



## 2017投资展望



“我们的投资者在经历今年以来的各种挑战后，针对未来的走势有了独到的投资见解。”



**Martin L. Flanagan**  
总裁兼首席执行官  
景顺  
亚特兰大

今年以来发生了一系列的宏观事件，形成了多变及严峻的市场环境。英国脱欧公投、油价波动、激烈交锋的美国总统选举以及中国经济增长放缓，均对市场走势产生了较大影响。在此背景下，展望未来一年的市场相信同样引人关注，充满挑战性。

在景顺，我们致力创造卓越投资体验，助您丰盛人生。事实上，全公司在多年的发展中，始终仅专注于一点：帮助客户实现其投资目标。

景顺拥有超过6,500名的员工，在超过25个国家设有办事处，因此能够充分地满足全球各地投资者的需求。我们通过各种投资工具，以全面的投资能力和成果，帮助客户实现投资目标。

我们经验丰富的投资团队扎根全球多个主要城市，我们相信这是景顺一个真正的优势。我们常驻主要城市的投资团队深耕本地市场，因此能够始终掌握影响市场和所投资公司的最新发展。

要实现投资目标，一个重要环节在于预先评估推动全球市场走势的动态，洞察先机、防范未然。我们与投资团队准备了这份2017年展望，以提供独到的投资见解，助您制定未来投资计划或作出投资决定。

在此希望大家从中有所收获，无论市场未来走势如何，我们都一如既往地专注于帮助客户实现其投资目标。

# 内容

- 3      **全球经济 — 祈连活(John Greenwood)**  
发达经济体和新兴经济体的经济复苏可能存在哪些差异？
- 5      **全球股票 — Jeff Everett**  
充满意外的一年过后，致力寻求长期投资机会
- 7      **全球股票 — Nick Mustoe**  
估值高企，投资机遇何处寻？
- 9      **因子投资 — Bernhard Langer and Dan Draper**  
利用因子把握未来一年的投资机遇
- 11     **亚洲区（除日本外） — 萧光一(Mike Shiao)**  
2017年亚洲股市将受惠于哪些推动因素？
- 13     **亚洲股票 — Stuart Parks**  
经济不确定性为选股者提供投资沃土
- 15     **中国股票 — 萧光一(Mike Shiao)**  
增长、债务及资金动能将成为关注焦点
- 17     **欧洲股票 — Jeff Taylor**  
市场错觉缔造投资机会
- 19     **国际及全球增长型股票 — Clas Olsson**  
利用EQV深入分析全球股票
- 21     **日本股票 — Daiji Ozawa**  
五大因素令2017年日本股票前景不容小觑
- 23     **英国股票 — Mark Barnett**  
2017年英国股票估值面临四大挑战
- 24     **固定收益 — Rob Waldner**  
评估政策变动和资产类别基本面前景
- 27     **定息市场 — Lewis Aubrey-Johnson**  
前景审慎，但机会仍存
- 29     **多资产 — David Jubb**  
高瞻远瞩：2017年市场面临哪些挑战
- 32     **私募股权 — Wendy Teramoto**  
致力在动荡的环境中实现回报最大化、风险最小化
- 33     **实物资产 — Tim Bellman and Joe V. Rodriguez, Jr.**  
价格、表现和可预测性主导实物资产投资者观点

# 发达经济体和新兴经济体的经济复苏可能存在哪些差异？



祈连活(John Greenwood)  
景顺首席经济师  
伦敦

## 内容摘要：

- 在特朗普的领导下，美国国内生产总值预期将加速增长，但消费者物价指数可能大致保持不变
- 英国脱欧余波未了可能导致英国国内生产总值放缓，而欧洲争执不休的政治环境也可能阻碍经济增长
- 新兴经济体可能因中国目前信贷过度增长受到严重影响

过去几年，发达市场和新兴市场都一直致力于从2008年和2009年经济大萧条的长期阴影中录得复苏，但各地区的周期有所不同。

发达经济体的复苏受到两大因素阻碍：资产负债表（尤其是银行）复苏进展缓慢及量宽政策的落实效果不同。这导致相关经济增长低于平均水平、就业复苏缓慢、工资涨幅低并激起了选民的不满。

相比之下，新兴经济体则于2008年至2010年期间落实了强劲的刺激计划。但事实证明，这些计划导致经济过热，以至中国、巴西和俄罗斯等部分经济体不得不于2011年和2012年逆势而行，紧急刹停计划。因此，2014年至2016年期间，这些经济体也经历了经济放缓、衰退、货币疲弱及债务问题。

就发达及新兴经济体而言，2017年展望都将与其如何处理上述不同问题密切相关。

## 发达经济体

美国方面，特朗普将于2017年1月20日出任总统，并由共和党控制国会参众两院。特朗普已提出多项财政刺激措施，其中包括削减个人及企业税收以及多项基础设施开支计划，从而刺激增长并推动海外资本回流。此外，他还计划改革平价医疗法案(Affordable Care Act)（避免鼓励企业雇用每周仅工作29小时的员工）、取消能源生产限制（解放页岩、石油、天然气和清洁煤炭的生产）并修改有关银行业监管的多德-弗兰克法案(Dodd-Frank Act)。令人倍感意外的是，他的目标是实现至少“3.5%或高达4%”的增长率。

尽管减轻监管负担和取消美国就联合国气候变化活动所作的供款可能有助于开支减少，但美国财政赤字仍可能像里根总统时代一样进一步增加。除了上述开支减少措施以外，

财政赤字缺口仅能够由税收、借贷或印钞及信贷来填补（如2008年至2010年期间中国的财政刺激措施）。但由于税收可自动排除在外，而美联储又不会允许在并无任何理由的情况下印钞（美联储预期将于2016年12月加息，且可能于2017年加息两到三次），因此借贷就将成赤字融资的唯一方法。大选结果出炉后不久，就已出现债券收益率走高、通胀预期上升及美元走强。

外交方面，特朗普表示其将重启北美自由贸易协定(NAFTA)的谈判，撤销跨太平洋伙伴关系协定(TPP)并就“货币操纵国”征收高额关税，从而禁止非法补贴钢铁和其他重要工业材料以低于市场价格流入美国市场。此外，他还计划阻止美国公司开展离岸活动。特朗普希望通过以上措施帮助制造业、矿业、伐木业、钢、铝及其他重工业恢复就业。

特朗普的计划旨在通过大力推动美国企业及家庭收入重建美国经济的核心优势。我们预计2017年实际国内生产总值将增至2.5%，消费者物价指数将达到2.1%。

相比之下，欧洲前景就远不及此。银行业问题改善缓慢、欧洲央行量宽计划表现疲弱及受此影响利率跌至负面区间，都是阻碍经济复苏的因素之一。欧洲失业率仍处于双位数水平，且收入增长乏善可陈，因此导致政坛左右两翼爆发了大量破坏性的民粹主义和排外的政治运动。意大利、荷兰、法国及德国等传统中右翼和中左翼政府将于明年进行公投或大选，这可能导致政治变动带来更大的破坏性影响。从某种程度上而言，这些选民当中的一两个人就可能击垮统治精英，为欧盟甚至是欧元区等固有格局的存在带来威胁。我们认为，实际国内生产总值最高维持1.5%左右，而且通胀可能远低于欧洲央行“接近但低于2%”的目标。

(下页续)

受到量宽计划资金注入的支持，英国经济表现一直相对较好，与美国资产负债表的逐渐复苏相似。自2013年以来，英国实际国内生产总值平均增长达2.3%，而且与欧元区不同的是，英国并不存在通缩问题。然而，2016年6月的英国脱欧公投为该国带来威胁，这可能导致其失去免税进入欧盟市场的资格、外国直接投资下降，还可能对伦敦作为欧洲金融中心的地位造成巨大打击。截至目前，脱欧余震已导致英镑贸易加权指数下降14%，而当2017年3月英国就脱欧与欧盟展开正式谈判后，英镑很可能进一步下跌。该下跌可能导致进口价格上升，并转嫁予消费者物价指数，从而对实际工资增长造成影响。而由于英国消费者支出占国内生产总值的65%，因此经济增长将大幅下滑。预计英国增长及消费者物价指数通胀将分别为1.4%和2.5%。

日本方面，与欧元区一样，银行资产负债表复苏和结构性改革进展缓慢，而“质化和量化宽松”政策的效果远不及预期。因此，增长疲弱及通缩反复带来持续负面影响。首相安倍晋三的经济政策，也就是“安倍经济学”，并没有实现既定目标，这导致2017年前景仅稍好于2016年。我们预计日本实际国内生产总值为0.7%，消费者物价大致持平。

### 新兴经济体

新兴市场方面，2008年至2010年期间累积的过度信贷及债务杠杆导致政府，尤其是就巴西、俄罗斯、印度和中国而言，不得不于2013年至2015年期间进行逐步修正。2016年上半年商品价格触底并开始温

和上扬，加上资本重新涌入新兴经济体，表明其基本完成修正。但中国是个明显的例外，该国自2014年初开始进入了新一轮信贷扩张。鉴于中国是目前规模最大的新兴市场及全球市场的最大商品买家，因此新一轮信贷的暴涨可能导致中国再次出现通胀问题。这不仅会影响中国过渡至消费推动型增长模式，还会对其他新兴市场造成重创，尤其是商品生产国及与中国相邻的东亚经济体。

截至目前，金融和政府部门在很大程度上遏制了中国的过度信贷增长问题，但部分令人担忧的迹象表明信贷暴涨已对整体经济造成负面影响。首先，这已导致股市（2014年和2015年）、住房和商品（例如大豆粉、PVC、铁矿石、焦炭及钢铁期货）市场出现一系列轻度泡沫。其次，大规模工业国有企业增长率及利润录得显著上涨。最后，连续四年录得下降的出厂价格于10月份录得上升。中国政府越早解决相关问题，经济和就业市场受到的影响就越小，但如果有所延误，一旦问题爆发，就更难以应对。而2017年中国政府将如何解决相关问题（通过镇压和直接控制或通过限制信贷及依靠市场力量调整）是2017年一个最大的未知数。

# 充满意外的一年过后，致力寻求长期投资机会



**Jeff Everett**  
全球核心股票团队  
(Global Core Equities Team)  
联席首席投资总监  
亚特兰大

## 内容摘要

- 我们预期2017年各国央行或会重新考虑量化宽松政策
- 不论部分市场政治言论如何，我们预计这都不会阻挡全球化的步伐
- 我们认为，市场推动因素更加突显出具体的基本面研究的重要性

2016年即将落幕，对全球投资者而言，这一年充满波动与意外。开年之际，由于美国于2015年12月加息以及市场担忧中国经济放缓，市场于首六周录得双位数下跌。此后，在全球央行支持措施及商品价格上涨的推动下，股市录得强劲反弹。新兴市场股票成为商品价格上涨的最大受益者，截至本文撰写时，过去5年大幅落后于发达市场的新兴市场，如今已反超前者<sup>1</sup>。

今年，各国央行（日本央行、欧洲央行和美联储）的宽松政策及／或鸽派立场舒缓了投资者的紧张情绪。其他提振投资者情绪的因素包括油价反弹以及美国房地产市场走强。然而，选举为今年带来各种意外。英国「脱欧」公投结果表明其将离开欧盟，导致年中市场出现短暂但急剧的抛售。随后快速恢复，但具体脱欧程序尚无法确定。特朗普在11月的美国总统大选中胜出推动美国股市上扬，尤其先前被看好的医疗保健和金融等行业表现尤为突出。尽管发生以上重大事件且价格波动剧烈，但随着年关的临近，市场似乎出现合理的增长，为耐心十足及信念坚定的投资者带来可观收益<sup>1</sup>。

## 2017年有哪些市场推动因素？

当今世界，公司盈利能力之间的差距越来越大、部门和行业之间交错影响、决策者公开干预导致多元资产错综复杂，互联网的影响不可挡，此外，众多行业和国家更面临着监管风险。在这种情况下，景顺全球核心股票团队将继续遵循严谨的投资方法，通过全球研究发掘出被忽视的投资机会并进行风险评估。我们认为，市场推动因素（例如企业盈利、利率、全球化和人口结构等重要因素）

更加突显出具体基本面研究的重要性。部分市场行业（如金融和医疗保健行业）表明，2016年第三季度收入盈利大幅反弹，但截至本文撰写时，相关行业仍估值过低，且被全球投资者所忽视。纵观全球，鉴于两大较长期发展趋势，即人口老龄化（尤其在新兴市场）和对健康生活方式的重视，我们认为医疗保健公司为投资者提供了更多吸引的投资机会。

多年来，各国央行一直为市场提供支持，我们预期2017年央行或会重新考虑量化宽松政策，可能会将当前的超低利率政策扩展至基建开支计划。我们认为通过利用实际政府开支对单纯的货币刺激政策（导致复苏极为缓慢）进行补充，美国、欧洲、日本和中国央行可能会进一步促进长期经济增长。

此外，我们认为，央行近期对市场的支持利好被动型策略。总之，「水涨船高」的市场大环境已经导致主动型、以研究为导向的投资流程遇挫，因为这些投资流程更关注个别公司的优势与劣势。相反，美国被动型投资基金则受惠于大量资产流动<sup>2</sup>。但我们认为，预期变动将扭转这一趋势，公司基本面和全球经济改善将令准备充分的管理团队受益。

投资者须注意，我们的观点并非建基于短期甚至是12个月的预期。而是放眼全球，使用多种估值标准物色「价值增长反常」，但我们认为能够在三年或更长时间内提供极具吸引力的风险回报的公司。

（下页续）

我们以行业研究为主，地区分析为辅，从而更好地了解宏观背景和我们投资的公司面临的问题。个别市场的细微差别往往难以觉察或计量，新兴市场尤其如此。例如，世界银行近期公布，在印度获准从事商业活动或获得建造许可平均分别需26天及190天。在孟买，进口通关手续办理需要近13天，而经合组织成员国平均只需9小时<sup>3</sup>。我们在评估一家公司的潜力和风险时，当地市场特征是极为重要的考量因素。

### 全球市场概览

我们以全球视角对各个行业进行研究，不论部分市场政治言论如何（尤其是美国和英国），但我们预计全球化的步伐将会持续。因此，我们认为，持续的价格压力、创新和监管带来的挑战要求我们进行更敏锐的研究，以识别和量化相关风险下的盈利上升机会。截至11月初，我们仍认为市场的多个行业存在具吸引力的投资机会。科技方面，我们看好半导体相关行业；医疗保健方面，我们的研究发现部分生物技术相关股票价值增长反常。

但是，我们的投资策略也让我们对市场的部分领域维持相当谨慎取态，尤其是已被视为「昂贵的防御行业」的公用事业和必需消费品行业。我们认为，近年来投资者专注于股息和高收益股票导致部分行业（如公用事业）估值相对昂贵，导致其因估值和加息预期承担不必要的风险。

相反，我们在金融行业，尤其是金融服务行业发现的多个机会让我们备受鼓舞。但我们对金融行业看法不一。数年来，我们一直对银行业维持谨慎，甚至在今天看来，我们认为该行业的机会仍然不多，尤其是在当前的低息环境下。相反，我们对金融服务公司和保险公司的研究表明多家公司存在持续增长潜力，尤其是那些勇于创新且较少受到重大资本和监管限制的公司。此外，我们发现从估值来看，金融服务行业的多家公司更具吸引力。

### 结论

我们的团队经过高信念、基于基本面的分析后发现，目前公司股票估值与增长前景之间存在的差距，为长期的回报提供了巨大的机会。我们的策略仍是致力于物色这些价值增长反常的公司，并通过严谨的股票研究继续识别变化、突破和创新的根源，因为这将从各方面对所有公司产生影响。我们相信，我们的策略尤其适合目前的市场环境，确保我们能够趁市场波动加剧（尤其是与公司基本面无关的波动性）之际，为投资者捕捉潜在的长期回报。

1 自2016年1月1日至2016年10月31日以美元计值的总回报：MSCI新兴市场指数，16.30%；标准普尔500指数，5.87%；及MSCI综合世界指数(MSCI All Country World Index)，4.79%。资料来源：FactSet。

2 晨星，2016年9月30日。

3 资料来源：Gavekal Research，2016年11月3日。

## 估值高企，投资机遇何处寻？



**Nick Mustoe**  
Invesco Perpetual  
首席投资官  
Henley-on-Thames

## 内容摘要

- 财政政策转变可能对债券市场造成巨大影响
- 对“类债券产品”的影响可能导致投资者进一步抛售“防御型”投资
- 估值可能再度成为市场主要推动力

2017年市场前景很可能与金融危机后几年的市场如出一辙。自2008/2009年以来，经济政策近乎都集中在紧缩措施和宽松的货币政策，例如超低（甚至是负面）利率以及量宽计划。这些措施的目的是减少债务增长占国内生产总值的比重，降低零风险利率，同时刺激经济活动。尽管这在一定程度上取得了成功，避免了和1929年一样的大萧条以及银行业体系的崩溃，但基本上并无推动实体经济大幅增长。

此外，这还导致资产价格出现大幅意外膨胀，对大多数经济体造成了广泛不利影响。2016年的政治事件就说明了这一点。英国脱欧公投及美国总统大选的意外结果充分表明，选民借此表达出对近年来收入及财富分配不均的强烈不满。随着法德两国即将于明年举行大选，欧洲可能还会出现类似状况。如市场广泛预期，相关压力可能促使政府和银行由货币政策快速转向促增长型财政政策。

## 财政政策对市场有哪些影响？

若全球转向扩张性财政政策，例如美国当选总统特朗普提出的削减税收及增加基础建设开支计划，则可能导致债券供应量和未来通胀预期激增。于此情况下，投资者就不会再对债券收益率下跌习以为常，这可能对固定收益市场收益率曲线造成重大影响，进而波及股市中被视为“更加安全的”类债券部份（即“类债券产品”）。

近年来，估值一直不被投资者所看重，因为低波动性股票的表现要好过周期性股票，但这并非由于基本面，而是因为其特点与债券更为接近。而这一突出表现表明许多被视为“防御型”的资产目前估值都十分昂贵。例如，截至

2016年10月31日，全球必需消费品股票成交价为来年盈利约20倍，已超过此前于2007年录得的最高水平<sup>1</sup>。我认为，该估值不会持续过久，而且一旦估值再度成为回报的主要推动因素，这些股票就会首当其冲。而财政政策的转变就可能推动估值重回焦点，从而刺激与大幅跑赢的「避风港」资产相比表现落后的股票。

## 估值将带来那些机会？

总体而言，我认为目前市场估值过高。尽管收益率近期达到历史高位，债券市场仍鲜有投资价值。尽管股市估值不及债券，但初看也较为昂贵。但在该估值背后，地区和行业之间存在着巨大的估值差异。如果深入分析，我认为若干市场仍存在投资价值。

地区方面，我认为欧洲市场表现突出，尤其是相比于美国股市。受到金融环境利好的推动，欧洲公司杠杆并无像美国公司一样再度上升，而且盈利仍大幅低于之前的高位，因此具备巨大的上升空间。再考虑到两大市场之间的估值差，美国股票市场与欧洲相比数十年以来未曾如此昂贵。

行业方面，我认为市场周期性行业，尤其是银行，将继续录得理想表现。相比于金融危机后不久，银行目前市值已录得大幅增长。近年来，鉴于监管收紧及超低利率令回报受压，银行业已大幅完善其资本架构并减少盈利流波动。我认为，2017年利率及监管环境都可能有所改善。尽管自2016年7月至本文撰写时，银行业一直表现理想，但其交易价仍接近金融危机期间的最低水平，因此具备大幅上升空间。

（下页续）

**市场会否继续大幅轮转？**

正如我们于近几年来所见，意外的避险事件可能动摇投资者信心并导致估值对市场的推动作用下降。于此情况下，「防御型」资产可能再度跑赢，尤其是就短期而言。但我们深信，就长期而言，估值仍是最可靠的回报推动因素。许多录得理想表现的「避风港」资产目前估值过高，已未必能够继续为投资者提供预期保

护。但部分市场（例如欧洲及周期性特征更为明显的行业）估值则远低于我们的预期。这一差异不会持续过久。若决策者转变对扩张性财政措施的看法，则可能推动经济进一步加快增长（即使上升幅度不大）及通胀上升。我认为，这将会有助于推动市场估值逐步回归正常化。

1 MSCI World Consumer Staples index，截至2016年10月31日。资料来源：彭博资讯。



# 利用因子把握未来一年的投资机遇



**Bernhard Langer**  
Invesco Quantitative  
Strategies  
首席投资总监  
法兰克福

尽管这听起来可能是老生常谈，但我们还是要说，随着步入2017年，我们正处于重要关头。我们在不到六个月的时间内经历了两大重要的民意调查，即美国大选和英国脱欧公投，其影响波及甚广。尽管今年是美国连续经济扩张的第七年，但目前复苏处于历史低位，市场波动对持续打击金融市场并考验着投资者的决心。

特朗普(Donald Trump)在大选中以优势胜出当选美国总统将影响2017年因子表现，至少在短期之内是如此。选举结束后不久，市场预期美国企业税率削减、监管放宽及开支可能受到刺激推动全球股市录得上扬。此外，这还推动短期收益率和美元急剧上升，造成债市波动并导致新兴市场股份承压。但投资者的预期会否实现还远远不能确定。

## 什么是因子？

尽管因子投资近来才受到市场热捧，但该方法可追溯至20世纪60年代，而且受到很多的学术研究支持。从根本上而言，因子可被视为有助于解释既定资产风险和回报的量化因素。事实证明，品质、低波动、价值、规模和动量等通常采用的因子可为投资者带来长期回报。因子是因子投资组合的基础，同时也可与其他因子（即多因子策略）或主动型管理基金相结合。

## 低增长环境中的持续经济扩张

目前，美国的低增长经济环境普遍利好低波动和派息股，但不利于价值股。而2017年能否延续目前环境，在一定程度上取决于美国新任政府和其他地区决策者的经济政策。立法人士并不从事产品出售或创造销售额，但其所制定的政策却可能为公司盈利增长带来便利或阻碍。

此外，国家政策还会影响消费者信心和投资者风险胃纳。

我们认为，若美国经济增速较目前加快，价值因子和细型股因子将从中受益。因为价值股和细型股都有可能在经济增长加速期间录得理想表现。而由于价值股和细型股在加息环境中也能录得突出表现，因此加息也不大可能影响其潜在表现<sup>1</sup>。

若股市上升，低波动股就很可能表现不佳。因为低波动策略的目标是减轻市场跌宕起伏的影响，低波动因子可提供下行保护，但在大部分牛市情况下则可能跑输。

## 美国经济增长仍面障碍

但这并不意味着，未来一年投资者无法受惠于低波动因子。尽管市场显现出周期性回升迹象，包括库存过剩减少、资本开支增加及盈利周期触底等，但其中仍充满风险，而且经济增长能否持续并不确定。

汽车制造商销售额表现强劲，不过一旦消费者信贷违约率上升，这一势头就将被打破。部分汽车公司高管认为，在受到回扣推动而录得长期增长后，美国汽车市场已经触顶<sup>2</sup>。此外，我们看到美国工资存在明显膨胀迹象<sup>3</sup>。时薪和工资成本增速达到经济扩张以来之最。这可能令利润率受压，同时加剧市场波动，尤其是在工人生产力停滞不前的情况下。回首20世纪90年代，平均时薪增长对市场波动性的影响长达一年左右。工资成本上升可能充分利好旨在减低风险策略。

2016年底，美国未来经济增长预期推动国库券短期收益率骤升及投资者转投周期性行业。我



**Dan Draper**  
景顺PowerShares  
董事总经理  
道纳斯格罗夫

## 主要摘要

- 因子即有助解释既定资产风险和回报的量化因素
- 2017年美国新任政府及其他地区的经济政策可能影响因子表现
- 投资者可通过结合不同因子应对不同的市场和风险情境

（下页续）

们认为，2017年相关走势的延续有望利好价值因子和细型股因子，但不利于派息股，因为相比之下债券更具吸引力。

#### 国际增长前景参差

欧洲仍在寻找英国脱欧后的出路。尽管投资者对此忧心忡忡，但欧洲市场很好地应对了6月的英国脱欧公投。不过，2017年法国和德国即将迎来大选，相关结果可能再度为欧洲带来分裂的风险。此外，欧洲许多地区利率仍处于负面区间。持续的经济增长可大大平衡量宽政策造成的不平衡问题，但部分经济疲弱仍未消散且欧洲银行业仍不稳定。

新兴市场前景喜忧参半。尽管巴西已结束总统弹劾及印度经济改革带来正面支持，但印度决定收回高面值流通纸币为上述进展蒙上阴影。中国方面，人民币贬值可能表明政府对未来经济增长及持续的资本外流感到担忧。

总体而言，各种风险可能导致未来一年的交易跌宕起伏，我们认为这将充分利好低波动因子

投资。这一“承险—避险”的市场环境可能不利于动能因子，因为动量股历来是在市场清晰稳定的持续增长下才会录得理想表现。不过，如果全球经济增长持续，我们预计动量因子将取得不俗表现。

#### 混合因子的优势

当然，各因子也可以根据不同的市场情境相结合，从而提供潜在的分散投资优势。例如，若预期市场增长期间会伴随有周期性波动，就可将价值因子和低波动因子相结合。

就与超额回报相关性极低的因子而言，分散投资的潜在意义甚至更大。例如，将动量因子和低波动因子相结合，就可同时具备两个历来表现迥异的因子。或考虑到明年的不确定性，将低波动和品质等防御性因子相结合有助于减轻风险，同时提供潜在的分散投资收益。

1 资料来源：FactSet Research Systems, Inc.，截至2015年12月31日。

2 资料来源：BloombergNews，2016年11月8日。「Toyota and Nissan Say the U.S. AutoMarketHasPeaked」。

3 资料来源：Bloomberg L.P.，2016年11月30日。

# 2017年亚洲股市将受惠于哪些推动因素？



萧光一(Mike Shiao)  
首席投资总监  
亚洲区（除日本外）

## 内容摘要

- 我们对2017年亚洲区（除日本外）市场前景持相对乐观态度
- 区内增长有望受到强劲的消费需求、区内出口复苏及财政政策刺激基础设施长期投资的支持
- 尽管美联储利率正常化周期可能影响区内资金流，但亚洲货币不大可能出现剧烈波动

对亚洲（除日本外）股市而言，2016年是一个多事之秋，市场开年波动不断，随后投资者情绪出现转变。区内经济靠稳、亚洲各国央行持续致力放宽利率及美国政策收紧预期有所缓和，促使投资者重拾对亚洲（除日本外）市场的兴趣。亚洲以外，英国脱欧公投所带来的不确定性，欧元区以及日本的负利率推动投资者及资产经理在连续多年低配亚洲（除日本外）股票后重新涌向该资产类别。

展望2017年，景顺亚洲股票投资团队认为，亚洲（除日本外）股票将继续受惠于盈利触底反弹、货币政策放宽及估值较历史及其他地区水平更为吸引。此外，我们认为其他几项利好因素也有望进一步刺激该地区增长，其中包括电子商务不断扩展带来的强劲消费需求、区内出口复苏、持续改革推动生产力不断改善及财政政策刺激基础设施投资长期增长。

### 我们的观点：盈利触底反弹

2016年，因市场一致预期亚洲（除日本外）盈利增长会于全年不断经历向下修正，预计年内将大致走平。全球企业收入增长有限，但亚洲企业却在不断寻求增加盈利。我们认为，盈利触底反弹将成为亚洲区（除日本外）股票的主要推动因素。

我们认为，2017财年利润率有望录得相对强劲的表现，原因有二：首先，亚洲企业加强开支控制有望推动盈利改善；其次，我们认为投入价格下降将减轻消费者及个别原料密集型行业（包括制造商、精炼商及运输公司）所面临的压力。此外，我们认为，在几轮货币宽松政策过后，融资成本的降低也将创造一个更有利企业经营的环境。

### 流动性进一步提高

由于市场一致预期美国加息进程将十分缓慢，2017年亚洲（除日本外）股市应会继续受惠于充足的流动性。亚洲多国央行已于2016年下半

年进一步放宽政策，部分央行已将利率下调至历史低位，例如印尼及韩国<sup>1</sup>。我们预计，2017年部分国家将继续放宽政策，鉴于通胀预期低企，大部分国家将维持宽松的立场不变。再加上现有的沪港通和最近推出的深港通，于香港上市的中国股票有望继续受惠于结构性流动和流动性改善所蕴藏的巨大潜力。

### 估值仍相对吸引

尽管亚洲大部分市场于2016年前三个季度录得反弹，但按市盈率计，亚洲区（除日本外）股价仍较发达市场存在大幅折让，分别较欧洲及美国折让9%及22%<sup>2</sup>。尽管盈利普遍更易受到市场浮动的影响，但按市帐率计算，区内估值也相当吸引，目前区内市帐率为1.3倍<sup>3</sup>，与2008年金融危机及21世纪初科技、媒体及电信行业泡沫后期间的水平相近。尽管可能仍存在短期波动，但我们认为该估值水平对致力受惠于亚洲（除日本外）长期增长的长线投资者而言极具吸引力。

### 未来潜在推动因素

展望未来，我们认为亚洲（除日本外）市场有望受惠于众多由结构性主题所产生的推动因素：

- **强劲的消费**：鉴于许多亚洲（除日本外）经济体由出口型增长转向消费拉动型增长，因此国内消费将继续成为重要的经济增长推动力。中国、印度及印尼等国零售销售额及私人消费的稳健上涨主要得益于近年来工资的可观增长。
- **持续的结构改革**：区内众多旨在提高生产力并缓解产能过剩的结构改革，可能推动股本回报率改善及市场重估。中国改革涉及多个方面，供给侧改革预计将推动效率低

（下页续）

的传统型国有企业转型成为精简高效的企业。韩国正采取措施就部分问题行业进行重组。印度方面，2017将是关键的一年，商品服务税的落实有望消除地区之间的壁垒，由此将印度经济整合成单一国家市场。

- **出口复苏：**韩国和台湾等出口推动型市场有望受惠于消费者需求的复苏。美国潜在需求上升及2016年基准值较低都将为亚洲带来支持。就产品分部而言，我们认为台湾来自全球信息技术公司及手机制造商的信息技术零部件（例如半导体）需求将进一步增加，韩国则将继续受惠于本地化妆品的强劲人气及消费电子产品的不断普及。
- **财政开支及公共投资推动实体经济发展：**除了宽松的货币环境和国内消费以外，财政开支及基础设施项目增加也将继续作为经济增长的另一支柱。亚洲新兴国家基础设施项目的需求仍有望维持强劲，尤其是东盟国家，

这些国家的电力及交通基础设施需求均存在大幅上升潜力。其他地区，按绝对值计算，中国仍保持巨额的固定资产投资，这在一定程度上是受到城市化持续发展的影响。

## 结论

总体而言，鉴于盈利触底反弹、流动性持续放宽及估值吸引，我们对2017年亚洲区（除日本外）股票前景持相对乐观态度。但我们也深知外部宏观环境可能带来的风险，首先就是美联储对利率正常化周期的态度更加强硬，可能对区内资金流及货币走势造成不利影响。即便如此，因目前市场价格已将美国逐步加息考虑在内，所以我们仍相信亚洲货币不大可能和2013年美国开始收紧政策时一样出现剧烈波动。鉴于我们运用完全自下而上的基本面投资法，团队将继续在消费者相关领域物色众多具有吸引力的投资机会，从而受惠于长期增长趋势。我们将继续依赖于我们的核心投资能力：寻求最佳公司，也就是我们认为其价格较实际价值存在折让的个别投资机会及优质的公司。

1 印尼历史低位为2016年10月20日录得的4.75%。韩国历史低位为2016年6月9日录得的1.25%。

2 MSCI所有国家亚洲（除日本外）指数相对于MSCI美国指数及MSCI欧洲指数。资料来源：MSCI、FactSet Research Systems, Inc.、IBES、Bloomberg L.P.、Goldman Sachs Global Investment Research，截至2016年9月30日。

3 资料来源：Bloomberg L.P.、景顺，截至2016年9月30日。地区估值根据MSCI所有国家亚洲（除日本外）指数计算。

## 经济不确定性为选股者提供投资沃土



**Stuart Parks**  
Invesco Perpetual  
亚洲股票主管  
Henley-on-Thames

### 内容摘要

- 受到多重因素影响，亚洲大部分地区经济可能继续维持疲弱增长
- 印度宏观经济前景可能最为利好
- 亚洲许多公司都具备增加盈利、产生强劲现金流及加派股息的能力

2016年又是“勉强过关”的一年。正面消息包括，中国经济增长出现上行惊喜，而且中国银行业并没有出现市场普遍预期的问题，此外，印度和印尼改革进程加速。但也存在负面消息。例如，中国增长是受到债务的刺激，其他地区增长不尽如人意，以及全球及菲律宾、马来西亚、泰国和韩国等地政治事件都导致市场跌宕起伏。

### 2017年我们可能迎来哪些变化？

今年政坛意外连连，但2017年预计也不会有太大改善。受到多重因素影响，亚洲大部分地区经济可能继续维持疲弱增长。

鉴于全球经济增长不大可能大幅上升，因此出口增长可能停滞不前。不过，从正面来看，我们预计美国当选总统唐纳德·特朗普有关贸易保护主义的政治言论可能会因现实情况而有所削弱。国内消费方面，中国料将继续维持强劲，印度将有所上升，但其他地区可能继续受压，尤其是韩国、马来西亚和泰国，该等国家的债务积压导致其很难大力刺激消费增长。

就基础设施开支这一许多发达市场的有力增长推动因素而言，亚洲各国情况不一。今年房价飙升导致中国政府正致力冷却房地产市场，但印度则计划上调相关领域开支，泰国和菲律宾也是如此。尽管开支有所上升，但预计不会推动增长显著加速。

通胀方面，目前商品价格反弹已推动批发价格上涨，但需求不振意味着消费者物价通胀不大可能录得大幅上升。于此情况下，利率前景各不相同。尽管印度和印尼等部分经济体的利率仍存在小幅下调空间，但相关央行可能担忧资本流向中国等其他亚洲国家，因而不会采取过多刺激政策。

企业盈利方面，2016年企业盈利预期于过去五年首次靠稳并有所上调。这主要是由于“门槛收益率”低企，据年初市场一致预期显示，2016年盈利增长预期仅为5%左右。商品价格反弹促进基础材料公司盈利能力增强，进而推动盈利上升。此外，截至目前各银行（尤其是中国）并无上调拨备也为盈利带来支持。预计上述走势将延续至2017年，进而推动年内企业盈利有望录得较高的单位数增长。

由此看来，亚洲估值水平并不昂贵。截至2016年10月12日，区内目前估值为2017年盈利的13.2倍，市帐率为1.5倍<sup>1</sup>。这不大可能导致股价因估值过高而出现大幅下跌，但考虑到盈利增长前景放缓，这一估值也不便宜。就目前水平来看，该地区之所以具有优势，主要原因就是其他股市的吸引力甚至不及于此。我们认为，鉴于亚洲债券收益率维持低企，而部分发达市场股价又高出其几倍之多，因此亚洲市场至少值得考虑。

### 评估地区情况

就亚洲而言，无论是从地区还是行业来看，我们都无法断言其一定会录得正面表现。不过，印度的宏观经济前景可能最为利好。政府改革加上商品价格跌至历史低位，推动该国经济增长潜力上升。与此同时，通胀水平正常，财政和经常帐赤字也在可控范围内。但我们认为，问题是这一乐观前景已推动指数估值有所上升。因此，投资者需要审慎甄选，趁低吸纳。印度政府近日意外宣布废除并取缔所有面额为500卢比和1000卢比的纸币，致使市场陷入短期混乱，进而带来部分股票投资机会，但总理莫迪此举是为彻底根除贪污腐败并铲除黑市交易，因此应会为市场长期发展带来支持。菲律宾方面，总统的异常行为导致估值相应下降。但和特朗普一

（下页续）

样，总统罗德里戈·杜特尔特实际做法未必如其所说，所以如果市场大幅下跌，其可能提供极具吸引力的投资机会。

中国方面，政府已有效控制经济增长放缓的步伐，但6%至7%之间相对较高的国内生产总值增长是受到债务的刺激<sup>2</sup>。这令人感到担忧，因为过往新兴市场危机爆发前通常都伴随有类似的大幅信贷增长。我们的团队认为，只要中国经济的资金来自国内存款，且银行贷款/存款比率低于100%，那么就能够在未来几年应对这一高额债务。此外，一旦出现资本外流，外汇储备也将起到重要的缓冲作用。不过，由于相关趋势不会一直持续，因此投资者须密切关注。同时，如果不实施真正的改革，工业部门就不大可能在资本配置和盈利方面取得持久改善，因此我们对此持仓有限。

积极方面，中国国内消费仍维持稳健。家庭债务负担不重，工资增长也持续带来支持。移动网络在消费者当中迅速普及，因此社交媒体、游戏和电子商务等致力于网络服务创新的公司将成为市场主宰者。我们认为，尽管部分公司的增长机会已推动其估值上升，但该行业仍存在众多投资良机。

韩国方面，这一成熟经济体内的增长机会不多，但企业资产负债表内的现金结余仍相当充裕。我们认为，企业很可能将现金以股息形式派发予股东，如韩国最大的公司已开始

上调派息率。如果韩国其他公司也纷纷效仿，我们预期韩国股市最终会迎来中期重估。

最后，我们避免持有马来西亚股票，因我们认为目前估值并没有反映出经济相关的问题。

### 评估行业机会

技术行业方面，我们看好资产负债表稳健，且具备强大的现金流产生和增长潜力，但估值较低的公司。其中包括中国互联网公司、部分台湾零部件供应商及印度信息科技解决方案供应商。此外，其他行业也可能存在投资机会，例如出口商股价可能因美国的反全球化言论而受到影响。

我们对银行业的看法喜忧参半。我们认为，只要加息幅度不至于导致不良贷款增加，那么全球由货币刺激政策向财政刺激政策转变就可能推动通胀预期小幅增加，并利好利率敏感型行业，例如银行业。我们相信，近年来贷款异常增长情况较少（例如韩国和新加坡），以及能够积极识别不良资产（例如印度）的银行业体系能够取得更好的表现。目前，我们看好资本状况良好的私有银行，我们认为其估值已降至极具吸引力的水平。

### 结论

我们认为，2017年将延续2016年的大部分宏观经济走势。不过这提供了股票投资的沃土。亚洲许多公司都具备增加盈利、产生强劲现金流及加派股息的能力。相关公司能够充分应对疲弱的经济增长，而且许多公司目前市场估值偏低。

1 MSCI所有国家亚洲（除日本外）指数，12个月远期市盈率 and 滚动市帐率。资料来源：Goldman Sachs Strategy Research，截至2016年10月12日。

2 资料来源：高盛，截至2016年9月19日。



萧光一(Mike Shiao)  
首席投资总监  
亚洲区(除日本外)

#### 内容摘要

- 我们预计中国的决策者将集中于维持近期的稳定增长，改革则为次要
- 展望未来，我们预计在消费的大力推动下，中国将维持稳健增长
- 中国债务问题仍将存在，但我们预计其近期之内不会带来经济井喷风险

展望2017年，亚洲的景顺股票投资团队认为，中国经济和股市的重点将集中在增长、债务和资金动能上。我们预计，中国的决策者将全力保持近期的稳定增长，改革则为次要。消费将继续成为增长的推动力。中国债务问题仍将存在，但我们预计其近期之内不会带来经济井喷风险。我们看到，贷款活动将由企业转向消费者，我们认为这将利好经济发展。资金动能方面，目前的沪港通和最近推出的深港通将进一步打通南北渠道，加强市场开放程度。我们认为，离岸中国股票的全球投资者尤其会受惠于南向的强劲资金动能。在此篇章中，我们将从上述三大主题阐述我们的观点。

#### 增长：稳健及具弹性，并受到消费推动

中国决策者有两大重要目标：维持可观的经济增长及落实结构性改革。鉴于增长仍是保持中国长期稳定的最重要因素，因此我们认为，2017年中国将把更多注意力放在维持增长上，结构性改革则暂为次要。

我们认为，政府将通过目标基础设施开支带动增长，从而抵消私人投资的放缓。此外，鉴于房地产行业对国内生产总值的整体增长至关重要，因此我们亦认为政府仍将对该行业采取普遍宽松的政策。即便如此，房地产措施也将因地区而异，也就是在楼市过热的地区采取紧缩措施，同时面向市场饱和度不高及房屋过剩的城市推出支持政策。

展望未来，我们预计在消费的大力推动下，中国经济将维持稳健及具弹性增长。受惠于稳健的工资增长，我们认为中国零售销售额有望增

持10%<sup>1</sup>左右的年增长率。去年，城市人均可支配收入按年增长介乎8%至13%<sup>2</sup>，预计该涨势会得以延续。此外，我们相信消费行业将继续受惠于服务需求的增长。我们认为，从酒店、零售、金融服务、医疗保健、教育到信息技术服务，服务业将成为未来增长的主要来源。

#### 债务：短期不会带来风险，但要彻底解决尚需时日

我们将密切关注中国债务状况。目前，债务总额占国内生产总值的255%，而10年前仅为150%<sup>3</sup>。该急剧上涨主要是由于2008年大幅刺激计划下的过度举债或杠杆所致。尽管目前整体负债水平高企，但基于以下三个理由，我们认为这不会在短期之内引发危机。

- 中国债务大部分来自本地。这就减少了可能与外债相关的货币错配和系统性风险。
- 政府和家庭债务维持低企。目前政府总债务维持在45%左右。中央政府的债务估计少于国内生产总值的20%，相对主要发达经济体来说较为稳健。家庭债务占国内生产总值的比重仍维持在40%的较低水平，远低于主要经济体70%至90%的比重<sup>4</sup>。
- 政府可凭借资产负债表内“资产方”优势，通过广泛持有的优质资产、上市公司所有权和按需转变的灵活性为问题缠身的企业提供支持。我们预计国有企业将占A股市场整体的50%左右，总市值将约为人民币25万亿元（约3.7万亿美元）。

银行业方面，令人感到乐观的是，家庭贷款渗透率有所上升及企业贷款有所下降。与经济体内的去杠杆化流程一样，消费者信贷需求上升将有助于刺激经济，同时为问题缠身的企业提

(下页续)

供时间以完成重组和去杠杆化。此外，家庭借贷，尤其是抵押贷款（将房屋作为抵押品）较企业贷款的违约风险为低，因此被视为更优质的贷款。我们认为，银行业贷款质量将随消费者贷款的增加逐步录得改善。

#### 离岸中国股票强劲的资金动能和市场支持

沪港通计划<sup>5</sup>已打通在岸与离岸股中国市场，不再需要QDII/QFII/RQFII<sup>6</sup>配额。深港通落实将令该体系更加完整，两大计划都将允许在岸与离岸市场就大部分于上海、深圳和香港交易所上市的股票进行双向投资。我们认为，这一创新方法有助于加大市场开放，同时又不会失去对资本流向的控制。

通过深港通和沪港通加大市场开放可为全球投资者带来双重好处：

■ 首先，离岸中国股票的全球投资者将受益于南向市场充足的资金动能，进而为市场整体带来支持。过去几周，南向每日限额的使用率超过50%，香港日成交量近20%<sup>7</sup>触顶。特别值得注意的是，流动资金主要来自内地，截至2015年12月31日止的3年期间，中国内地投资者帐户由11%升至22%<sup>8</sup>。展望未来，

鉴于预期人民币走弱、H股<sup>9</sup>估值与A股相比普遍较为便宜且派息率较高等因素，都可能促使内地投资者考虑将部分投资分散至离岸中国股票。

■ 第二，全球投资者可利用这一便利渠道通过北向投资于在岸A股市场。按股票数量和市值计，沪港通和深港通总计将分别复盖MSCI A股指数的92%或97%<sup>10</sup>。这是一个巨大的进展。目前，投资者不用再受QFII限额限制或依赖于A股ETF，可直接通过在岸市场投资于个别A股。

#### 结语

2017年，增长、债务和资金动能将成为中国经济和市场的焦点。我们将密切关注中国的宏观发展，同时重点关注个别股票的基本面走向。作为自下而上的主动型投资者，我们采用选择性方法，投资于拥有稳定的领导力和竞争优势的公司。投资组合所选择的公司都具有一系列共同的质化特征，即卓越的业务模式、具有竞争力的产品或服务、稳健的企业管治和清晰的所有权架构，以及透明度和企业开放度。

1 资料来源：CLSA、NBS，2016年8月。

2 资料来源：CLSA、NBS，2016年8月，每季按年增长率。

3 资料来源：国际清算银行及景顺，2016年9月。数据截止2016年第一季。

4 资料来源：摩根大通，2016年9月。

5 沪港通于2014年11月推出的是一项证券买卖及清算计划，国际及国内投资者可借此跨境购买上海和香港股市的股票。

6 QDII指合格境内机构投资者。该项目允许经注册的中国金融机构利用有限资金投资于国外金融资产，其中包括离岸上市中国股票。另一方面，全球投资者可通过QFII（合格境外机构投资者）及RQFII（人民币境外合格机构投资者）计划投资于中国A股市场。但这些计划仅面向满足资本和资产规模要求的机构投资者开放。上述计划须经过复杂的提交和预批准流程。

7 资料来源：Goldman Sachs Research、港交所、景顺，截至2016年9月。

8 自2012年至2015年。资料来源：HK Stock Exchange Factbook 2015。

9 “H股”指在香港联交所上市的中国内地公司。截至2016年11月1日，中国双重上市公司的H股成交价较A股存在折让。

10 资料来源：MSCI、FactSet Research Systems, Inc.、彭博资讯、景顺，截至2016年9月。



## 市场错觉缔造投资机会



**Jeff Taylor**  
Invesco Perpetual  
欧洲股票主管

## 内容摘要

- 我们对欧洲经济、政治及盈利的展望较大多数人更为乐观
- 欧元区国内生产总值增长极有可能达到1.5%左右
- 欧盟不断演变的可能性远远大于解体

不论是否包括英国在内，或是否从投资或政治角度来看，欧洲都无疑是一个错综复杂的组织，而且通常混乱不清，对世界其他地区人士而言尤为如此。受到投资者对经济增长、银行体系、政治、通缩及盈利担忧的影响，2016年欧洲股市跌宕起伏。在大多数情况下，市场对此资产类别的感知未必与实际情况相符。从目前来看，随着欧盟局势日益复杂导致欧洲股市资金不断外流，2017年欧洲股票可能与2016年一样不被投资者看好，但对于我们这样致力从长期着眼并不受市场短期异常走势影响的投资者而言，这恰恰蕴藏着巨大的投资机会。

景顺专注于估值，从市场增长型及价值型等所有行业着眼，寻求可能在特定时间为我们提供最佳风险/回报机会的股票。尽管我们投入大量精力进行股票分析，但我们也致力深入了解宏观经济和政治发展，因为过往经验告诉我们，相关因素会对股票及行业表现以及股市投资者情绪造成重大影响。展望2017年，宏观因素所产生的影响可能导致各行业估值及同一行业内的各个股票估值产生巨大差异。据此，我们已调整投资策略，从而捕捉相关错位。如下文所述，我们对欧洲经济、政治及盈利的展望较大多数人更为乐观。因此，我们看好一系列盈利不断复苏且估值较低的能源、周期性及金融行业股票。同样，我们还会于估值利好的情况下买入更多防御型股票，例如电信股。

此外，我们还注意到，投资者对欧洲的担忧及错觉导致欧洲（除英国外）及欧元区股票的风险溢价一度升至2009年金融危机和2011/2012年欧元区危机期间的高位。时间会告诉我们，这是否真实地反映了股票的绝对价值或股票相对于债券的回报，但无论如何：市场会消化一切问题，欧洲并没有想象的那么糟糕。

**增长：**事实证明，2016年欧洲在很大程度上抵抗了全球宏观经济动荡的影响，展望2017年，我们认为欧元区至少会继续目前温和但体面的经济复苏。其国内生产总值增长极有可能达到1.5%左右：不要忘记，欧元区增长是受到国内需求上升的推动，因此更具持久性。欧洲大陆接二连三的危机事件导致该地区消费及投资多年来陷于低迷状态，如今则是转折的好时机。宽松的货币政策、（终将）运行良好的银行体系、下降的失业率及小幅工资上涨都将带来利好。但英国脱欧公投结果显示其将退出欧元区为该国家蒙上一层阴影，导致其未来的经济及政治发展以及外国直投是否会由该国流向欧洲其他国家充满不确定性。不过，投资者应谨记，英国股市不仅仅受到英国经济的影响。

**政治：**2016年，政治是另一令市场感到担忧的因素。英国脱欧公投颠覆了英国一贯的政治传统，我们预计2017年不大可能再涌现出众多类似的公投。欧盟不断演变的可能性远远大于解体。2017年，欧洲将有多场重要选举，其中包括荷兰、法国及德国大选，因此市场可能会波动不断。但我们不应忘记，2016年西班牙的事实证明，激进左翼并不一定会次次获得胜利。

**银行：**许多投资者认为欧洲存在系统性缺陷的银行体系可能导致欧洲股市剧烈波动。步入2017年之际，我们认为事实会进一步表明，欧洲银行体系的状况远比普遍理解稳固。最新放贷数据显示，银行贷款再度上升。大部分主要银行的核心资本比率与2008年之前监管不力期间相比已取得显著改善，银行流动性大幅增加。我们预计，全球「巴塞尔IV」银行资本规则不会导致监管部门进一步提高资本规定。不可否认，低利率和负利率对欧洲银行的盈利能力造成了巨大冲击，但目前利润已显现出改善迹象，且费用收入表现稳健。虽然部分机构仍

（下页续）

需要更多资本，其中包括一些备受瞩目的知名银行：但这只是例外情况，并不普遍。我们投资于众多欧洲银行：事实上，我们旗下多个基金都超配该行业。

**通缩：**一段时间以来，市场一致预期利率及收益率只会不断下降，并将「类债券」股票（例如必需消费品股）视为唯一的投资对象。我们的持仓配置与市场一致看法相去甚远。我们认为，有证据表明2017年将面临更大的通胀压力，我们预期整体通胀率将超过1%，远远好过近几个季度0%左右的普遍表现。石油及其他商品价格复苏、世界其他地区出厂价格进一步增长及欧洲服务价格出现小幅上升都将带来利

好。欧洲通缩风险预期可能有所改变。此外，市场可能会更加怀疑债券收益率是否会延续近期的超低走势：体制改变可能已显现出先兆。

**盈利：**坏消息是，几年来欧洲整体盈利表现不尽如人意。好消息则是，目前分析预期盈利异常之低。事实上，这预期与衰退时期配合，但我们现时认为欠缺依据。鉴于国内生产总值呈现正面增长，通胀逐渐上升，低利润周期可能推动企业录得正面经营杠杆，再加上融资成本不断下降，我们认为未来几个季度欧洲很可能录得正面盈利惊喜。我们可能迎来一个极为少有的时期，在此期间分析师将不断上调而非下调预期。

# 利用EQV深入分析全球股票



**Clas Olsson**  
国际及全球增长首席投资官

## 内容摘要

- 国际股市的短期前景普遍喜忧参半
- 基于四个主要原因，我们不会就任何策略进行货币对冲
- 波动为我们这些长期投资者提供趁低吸纳的良机

展望2017年，受到全球各种宏观经济风险的影响，国际股市的短期前景普遍喜忧参半。我们认为，部分主要风险包括英国脱欧及欧元区的潜在不稳定性、几个最大的新兴市场去杠杆化及由近期美国总统大选及德法两国即将到来的选举所引发的不确定性。

但不论股市前景呈正面、负面亦或是喜忧参半，景顺国际及全球增长团队都将采取自下而上方法物色投资机会，通过盈利、质量和估值(EQV)特征对公司进行评估。我们于下文就市场走势进行分析并利用EQV对此进行评估。

### 发达市场：利率在较长时间内维持较低水平

美国方面，美联储已下调2017年和2018年的加息预期，表示利率可能在较长时间内维持较低水平。欧洲方面，欧洲央行维持刺激计划不变，这表明决策者认为区内复苏暂无风险。日本方面，鉴于通胀下跌、长期债券收益率上升及日圆升值，日本央行于9月份推出全新的货币工具，致力于长期之内保持接近0%的利率及2%左右的通胀率。

### 新兴市场：增长将有所放缓？

美国利率预期将于较长时间内维持较低水平为2016年新兴市场投资者情绪带来提振。商品价格收紧亦带来利好。但我们认为，中国及巴西等部分大规模新兴市场经济体需延长去杠杆化流程。这可能削弱其未来增长率，从而令商品价格进一步受压。

此外，中国增长放缓同样会对严重依赖该国出口的东亚小型经济体带来负面影响。因此，未来一年，其中大部分新兴经济体可能仍大幅依赖于美国的持续复苏录得进一步增长。这一严峻的经济形势可能导致市场持续波动及股市估值出现偏差，进而为我们这些长期投资者提供趁低吸纳的良机。

### EQV筛查

不论宏观经济环境如何，团队都将始终致力于通过我们的EQV投资流程物色估值具有吸引力的优质增长型公司。

- **盈利。**2016年，随着全球每股盈利增长的下跌有所放缓，企业盈利从过去几年的困境中录得改善。尽管年底日本、亚洲（除日本外）及新兴市场盈利仍经历向下修正，但美国及欧洲盈利和销售额均有所增长。由于日本企业严重依赖于出口，因此日圆升值对其造成不利影响。此外，鉴于亚洲众多货币与美元联系紧密，因此美元走强对亚洲（除日本外）公司造成影响。

欧洲净盈利增长录得自2010年以来的最高水平。这主要是受到英国货币走弱的影响，瑞士、德国及西班牙的情况也有所改善。该涨势能否延续尚不可知，但货币所推动的修正通常只是昙花一现，而且多数还需要经济基本面不断改善。

本团队经常会被问道我们是否会就货币进行对冲。我们不会就任何策略进行货币对冲，以下是四个主要原因：

1. 尽管外币持仓可能造成短期波动，我们认为其不会对长期表现造成重大影响。
2. 我们认为，全球性投资组合可为美国投资者提供的一大优势就是可以降低与美国市场的关联度。但货币对冲将导致这一关联度上升，进而有损于分散投资收益。

(下页续)

3. 此外，货币对冲在多数情况下纯属多余，因为许多公司业务都遍及全球，因此通常会就许多不同的货币进行直接对冲。
  4. 最后，对冲成本过高，可能为投资组合带来不必要的债务杠杆。
- **质量**。纵观全球，自2012年以来公司股本回报率一直不断下跌，而且并无改善迹象。如果企业无法增加总收入，那么股本回报率就不会改善。
- **估值**。由于市场上涨及盈利下跌或持平，2016年大部分地区的估值都有所上升。我们认为，尽管未来一年存在巨大的宏观风险且盈利增长形势严峻，但发达国家整体估值水平已经不低。
- 如果根据估值偏差来发掘投资机会，新兴市场强劲的反弹导致其吸引力已不及2016年初，但我们认为其吸引力仍然最高，而美国吸引力则为最低。

1 资料来源：景顺，Thomson Financial, Compustat（截至2016年9月30日）。

## 五大因素令2017年日本股票前景不容小觑

**Daiji Ozawa**

景顺日本股票  
首席投资总监兼首席基金经理  
东京

**内容摘要**

- 在2016年录得令人失望的疲弱表现过后，许多投资者都甚少关注日本股票
- 但我们认为基于五大理由，投资者应考虑部分日本股票
- 我们认为2017年日本股票对我们作为长期投资者而言极具投资潜力

毫无疑问，2016年是自2012年以来令日本股票投资者感到最为失望的一年。不仅是日本股票表现不及平均水平，而且日本整体经济连同首相安倍晋三所领导的政府，以及黑田东彦领导下的日本央行也严重打击了投资者情绪，导致其纷纷撤出日本股市。但与此相反的是，景顺驻东京日本股票团队认为目前正是重新审视日本股票的良机。我们有五大理由认为部分日本股票前景相当利好。

**1. 经济**

首先，从周期性角度来看，我们认为日本经济将逐渐加速。日圆靠稳及新兴经济体有所好转，再加上工业生产及出口似乎均已触底反弹，这些都无疑有助重塑企业情绪。

除此之外，日本国会于10月份通过了总计约为4万亿日圆（或380亿美元）的2016财年第二次补充预算，其中涵盖了大量经济刺激计划（包括基础设施开发）及熊本震后重建计划开支。目前，政府正在致力迅速落实该计划。此外，有消息称日本政府正在认真考虑制定第三次补充预算，以防国会可能因提前选举而无法于2017年初结算主要预算费用，不过这一消息尚未得到证实。

好消息是，商品价格触底反弹及新兴经济体靠稳推动全球经济上行，日本也因此乘全球之势录得复苏。投资者应谨记，纵观全球，日本股市是与全球经济活动关联度最高的市场之一。因此，我们认为，如果你和我们一样看好全球经济，那么就不应该忽视2017年的日本股市。

**2. 日本央行**

不过，部分投资者可能认为日本股市波动性较高，因此很难进行投资，尤其是在过去日

本央行不时采取不可预测及意外的行动的情况下。但我们认为类似情况可能不会再次发生。相反，我们坚信日本央行行长黑田东彦正在尽力加强与市场之间的沟通，这应会有助于减少任何意外并消除不必要的波动。2016年9月，央行宣布落实“质化和量化宽松及收益率曲线控制”（Quantitative and Qualitative Monetary Easing with Yield Curve Control），从而通过将部分目标数量转移到控制收益率曲线上，以此加强货币政策的可持续性；市场对此并无感到意外；但市场反应平淡在一定程度上是由于日本央行已预先作出通知。

不论黑田行长情愿与否，他似乎都没有更多的空间来进一步放宽政策，包括再度下调负收益率、增加银行对日本政府债券的购买量、降低长期债券收益率及上调交易所买卖基金购买量，这一切方法看似都很难落实。日本央行似乎会退居幕后，进而由日本政府通过财政政策来扭转局面。这也是首相安倍晋三通过大规模经济刺激计划并开始着手制定第三次补充预算的原因。

**3. 企业管治**

第三，我们认为企业管治已取得显著改善并将进入下一阶段。通过2014年推出的《日本管理人规范》(Japan's Stewardship Code)及2015年推出的《企业管治守则》(Corporate Governance Code)，我们可以看出企业管治在众多方面发生了巨大的变化。据东京证券交易所营运商日本交易所集团(JPX)表示，2016年77.9%的First Section上市公司（交易所内的大盘股）拥有两名或两名以上独立的外部董事，而2015年和2014年则分别为48.4%和21.5%。

我们承认，初步持续改善更多集中于如何改变原有架构，但目前公司和投资者则更专注于如何有效地利用新架构。据日本投资者关系协会(Japan Investor Relations Association)调查显示<sup>1</sup>，88%的受访者表示其已制定中期

（下页续）

经营计划，实现股本回报率是位于销售额、经营及经常性利润之后的第四大目标。此外，61%的受访者表示其制定了包括股份回购及股息政策等在内的资本政策，较之前的调查高出近一倍。许多企业表示，在制定了新的架构和目标之后，目前正致力于探索如何增加董事会运转效率、评估相关活动并更有效地激励企业管理层。我们不得不承认，目前就此还没有准确的答案或迅速的解决方法，但我们认为相关努力最终会取得丰硕的成果。

#### 4. 结构性改革

第四，我们也将结构性改革作为推动日本发展的正面因素，尽管其进展缓慢在一定程度上令人感到失望。这听上去可能有点奇怪，但我们仍认为日本未能实现2%通胀目标的主要原因之一是工资并无任何大幅增长。据日本总务省表示<sup>2</sup>，尽管企业利润表现强劲及劳动力市场收紧，失业率维持在3%左右，但在过去几年安倍经济学落实期间，占日本员工总数约60%的全职员工工资鲜有增长。从理论上来看，这种情况的确不大正常，但这忽略了一个事实，那就是日本全职员工的待遇远远好过兼职员工，包括工资水平、工作保障、额外福利及社会地位。因此，相比于加薪，全职员工对保住工作的欲望更加强烈。所以，只要目前全职员工和兼职员工工作待遇之间的巨大差距不变，日本工资就不

大可能出现大幅增长，通胀也就无法因工资上涨而受到推动。日本政府已就此达成广泛共识，为提高生产力，安倍内阁正抓紧落实劳动力市场改革，包括同工同酬及放宽裁员限制，在首相安倍晋三的力推下，2017年相关改革有望取得进展。

#### 5. 估值

最后，我们要说的是估值。据MSCI显示<sup>3</sup>，截至2016年11月初，日本股市远期市盈率与大部分欧洲市场相近，但较美国存在大幅折让。此外，从市帐率来看，11月初日本股市为全球最为便宜的市场之一<sup>4</sup>。

不过你可能会说，考虑到过往日本股本回报率一直低于全球其他地区，因此其市帐率自然较低<sup>5</sup>。但鉴于企业管治全面录得改善而且全速进入下一阶段，部分日本公司已通过审慎周密的资本政策，在利润和股份回购及股息增长方面取得显著成果。总体而言，日本市场似乎正进入中期重估阶段。

尽管结构性改革进展缓慢，但其已逐步展开并且加快。此外，在预期低企的情况下，周期性因素也不断上行，再加上估值较低，我们相信2017年日本股票对于我们作为长期投资者而言具有巨大的投资潜力。

1 调查时间为2016年1月28日至3月7日。该调查面向日本所有上市公司（3,622家）进行，有27.1%的公司参与其中。

2 截至2016年10月31日。

3 远期市盈率截至2016年11月10日：MSCI日本指数为14.01，MSCI欧洲指数为14.52，MSCI美国指数为16.74。

4 市帐率截至2016年11月10日：MSCI日本指数为1.29，MSCI欧洲指数为1.72，MSCI美国指数为2.80。

5 股本回报率截至2016年11月10日：MSCI日本指数为7.87，MSCI欧洲指数为7.65，MSCI美国指数为12.39。

# 2017年英国股票估值面临四大挑战



**Mark Barnett**  
Invesco Perpetual  
英国股票主管  
Henley-on-Thames

## 内容摘要

- 多重挑战可能迫使英国股票估值被重估
- 对于长期投资者而言，自下而上的投资机会应运而生
- 最为重要的准则是对估值保持警惕

短期之内，英国股票市场走势可能还会继续受到全球债券价格及英镑/美元汇率变动的影 响。2016年期间，该等资产市场对英国股票产生了重要影响。债券市场的强劲表现（伴随股市异常上涨）及英镑下跌的感知利益一直推动英国股票估值不断被重估。

年关将至，再加上今年基本盈利增长（不包括英镑和商品反弹所带来的影响）整体未如理想，英国股票估值似乎已经触顶。由于债券和股票不断攀升，以及各大央行加紧出台政策措施，投资者倍感紧张。鉴于估值上升及企业盈利能力持续受压，而且近期市场盈利警告数量显著增加，英国股票不大可能会继续未经查看下被重估。

## 英国股票估值面临的挑战

展望2017年，以下挑战可能导致英国股市当前估值被迫重估：

- **盈利**。首先就是缺乏整体盈利增长，在英镑并无大幅贬值的情况下，整体盈利增长很可能同2016年一样乏善可陈。来年的基本盈利前景同样暗淡无光。第二，近期英国经济很可能陷入更大困境。除了英国央行的财政计划，英国财政部也在考虑采取一切措施避免经济衰退。更多有关企业所得税、国民保险税及长期基础设施项目的措施相继出台。
- **通胀**。主要受英镑变动的影响，通胀再度上升，这将令消费者预算受压及整体经济发展受阻。再加上英国脱欧进程中所带来的政治不稳定性，英国就业率及投资意欲可能有所下降，进而导致国内经济活动进一步放缓。这已经在一定程度上影响了股

票的估值，自欧盟公投以来，全球及国内公司股票表现就产生了巨大差异。然而，由于定价能力仍不甚明朗，因此未来一年的企业盈利前景不容乐观。

- **政治**。未来一年，政坛可能出现更多意外，这是可能继续大幅影响企业行为及股市表现的第三大因素。国内方面，新任政府政治议程不断变化为政治局势蒙上一层阴影，此外，国际政坛也将迎来一系列重要选举；很可能出现政策突变或意外的选举结果。
- **债券**。最后，就是全球债券价值的转变速度及程度，也可能令英国股票的正回报受压。而联邦基金利率的变动，或仅仅是市场意识到全球债券于夏季录得的历史低位无法再客观反映出通胀和利率的中期展望，都可能导致债券价值出现转变。

## 对估值保持警惕

这些问题不论是单独还是共同出现，都将为市场带来持续挑战。Invesco Perpetual英国股票团队认为，最为重要的原则就是对估值保持审慎。

尽管股市估值高企，但自2016年6月欧盟公投以来出现的大幅行业轮转，为长期投资者提供了自下而上的投资机会。就这些新涌现的机会而言，我们仍将重点关注能够录得可持续收益增长，进而以适度财务杠杆推动盈利、自由现金流及股息上涨的公司。



Rob Waldner

景顺固定收益多元行业  
首席策略师兼主管

### 内容摘要

- 我们认为，财政政策放宽、去监管化和贸易将成为美国新政策的重点
- 美国增长走强应会令美国全面加息受压
- 我们认为新兴市场增长可能面临持续阻碍

### 宏观

景顺固定收益2017年宏观展望在很大程度上可能受美国新晋总统特朗普及其政府政策走向影响。我们认为，特朗普执政初期会落实部分主要政策。首先是财政放宽政策：其所提议的税收削减和潜在的基础设施开支可能大幅推动美国录得全面增长。其次是特朗普承诺放宽对美国经济的监管。就此，他特别指出将改革平价医疗法案(Affordable Care Act) (也就是“奥巴马医改”)，放宽对能源行业的监管并修订多德-弗兰克法案(Dodd-Frank Act)。我们认为，这些变动也可能于短期之内推动美国经济增长。第三，就是为特朗普胜选带来支持的反贸易言论。因此我们认为其可能在短期之内落实部分阻碍自由贸易的政策。相关举措可能于中期之内对全球增长造成负面影响。

近期而言，我们认为美国利率将有所上升。美国增长走强可能令美国全面加息受压。尽管市场波动可能为美联储带来忧虑，但我们认为其仍会于12月加息，且有可能于2017年再度加息。美国增长走强、财政刺激措施加上美国加息都将导致美元兑所有货币升值。美元升值和潜在的贸易措施均将为新兴市场带来不利影响。我们预计新兴市场货币将有所贬值且相关市场增长可能面临持续挑战。

### 银行贷款

我们认为，鉴于2016年第四季度银行贷款价格一直围绕其面值浮动，因此预计2017年该资产类别的表现将与息票持平。我们认为，除“个别表现疲弱”外，公司资产负债表普遍稳健且发行商受到自由现金流保护，因此贷款基本面可能继续受到美国缓慢但利好的国内生产总值增长的支持。鉴于长期投资者需求维持强劲，我们预计技术因素将持续稳固。我们认为，大部分主要风险并非局

限于贷款风险。反而是普遍的宏观经济疲弱可能引发的市场“避险”情绪，以及经济衰退可能造成的违约率上升。然而，即便如此，因优先级担保贷款位于资本架构顶端，所以仍具有相对较强的防御性。

### 新兴市场

截至撰写时，我们认为新兴市场不大可能重达2016年截至目前的卓越表现，但未来一年其仍有望录得小至中幅单位数增长。这主要是受惠于正面的利差支持。鉴于新兴市场资产在很大程度上依赖于全球环境，因此我们认为，央行持续的放宽政策、相对稳定甚至稍有放缓的增长及温和的通胀都将为新兴市场资产提供有利支持。此外，投资者持续寻求收益，相对于发达市场，他们看重收入及新兴市场的喜好令其维持吸引，表明投资者可能继续涌入新兴市场资产。新兴市场国家的前景展望至关重要。目前，我们与以往一样重点关注具备一系列推动因素（可靠积极的央行、财政责任等）的新兴市场国家和信贷投资。我们相对乐观的看法所面临的主要风险是美国国库券遭大幅抛售、央行政策发生外转变、全球增长大幅放缓或美元骤升。

### 欧洲固定收益

2017年欧洲固定收益市场将继续受到宏观经济不利因素和区内多国选举的影响。反主流派的崛起（主要与过去数年经济表现持续疲弱有关）表明未来一年市场可能持续跌宕起伏。欧洲央行已通过货币政策取得部分成功，减轻了分裂风险，但银行贷款仍表现平平，我们预计英国脱欧将对欧洲增长构成拖累。不过，欧洲仍处于经济周期初级阶段，鉴于通胀表现仍不及预期且增长维持低企，我们预计欧洲央行的量宽计划将延续至

(下页续)



2017年3月以后。因此，我们看好核心政府债券久期投资，且预计未来国内政治事件及/或央行举措可能为我们带来投资良机。此外，我们对外围国家持中立看法，并对意大利和葡萄牙前景继续持审慎取态，但稍看好爱尔兰和西班牙债券投资。货币方面，我们认为投资机会不多，但我们认为欧元可能因其融资货币地位而受惠于避险情绪。然而，政治环境充满挑战可能会阻碍欧元录得任何大幅升值。我们认为，该市场所面临的风险是欧洲央行于近期之内突然宣布终止量宽计划，或削减量宽计划规模。

### 全球高收益

尽管息差收窄区间有限，但考虑到目前息差公平值利好，我们认为美国高收益债券将于2017年录得理想表现。美国以外地区，高收益债券表现将取决于当地的发展水平。美国高收益市场内的大部分企业收益与美国消费者水平密切相关，而我们认为2017年消费者水平有望维稳。美国以外地区的企业收益前景和盈利能力更为特殊且依赖于相关国家/地区。美联储的行动可能对全球高收益市场情绪和美元造成重大影响，进而导致商品价格及商品相关的高收益资产价格起伏波动。中国需求走软也可能令全球高收益市场受压，同时导致欧洲增长不尽如人意。但我们看好美国高收益市场的一系列进展，其中包括：众多美国高收益公司已通过削减成本和改善资产负债表成功应对商品价格下跌，债务融资并购活动已大幅放缓且违约率仅录得轻微上升。这些进展都可能为2017年的美国高收益债券带来支持。

### 全球投资级别

鉴于宏观经济环境利好及市场持续追求收益，我们认为2017年全球投资级别信贷将跑赢主权信贷。考虑到流动资金充足（尤其是美国以外地区），预计全球经济不大可能出现衰退。美国方面，尽管美联储言论表明其可能进一步加息，但我们认为收紧幅度有限。此外，欧洲央行及英国央行可能继续落实量宽计划。将企业债务纳入购债计划进一

步限制了收益型资产的投资者供应，进而可能为全球投资级别债券带来支持。

我们认为，风险包括全球增长意外放缓，进而可能导致信贷基本面和风险资产承压。此外，全球增长和通胀加速可能导致利率进一步上升，而鉴于主权债券因收益率极低而受到的保护有限，因此其遭受的影响尤为明显。步入2017年之际，企业信贷投资主要受信贷息差和绝对收益低企所主导。该资产类别的表现可能在很大程度上取决于能避免持有问题缠身的行业和发行人，同时捕捉投资良机。

### 全球流动性

未来一年，美国货币市场基金经理可能将注意力重新集中在改革后的增值。如果改革导致供需不平衡问题持续，则短期信贷息差可能维持高企，这就可能不断为优质及超短期投资策略创造具有吸引力的收益率投资机会。美国政府证券供应量充足应可为短期利率提供支持，但我们将密切关注2017年初美国债务上限的相关进展，这可能对美国国库券的短期供应量造成影响。美国经济增长放缓仍可能成为美联储2017年的关注重点，但与近来几年相似，美联储可能仍倾向于以破坏性最小的方式发布前瞻性指引并逐步进行加息。欧洲货币市场将于2017年开始改革，但由于距离落实时间较长（与美国相似），2018年之前其可能不会对市场造成明显影响。

### 结构性债券

我们预期，2017年的宏观经济及资本市场环境将普遍利好结构性证券，因为宏观经济增长放缓及一般的利息盘整通常有利于降低预付风险及收紧信贷息差。而鉴于房屋供应量预期维持紧张加上消费水平稳健，我们认为，美国相关住宅及商业房地产基本面也将为该资产类别带来正面支持。近年来，美国商业房地产价值大幅上升，但我们认为资产泡沫更多的是股票风险，而不是投资级别债务风险，因为自信贷危机以来，抵押品质

（下页续）

量、信用增强和承销已录得大幅改善。外国投资者涌向美国机构担保型抵押贷款支持证券带来极为利好的技术支持，这主要是受到过往美国以外地区大量负利率主权债券的推动，但我们预计，随着2017年货币对冲成本的持续上升，外国资金的流入速度将逐渐下降。我们认为，主要风险包括(1)美联储有关抵押贷款支持证券息票再投资、预付和

到期日的政策发生意外变动；(2)央行可能就利率采取更为激进的立场；(3)美国商业房地产价格出现异常大幅下跌，及(4)即将于2016年12月24日生效的最新多德-弗兰克法案“风险自留”规则可能为新发行的商业抵押贷款支持证券供应带来负面影响，进而对市场造成破坏。

## 前景审慎，但机会仍存



**Lewis Aubrey-Johnson**  
Invesco Perpetual  
定息团队定息产品主管  
Henley-on-Thames

## 内容摘要

- 我们对债券市场整体前景持审慎取态
- 审慎取态反映债券市场多个领域的收益率都处在极低水平
- 尽管我们对前景持审慎态度，但我们认为部分市场领域仍相对较为吸引

展望2017年，Invesco Perpetual定息团队对债券市场整体前景持审慎取态，并以较大权重的现金和其他流动性工具对投资组合进行防御型配置。该流动性不仅有助于减轻市场疲弱期的影响，还可让我们把握任何可能出现的投资机会。

## 央行

我们之所以持审慎取态，是因为债券市场多个领域的收益率都处在极低水平，就信贷和利率风险水平而言，大部分债券的回报都不甚理想。至少从央行政策来看是如此。

欧洲企业债券市场就是一个很好的例子。欧洲央行于2016年3月10日宣布推出企业债购买计划(Corporate Sector Purchase Programme)至9月7日下调利率期间，以欧元计值的投资级别债券收益率下降约67点至0.63%<sup>1</sup>。鉴于投资者致力维持收益，企业债购买计划对其他行业造成影响。英国央行于2016年9月开始推出的本国企业债购买计划对英镑债券市场产生了类似的影响。截至本文撰写的11月中，企业债购买计划预计将于2017年3月结束。越来越多的市场传闻称，欧洲央行计划于10月初缩减购债规模，因此任何缩减刺激计划的决定都可能对债券市场造成负面影响。

## 通胀

暂时性迹象表明全球经济将由偏向通缩转向再通胀。其中原因有三：

1. 首先是商品价格反弹。例如，截至11月10日，布伦特原油价格较1月每桶27.9美元的低位上升75%<sup>2</sup>。基数效应开始令整体通胀承压，同时拉动制造业商品价格上升，这也是中国出厂价格自2012年以来首次扭转至正面区间的原因之一。
2. 其次是财政政策转变。市场广泛预期，美

国当选总统特朗普将通过大幅增加基础设施及国防开支刺激美国经济。在其他地区，日本和加拿大财政政策出现倾斜迹象，其他地区也可能如此。

3. 最后是对自由贸易的抵制愈加强烈。尽管相关抵制对增长可能造成负面影响，但也会导致价格上升，高昂的关税将推动消费者转而购买国内价格稍高的相同产品。

我们想点出我们预计通胀不会在短时间内飙升；中国产能过剩及全球整体需求疲弱等结构性问题仍然存在。即便如此，在发达经济体劳动力市场收紧和上述各项因素的共同作用下，未来几年全球经济可能录得十分缓慢但持续的再通胀。

## 政治风险

政治风险仍是金融市场面临的一项主要风险。2017年，法国和德国将迎来总统大选，荷兰则将举行普选。相关选举都可能导致市场波动大幅加剧。此外，这些选举更恰逢英国脱欧及特朗普将于2017年1月开始出任美国总统之际。

## 相对价值领域

尽管我们对前景持审慎态度，但我们认为部分市场领域仍相对较为吸引。我们认为，若干投资组合可伺机买入通胀风险估值过低的通胀挂钩债券。指数方面，投资级别企业债券收益率及息差均处于极低水平而且投资价值不大。但我们认为，部分企业债券市场仍可带来相对风险而言仍具相当吸引的收益。

## 金融业：银行

信贷方面，我们看好金融业，尤其是次级银行资本（额外一级及巴塞尔协议III一级银行资本）。从资本角度来看，欧洲银行的状况自2008年金融危机以来录得大幅改善。这主要是得益于欧洲银行管理局的压力测试。

（下页续）

不过，相比于美国银行，欧洲银行还要继续加强其资本实力，我们相信这一修复流程将为我们提供长期投资机会。就于AT1债券而言，欧洲央行已于2016年解决了该行业所面临的部分风险，同时授予银行更大的自由裁量权，作出包括股息和AT1息票（评级最低的债务资本形式）在内的现金付款。

我们认为，目前的估值并未反映出上述利好因素。例如，2016年11月8日，全球或有可转换(CoCo)债券（包括AT1）收益率达6.46%，较全球企业债券市场整体收益率高出4个百分点左右<sup>3</sup>。

#### 金融业：保险

我们认为，保险业存在进一步的投资机会。为满足偿付要求，保险公司会发行次级债券，其收益也相对较为吸引。由于其属于银行业，因此监管变动会带来部分传统债券(legacy bond)投资机会。2016年1月之前发行的保险公司次级债券计入2026年前的一级资本；但风险并不像部分偿付能力II(solvency II)资本一样大。我们持有大量信贷情况理想的保险公司次级债券，鉴于其供应量不大，我们预计其有望与一级银行资本一样获得可观溢价。整体而言，该行业信誉度较高，且偿付水平高于监管最低规定。

#### 混合债券

此外，我们认为也可伺机投资于非金融业混合债券（由投资级别非金融业公司发行的次级证券）。截至撰文时的11月中，混合债券仍与优先级债券之间维持较大的息差<sup>4</sup>。通常情况下，鉴于其资本风险，混合债券会低于发行人优先级债券两个评级。我们认为，在致力于寻求收益的情况下，大部分投资级别发行人都能够提供的这一溢价显得十分吸引。就次级银行和保险资本来看，这些债券的基础特性可能根据发行有所不同；所以，了解其特殊性对其潜在价值的发掘而言至关重要。

#### 高收益债券

总体而言，大部分高收益债券的估值都有所上升，但我们认为部分市场领域仍相对较为吸引。我们的策略是维持审慎，同时专注于能够提供流动性相对较强的高收益债券的优质公司。而对于堕落天使（投资等级遭到下调的公司）而言，我们认为其若能采取恰当的措施扭转业务发展，也可提供相关投资机会。

1 资料来源：BofA Merrill Lynch Euro Corporate Index。

2 资料来源：彭博。

3 或有可转换债券以BofA Merrill Lynch Contingent Capital Index为代表，全球企业债券市场由BofA Merrill Lynch Global Corporate Index代表。

4 资料来源：摩根大通。

## 高瞻远瞩：2017年市场面临哪些挑战



**David Jubbs**  
Invesco Perpetual多资产团队基金经理  
Henley-on-Thames

## 内容摘要

- 本团队从两至三年的投资期着眼，物色具有吸引力的潜在投资机会
- 全球生产力下降可能导致国内生产总值增长持续放缓
- 各国央行不同的量宽措施令货币流通速度不一

在Invesco Perpetual多资产团队，我们从两至三年的投资期着眼，因为我们相信这将帮助我们通过评估周期性和结构性市场动力物色极具吸引力的投资机会。

我们会根据该投资时限形成核心的经济观点，概括我们对未来两到三年内的全球经济走势预期。这经济展望不是我们拣选投资理念的因子，而是作为纳入投资理念在投资组合前需接受其中一项检测，我们须确定就我们两到三年的全球经济展望而言，各理念均有望缔造正面回报。

我们选择这一期限的目的就是为了避免受部分市场观察人士和参与者影响，过分关注市场短期反应。但我们深知，我们的核心经济观点可能出现错误，而且市场短期反应可能造成剧烈的波动。因此，我们在投资组合管理流程中融入情境测试。当我们认为存在多种可能性的时候，即便这种可能性很小，也会根据相关可能对投资组合进行测试。

这些情况可能较为极端，但不论其概率大小，都是我们认为可能于未来12个月切实发生。这不仅可以帮助我们识别投资组合所承担的风险，也能够让我们了解如何提高投资组合在面临潜在市场事件时的稳健性。

我们希望借此深入分析全球经济目前所面临的部分结构性问题和挑战，这也是我们投资组合构建过程中的重要考量因素。部分问题将帮助我们形成核心经济观点或设定上述投资组合测试情境。我们所讨论的问题包括生产力、货币流通速度或短缺、债务负担（尤其是中国）、欧元货币联盟的脆弱性和美国潜在的周期性衰退。

## 生产力

全球金融危机已过去8年，尽管技术持续发展，资金注入不断，但全球增长似乎一直而

且还将继续处于低迷状态。增长疲弱的原因之一就是，按工时数或所有生产要素计，全球生产力自20世纪80年代末以来一直在不断下滑。

从20世纪70年代到2000年，德国生产力增长由4.5%降至2%，再到如今降至1%。日本则由20世纪70年代的5.2%下滑至2000年的2%，最后下降到如今的1%，而美国同期生产力由2.1%降至2%，最后降至不足1%<sup>1</sup>。

对经济学家而言，生产力走势一直是一个谜题，尤其是在全球化和自动化不断深入以及新技术不断崛起的情况下。过去40年，全球化和自动化迅猛发展，人们广泛认为这会推动生产力进一步上升。从耐用品（制造业）生产力大幅高于非耐用品中就可以看出。然而，是否存在基数效应表明这些因素的影响已逐渐消失，进而导致生产力跌回至长期较低水平？

此外，金融行业的大幅增长也值得深思。单就美国而言，截至2010年的过去30年间，金融服务业所占国内生产总值的比重就翻了一番以上<sup>2</sup>。不过，金融业只是中间机构，所以其对生产力的贡献还存在很大的疑问。

可以说，企业和政府负债累累刺激了金融业的增长，但本身也导致了生产力的下降。例如，如果出现任何利率正常化，债务偿还就会成为首要问题。通常情况下，资本成本的上升都会导致资本对劳动比率下降，进而导致生产力下滑。

不过，最大的问题是，即便利率已有所下调，生产力仍在持续下跌，这表明受到不良刺激的银行滥用资本所影响，且利率过低可能更直接地造成生产力下降，或换句话说，就是低效使用债务。

（下页续）

这也说明，电子邮件和社交媒体等部分已成为主流的新技术非但没有提高生产力，反而起了阻碍作用。

不论生产力下降到底是出于哪种原因，这种趋势都不大可能出现逆转，再加上疲弱的人口走势，有关未来国内生产总值增长持续放缓的预期很可能变为现实。

### 债务

世界各地在全球金融危机期间所采取的对策就是进一步增加债务。据麦肯锡(McKinsey & Company)表示，自2007年至2014年中期间，全球债务已由142万亿美元升至199万亿美元（包括家庭、政府、企业和金融业），而且这一数字还在不断上升。

在此情况下，鉴于中国债务水平自2000年以来录得大规模扩张，且目前已成为全球市场的主要推动力，因此备受市场关注。中国私有行业债务目前占国内生产总值的220%，中国半数企业的现金流不及其利息付款。但要判定高额债务何时过度发展过头且需要进行修正是十分困难。

从乐观角度来看，中国可能成功摆脱债务问题，即便实际增长放缓，但仍可能维持合理的名义国内生产总值增速（目前约6.5%）。此外，目前的经常帐盈余表明，只要资本外流处于可控水平，货币可适当下跌。而且，尽管2011年投资占国内生产总值比重达48%，但中国资本储备仍然较低，人均资本占有仅为美国的十分之一。这意味着投资拉动型增长仍然可行且仍具备上升空间，但按理来讲，这会导致更多的债务融资。

不过，中国也存在一些问题。其中包括影子银行发展过快。例如，类似于客户存款的财富管理产品实际上是企业贷款融资。越来越多的相关资金用于偿付现有债务和利息，造成资本滥用。此外，公司现金流低于利息

付款，因此投资效率低下，而且一旦债务成本上升或现金流枯竭，就可能带来巨大的违约风险。

近期，中国政府已表明将清理部分国有“僵尸企业”（即需要国家救助的企业），引发部分企业债转股。部分预测表明银行业可能须需核销占国内生产总值20%的不良贷款。尽管我们很难预知中国政府将采取何种方式，但潜在的信贷恶化可能会对国内外造成严重的负面影响。

### 货币流通速度

另一相关问题就是量宽计划注入的资金似乎很少成为高效稳健的投资开支。近年来资金流通速度就充分反映出这一点，如20世纪30年代一样<sup>3</sup>，其非但没有上升，反而急剧下降。

流通速度上升通常被视为一项利好因素，因为这能有效衡量新注入资金（即新债务）的效率。因此，一个不可避免的问题就是，全球金融危机后的干预是否导致资源配置错误，进而造成了流通低迷？景顺首席经济师祈连活(John Greenwood)对日本及欧洲央行的量宽政策提出了强烈的质疑。两地政府从银行买入资产，然后再将资金存入各自的央行。这并没有像英国和美国量宽政策一样，通过为非银行业提供支持，推动相关行业将现金用作再投资，从而加快货币流通。

这将带来双重影响：首先，这可能继续为目前全球低增长提供支持。其次，鉴于截至目前的大规模量宽计划未必能对所有经济分部产生成效，因此央行可能须采取更多特殊政策，不然促经济的重任可能会重新回到政府身上，政府须推出新一轮经济刺激计划。

（下页续）

### 欧元货币联盟

英国脱欧公投再度引发了人们对欧盟的担忧，而且，除了政治事件以外，我们认为欧元区还持续面临许多忧虑。

其中一个就是欧洲央行TARGET2系统的失衡，该系统为复盖多国央行和欧洲央行的跨境结算系统。德国对欧元区其他国家的债权再度录得如2011年和2012年的上升，这可能表明外围国家相对竞争力逐渐减弱，因此延迟了提款和向德国转款。令人担忧的是，葡萄牙、希腊和西班牙能够从私人行业大规模债务中脱身的机会越来越少，这可能会导致其违约率上升。

而目前欧洲外围国家政府债券息差正处在全球金融危机之前的最低水平，这表明市场已经忘记这些脆弱的欧元区外围国家一直存在的问题。例如，西班牙和意大利十年期债券收益率仅高于德国国债约100点<sup>4</sup>。

### 美国周期性忧虑

另一问题就是美国经济复苏。许多因素都表明其出现潜在衰退迹象。总体而言，美国消费力看似相对稳健。不过，由于消费力是受到信贷增长的支持，若经济增长停滞，消费力也难以维持，因此存在风险。通常情况

下，强劲的消费力会伴随着工资上涨，但目前工资增长也不尽如人意。今年大部分时间，美国人均每周工时都录得按年下降，而且工资整体不断向下调整。此外，租金对工资增长稳定上升显示，如果工资无法跟上其他日常消费，那么消费力可能因此受压。通常情况下，工资通胀上涨都是受到企业强劲表现的支持，但随着税收下降及盈利下跌，步入2017年之际，消费者购买力可能会亮起红灯。

尽管上述各方面并未构成我们的核心展望，但却值得我们深思，并有助于我们构建投资组合，加入情境考虑，从而对策略进行测试。当然，部分结果会更为乐观，但对于我们以风险管理为基础的投资组合构建而言，下行和上行测试都至关重要。这样，我们才能构建出稳健的投资组合，从而抵御潜在的市场震荡。

1 资料来源：Federal Reserve Economic Database，2016年6月30日。

2 资料来源：National Bureau of Economic Research。

3 资料来源：Federal Reserve Economic Database，2016年6月30日。

4 资料来源：彭博资讯，截至2016年10月31日。

# 致力在动荡的环境中实现回报最大化、风险最小化



**Wendy Teramoto**  
WL Ross & Co.  
董事总经理  
纽约

## 内容摘要

- 2017年可能是动荡的一年
- 我们将密切关注中国的需求、全球石油产量及利率政策走势
- 市场的不确定性和波动性并没有令私募股权投资步伐放缓

投资环境瞬息万变，在WL Ross & Co.，我们预计2017年将会是动荡的一年。我们认为有些事件和趋势可以预测，但很多却无法预测。2016年，英国“脱欧”公投结果显示其将退出欧盟、寨卡病毒爆发以及备受瞩目的美国大选结果就远远超乎市场意料之外。

## 2017年我们将持续密切关注的主要趋势

■ **中国**。谈及市场未来走向，势必要提到中国。中国的庞大消费市场和工业消费能力依旧不可小觑。中国拥有约14亿人口，约占全球人口的19%<sup>1</sup>，再小的需求变动都可能通过众多行业引发巨大的连锁反应。中国的政策和实践将持续影响全球各地的货物和商品整体需求。没有哪一个行业不会受中国影响。而由于中国所占的全球商品消费份额与日俱增，因此首当其冲的可能是商品和商品相关行业（包括航运）。此外，中国消费者的需求变动可能给众多产成品带来显著影响，汽车和其他耐用品、科技产品以及奢侈品只是一少部分大量出口中国的领域。

■ **石油**。我们预计石油的价格和产量将继续成为2017年的焦点。过去两年，油价跌宕起伏，美国原油产量增长好过石油输出国组织预期令油价持续受压，石油价格由2014年8月的98美元/桶跌至2016年1月的29美元/桶，随后又于10月中旬升至50美元左右<sup>2</sup>。油价已经并将持续对众多行业产生重大影响——对部分行业的影响是直接的，对其他许多行业的影响则是间接的。除非油价开始走向正常化，否则很多公司的前景都将难以预测。

■ 我们认为当前的价格水平不会持续过久，而且石油输出国组织于近期暗示可能削减石油产量以提高油价，但油价何时才得以复苏依旧存在重大的不确定性。

■ **利率**。投资者将继续猜测联邦公开市场委员会(FOMC)的政策走向。联邦公开市场委员会每年召开八次例会，每回临近会议召开，投资者就会竭力猜测“联邦公开市场委员会是否将上调利率？”，因此常常会造成市场波动。FOMC的政策会直接影响未来和当前的市场投资。利率变动会直接影响资本开支和整体债务策略，从而对短期和长期之内的现金产生能力造成重大影响。尽管无法确定相关政策何时会发生转变，但全球持续低息的货币政策令所有资产类别的估值保持强劲。

## 从波动中寻找机会

市场持续不确定和波动并没有令投资的步伐放缓，而且事实上2016年第三季度市场内筹集资本的私募股权基金数量更是创历史新高，达1,720只基金<sup>3</sup>。

不可预知的事件已多次引起市场波动，因此我们认为投资者最好调整投资配置，以便其即能够在可预测的环境中录得增长，又能在无法预测的环境中平稳过渡。尽管市场波动可能导致部分投资者退出，但本团队向来擅长在这样的环境中找到投资机会。2017年市场走向究竟如何，让我们拭目以待。

1 资料来源：世界银行及美国人口普查局(US Census Bureau)，2013年数据。

2 资料来源：美国能源信息署(US Energy Information Administration)，截至2016年10月19日。

3 资料来源：Prequin，截至2016年6月30日。



# 价格、表现和可预测性 主导实物资产投资者观点



**Tim Bellman**  
景顺房地产总监兼  
全球研究主管

投资者普遍涌向实物资产，尤其是房地产市场，原因是其相对较为稳定，回报可观，而且极具增长潜力。

近期资本市场、政治及地缘政治风险上升导致大部分投资资产（包括实物资产）前景不甚明朗。这更加突显出实物资产潜在收益的吸引力，因为其在很大程度上是基于长期合约现金流。

## 2017年三大关注焦点

目前，投资者对2017年实物资产的关注点主要集中在三大方面：现行价格、未来表现和政治发展的可预测性。

**价格。**在许多市场，房地产收益率/资本化率与本地长期政府债券之间的息差接近长期平均息差。在欧洲及部分亚太地区，截至11月中的息差比长期平均水平高出一个标准差以上。这在一定程度上令投资者感到欣慰，至少相比于其他资产类别，房地产价格还算正常。此外，这也表明，在通胀温和及低息的宏观环境下，房地产收益率/资本化率不大可能迅速或急剧上升。事实上，就全球大部分地区而言，收益率/资本化率至少会先维持稳定，甚至出现进一步下滑，从而为价格造成上行压力。

**表现。**从很多方面来看，未来表现前景取决于房地产净营业收入的增长潜力。而市场基本面展望也带来利好。美国商业房地产基本面维持稳健，澳大利亚、大部分欧洲国家和部份其他国家的商业房地产基本面也在不断走强。近期，部分发达市场需求小幅下降，但供需基本保持平衡，且租金持续上行。我们认为这将为房地产回报带来支持。

**可预测性。**未来不可预知。席卷全球的民粹主义浪潮就充分说明了这一简单的道理，这一浪潮对全球固有的经济和政治格局造成了冲击。

因此，政治和地缘政治风险有所上升。美国大选出人意料的结果为美国主要经济政策及国际关系带来不确定因素，相关走势未来几年才会逐渐明朗。此外，英国脱欧公投的意外结果导致该全球规模最大的经济体核心走势不明，这一影响预计将持续数年。亚太区方面，不确定性主要来自日本安倍经济学下一阶段的发展及2017年中国政府换届。这些不确定性的程度将对房地产市场和投资策略带来影响。

## 机会在何处

这会为2017年房地产市场带来哪些投资机遇？首先也是最重要的，景顺房地产希望强调，即便市场充满不确定性，我们也不会改变整体投资方向，仍将投资于美国、英国或其他地区。

■ **房地产市场。**我们将继续关注房地产基本面走势，全力物色我们认为能够录得长期卓越表现的行业、市场及/或资产。我们将密切关注任何经济政策变动对房地产市场需求造成的影响，从而确定哪些现有的机会吸引力大减及市场涌现出哪些新的投资机会。

■ **房地产上市股票。**我们将重点关注资本实力雄厚且拥有优质资产的公司，因它们最具长期跑赢的潜力。我们将时刻留意估值和前景的变化，并据此对我们的投资组合进行调整。

鉴于目前经济和房地产市场周期已进入较为成熟的阶段，因此我们已采取若干方法就房地产投资组合进行配置，一旦市场恶化，我们将能够从容应对。美国大选或英国脱欧导致经济政策不确定性增加，在此环境下，我们只会进一步加强上述投资方法，即使对投资组合配置作出变动，也可能只是比较微小的调整，用以把握市场不断变化带来的新兴机遇。



**Joe V. Rodriguez, Jr.**  
景顺房地产  
总监兼全球证券主管

## 内容摘要

- 美国及许多其他国家的商业房地产基本面分别维持稳健及不断走强
- 当选总统特朗普计划加大基础设施开支可能带来投资机会
- 我们将继续关注市场基本面

（下页续）

### 美国政策尚不明朗

市场基本面会发生哪些变化？以美国为例，我们认为，尽管从当选总统特朗普在当选前的政策立场来看，房地产现金流整体受影响不大，但大选过后以下房地产行业和市场基本面最可能出现特别变动：

- 如果减税计划刺激消费者开支，零售业可能受惠。
- 医疗保健（尤其是医院）可能受到平价医疗法案（也被称为「奥巴马医改」）改革的负面影响。
- 如果就贸易协议进行重新谈判，那么工业（尤其是沿海市场）可能受到不利影响，进而导致进口下降及港口活动放缓。

作为房地产投资者，我们认为当选总统特朗普计划就广泛的基础设施资产增加投资是大选期间令市场最为感兴趣的话题之一。这是一项少有的能够达成广泛共识的政策，因此也加大了其落实的可能性。加大投资的落实方式可能为基础设施投资者和业主有限合伙(MLPs)带来直接投资机会，同时为房地产投资者带来间接投资机会，因部分楼宇/地段可能因交通便利性改善而更具吸引力。我们将密切关注相关变动。

### 关注资本市场

资本市场预期走势如何？资本市场可能跌宕起伏并受到市场情绪迅速转变的影响。利率预期及政策决定对市场情绪可能产生的具体影响包括：

- 有关特朗普政府具体政策抉择和目标的不确定性可能导致投资者情绪变动，进而引发市场短期波动。这可能推动投资者在短期之内涌向黄金、美元和硬资产等安全资产。
- 美联储领导层及/或利率政策走向变动可能对现金流贴现率及实物资产价值造成直接且巨大的影响。例如，截至2016年11月，美国上市房地产投资信托交易价较资产价值存在8%左右的折让。利率不确定性引发的异常价格变动可能带来投资机会。

景顺房地产将根据美国当选总统的政治举措、英国及欧盟就英国脱欧进行的谈判以及全球可能发生的任何其他主要政治事件进行调整。我们将在走势趋于明朗的情况下对大市和房地产基本面进行评估。我们再次强调，实物资产投资是一项基于长期的合约现金流而收益相对稳定的长期投资资产类别。我们将继续关注市场基本面：物色我们认为具有长期发展潜力的公司、行业、市场和资产。

1 资料来源：Green Street Advisors。

---

## 重要信息

本文件拟仅供景顺意图提供的人士而设，只作资料用途。本文件并非要约买卖任何金融产品，不应分发予居于未经授权分派或作出分派即属违法的司法管辖区的零售客户。不得向任何未获授权人士传阅、披露或散播本文件的所有或任何部分。

本文件的某些内容可能并非完全陈述历史，而属于「前瞻性陈述」。前瞻性陈述是以截至本文件日期所得数据为基础，景顺并无责任更新任何前瞻性陈述。实际情况与假设可能有所不同。概不保证前瞻性陈述（包括任何预期回报）将会实现，或者实际市况及／或业绩表现将不会出现重大差距或更为逊色。

本文件并无将任何个人的投资目标、财务状况或其它特定需要纳入考虑。

我们鼓励投资者在作出投资决定之前，应考虑个人投资目标、财务状况及需求的适切性。

阁下应注意本文件：

- 可能包含谈及非本地货币的金额；
- 可能包含并非按照个别人士所居住国家之法律或条例所准备的财务信息；
- 可能并未讨论涉及外币投资的风险；
- 并未讨论当地税务议题。

本文件呈列的所有资料均源自相信属可靠及最新的资料来源，但概不保证其准确性。所有投资均包含相关内在风险。请在投资之前获取并仔细审阅所有财务数据。文内所述观点乃根据现行市况作出，将不时转变，而不会事前通知。有关观点可能与景顺其他投资专家的意见有所不同。

于部分司法管辖地区分发和发行本文件可受法律限制。持有本文件作为营销材料之人士须知悉并遵守任何相关限制。本文件并不构成于任何司法管辖地区的任何人士作出未获授权或作出而属违法之要约或招揽。

除非另有说明，本文件的数据截至2016年11月30日。