sup>2</sup> 在2013年5月22日，美國聯儲局結束其中一項量化寬鬆計劃，觸發債市及新興市場等其他風險資產出現恐慌。

## 中國改變刺激經濟及改革路線

投資者在年初似乎憂慮中國經濟放緩，但隨著人民幣回穩及資金流出緩和，市場情緒迅速逆轉。此外，中國致力推動房市政策，使內地一線城市的土地銷售開始上升，令投資者感到鼓舞。中國透過減息、放寬按揭措施及財政開支增加基建投資，以推行刺激經濟政策，此舉亦開始發揮效用，帶動工業產量、商品與電力需求提升等。隨著中國經濟轉強的可能性持續趨升，在3月份，外匯儲備自2015年10月以來首次錄得升幅。

## 中國新項目開支飆升



資料來源：中國經濟數據庫、摩根士丹利

雖然單憑刺激經濟政策，不能保證中國經濟可持續復甦，但需求面勢必須足夠健全，方可成功落實供給面的改革。中國的供給面改革計劃包括：1) 削減過剩產能，2) 減少存貨，3) 降低負債，4) 降低成本，及5) 改善表現疲弱的企業。預期有關計劃將針對必需精簡運作、降低過剩產能及槓桿水平，並提升效率的國營企業。舉例來說，在4月份，中國政府在電力供應過剩的地區停止興建新燃煤發電廠，以抑制發電產能過剩的情況。對於產能過剩行業中的國營企業，例如鋼鐵、造船、水泥及煤礦業，政府亦容許較多公司債違約，意味當局打擊效率欠佳而削弱整體經濟增長的企業。若當局落實推行更多這類供給面的改革，應可增強市場對中國經濟持續增長的信心。

## 印度廣泛推行改革

在環球經濟增長偏低的情況下，不論是從亞洲或全球的層面來看，印度始終是個亮點，因為市場預期該國是增長最迅速的國家之一。然而，印度逐步而非迅速推行改革，令部分投資者質疑當地能否維持高增長。我們對印度充滿信心，因為該國將同時繼續穩步推行微觀供給面改革，包括專注提升管治、締造便利的營商環境及改善政府政策持續性等措施。



在監管和稅制等方面締造更有利營商的環境，是印度政府的主要政策之一。「印度製造」計劃，致力推動投資及促進創新，使印度成為製造及出口樞紐。然而，由於環球經濟放緩，令人質疑目前的時機是否適當。事實上，在過去數年，印度的外國直接投資大幅增加，大型環球企業宣佈計劃在印度設廠，包括電子、汽車、國防和鐵路等範疇。

企業層面亦呈現改善的跡象。雖然對比其他國家，印度企業負債佔國內生產總值的百分比可能偏低，但印度儲備銀行在去年12月進行資產質素審查，並識別150家賬目最受壓的企業。隨著印度儲備銀行施壓，負債偏高的企業，已開始透過出售資產及其他途徑，應對賬目問題。此外，印度總理莫迪在議會提出新破產法，旨在增強銀行對拖欠債務者的影響力，因為目前印度並無有效的全國破產法。

印度在政策改革及改善銀行和企業的資產質素這兩方面取得進展，將令投資者感到鼓舞。當地政府除在各方面推行改革外，亦致力降低財赤（在2016至2017年財政年度由3.9%降至3.5%），令投資者感到鼓舞，因為這有助緩和通脹壓力，並繼續提供空間，讓印度儲備銀行在日後有必要時進一步減息，同時促進投資及降低負債。自2015年初以來，印度已五度減息，息率降至五年來的最低水平。

### 通脹緩和為印度儲備銀行提供更大減息空間



資料來源：中國經濟數據庫及瑞銀，截至2016年4月25日。



## 南韓企業呈現重組跡象

隨著人口老化趨勢急劇、家庭負債偏高及企業必須重組，韓國經濟正處於重要的交匯處。該國的出口自2015年1月以來持續下降，產能使用率自2011年1月起趨跌，因此投資者可能樂見當地出現周期性復甦，但其實他們可能對韓國企業改變思維更感興趣。

韓國經濟主要由「財閥<sup>3</sup>」所控制，即由家族持有業務網絡複雜的綜合企業，其中不少業務欠缺效率及無利可圖。這些企業以不願意與股東分享盈利見稱。在2015年，韓國政府開始向當地企業施壓，透過稅務優惠推動企業增加派息、調低股息收益徵稅，以及對過度保留盈利的公司徵收罰款，鼓勵企業向股東派發「過剩」的現金。因此，韓國企業開始多加注意，韓國綜合股價指數的股息率由2012年的13.7%上升至2015年的18.8%<sup>4</sup>。雖然情況有所改善，但股息率仍屬全球次低，僅高於阿根廷。此外，有部分跡象顯示大型「財閥」三星和現代的企業管治決策向好，包括回購股份及調高派息率至約30%。其他企業亦相繼跟隨並推行重組計劃。

隨著環球需求放緩，韓國不能再單靠三星和現代等財閥帶動經濟，而是需要新的增長型企業，以副消費品、消費必需品及健康護理業等行業的內需為對象。近年，愈來愈多非財閥企業成功提升當地的市場佔有率。雖然情況有所改善，但「韓國折讓<sup>5</sup>」的情況仍然存在。目前韓國綜合股價指數的市賬率徘徊在1.0倍的水平，預期市盈率約為10倍或以下<sup>4</sup>。投資者需要更獨立的非財閥附屬公司，以及確定韓國企業開始改變企業管治模式。我們的策略是在財閥以外物色業務模式強勁及企業管治政策穩健的優質企業。

## 總結

受惠於區內普遍採取寬鬆的貨幣及財政政策，經濟狀況在短期內可望持續改善，但推動結構性改革仍是中長期增長的重要因素。投資者需要察見更積極的結構性改革及政策，以確保區內經濟持續增長。出口是亞洲過去的主要增長動力，但難以成為未來的刺激因素，故此區內政府及企業必須繼續積極推行改革，在增長改善時亦不應懈怠。

<sup>3</sup> 在2011年，五家最大的財閥佔南韓國內生產總值逾55%，而20大財閥則佔高達85%（資料來源：Globe and Mail，2015年4月24日）。

<sup>4</sup> 資料來源：彭博資訊，截至2016年4月26日。

<sup>5</sup> 適用於韓國企業的用語，特別是指企業管治往績欠佳、囤積現金及家族成員採取令人質疑的策略，以致股價低於實質價值的財閥。

## 市場亮點

由於產能過剩等結構性障礙將遏抑增長，因此我們仍審慎精選亞洲股市。亞洲大部分政策官員，預料將繼續推行利好的政策，以刺激各自的經濟增長。亞洲方面，印度的公共投資及消費需求應可帶動經濟持續復甦。中國方面，預計政策官員將繼續致力提振經濟增長，特別是在基建及房市範疇。韓國的寬鬆政策及消費開支有助經濟表現靠穩。台灣方面，環球需求呆滯，將令當地經濟面臨挑戰。綜觀東南亞國家聯盟（東盟）地區，印尼政府轉趨積極，而菲律賓的內需仍然強勁。馬來西亞、新加坡和泰國的周期及結構性利淡因素持續。

**中國：**隨著刺激經濟的財政措施較預期強勁，加上寬鬆的貨幣政策，有助提振經濟，經濟指標顯示增長動力改善。雖然外需仍然呆滯，但放寬按揭政策規例及下調利率令房市受惠。

**印度：**當地消費仍是帶動增長的主要因素。政府透過增加公共投資推動經濟增長，同時央行提供充裕的游資。

**香港：**中國經濟發展向好，固然有助支持香港經濟增長。雖然近期宏觀經濟狀況放緩，但香港的投資機遇仍具吸引力。

**韓國：**外需復甦方可增強經濟增長動力，但個別經濟環節仍然表現優秀。雖然外需疲弱繼續遏抑製造業，但消費需求相對穩健。

**印尼：**政府重視基建開支，加上央行自年初以來多次減息，短期經濟增長表現似乎令人鼓舞。

**台灣：**鑑於名義工資及通脹下跌，當局可能進一步放寬貨幣政策，特別是在外需持續呆滯的情況下。然而，新政府在財政政策方面的取向可能較為審慎。

**馬來西亞：**雖然消費市道靠穩，但周期性復甦繼續帶動商品價格上漲的情況仍難望維持。另外，相信政府不會推出任何扶持政策。

**菲律賓：**消費市道頗為暢旺，而出口跌幅收窄。雖然經濟仍易受環球發展所影響，但當地經濟支持整體增長。市場將注視新政府的政策方向。

**新加坡：**周期及結構性利淡因素持續帶來挑戰。儘管經濟表現疲弱，但政府對財政政策的取向傾向審慎，鼓勵重組及創新。

**泰國：**政府增加財政開支，以對抗高負債以至外需疲弱等周期及結構性利淡因素。該國重現民主的進程可能進一步延遲，遏抑長遠經濟增長。

**澳洲：**經濟多方面出現放緩。工資增長轉弱，加上家庭負債水平上升，而商品價格下跌，繼續導致製造業表現疲弱。相信當局需要加推政策措施以支持經濟增長。

## 重要訊息

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，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。