

安聯投資評析

01/2017

環球概覽

2017年的五個利好和利淡情況

每逢踏進新的一年，我們都會展望未來，預測市場在來年可能發生但並非必然的事件。以下是2017年有機會發生的十個情況。

利好情況

1. 歐洲取得進展

歐洲在2016年陷入政治困境，引發市場憂慮歐盟將會「瓦解」。有關恐懼最終或許不會實現。若政治緊張局勢在各國大選結束後放緩，市場對英國「軟脫歐」重拾信心，應可推動投資及就業上升，而這也是歐洲邁向全面統合的重要一步。估值偏低加上政治風險減少，可望締造可觀的股票回報。

2. 綠色資金起飛

雖然美國總統特朗普的能源政策再度轉向煤炭和石油，但在提倡減少污染和採用更潔淨水務和能源系統的「綠色債券」支持下，全球致力推動改善未來經濟增長質素的步伐應會迅速加快。即使美國對氣候變化抱懷疑態度，但企業和投資者仍可攜手合作，盡量減低對生態造成損害。

3. 財政刺激措施促進環球增長

隨著各國央行開始意識到實施負利率政策是一個錯誤的決定，可能導致全球推行更多財政政策以刺激經濟後，應有助紓緩由這種扭曲的利率環境造成的投資緊張氣氛。歐洲和美國的民粹主義崛起，將會創造新的開支，促進經濟活動，從而導致投資增加、失業率下降，以及提升信心。

經歷一段期間的緊縮政策後，民粹主義和新財政開支應有助刺激經濟活動

4. 「中印」消費力量冒起

中國重整經濟結構，轉型以消費為主的經濟模式，加上印度和印尼邁進改革發展的方向一致，讓全球見證一個涵蓋40億人口的新消費市場誕生。預期當地以至東南亞部份地區的收益在未來數年將迅速增長，展現猶如「美國夢」般的動力。

5. 主動管理帶來超額回報

繼2016年在締造超額回報方面舉步維艱



杜納恩 (Neil Dwane)
環球投資策略師

後，主動型投資經理可能改善其定價能力和表現透明度，並調整成本以滿足客戶的目標。與此同時，被動型投資的所謂「零成本」特性可能會變得不穩定，因為市場波動導致息差擴闊，利息開支增加，突顯流動性不足及持倉集中的問題更趨嚴重，這些因素均會進一步削弱指數化回報。

利淡情況

1. 特朗普啟動貿易保護主義

特朗普可能會履行競選承諾，無視其他各國利益推行「讓美國壯大」(make

(續至第4頁)

1 環球概覽

2017年的五個利好和利淡情況

2 美國視野

新時代下政策、政治與科技的角力

3 放眼世界

增長與價值股輪轉的三個主要動力因素

4 基層研究 (GrassrootsSM)

奧巴馬醫改前景未明，但醫院資本開支仍然穩定

Allianz 
Global Investors
安聯投資

實見 · 實現

美國視野

新時代下政策、政治與科技的角力

央行政策阻礙經濟增長

金融危機後，美國的經濟增長、生產力和資本開支持續疲弱，聯儲局認為主要是由總體需求不足所致。為此，聯儲局採取進取的貨幣寬鬆政策以刺激開支，而有關措施亦一度取得成效。然而，國內生產總值增長隨後放緩，商業投資維持疲軟，反映聯儲局所依賴的經濟理論證實存在缺陷。

因此，數名聯儲局官員在2016年廣泛撰文評析美國經濟的結構性變動與超低利率如何相互影響，而銀行業加強監管令制定利率目標益發困難，推低政策利率的目標水平，以及抑制實際經濟增長。其主要結論包括：

- 預防性儲蓄增加，導致實際消費未能追上實際可動用收入的增長步伐，而持續的低息環境促使家庭推延消費及累積更多預防性儲蓄。
- 監管規例令潛在商業投資的預設回報率提升。
- 一系列的監管及經濟政策鼓勵美國境外而非境內的資本開支。
- 低息環境鼓勵企業槓桿，但並非為作出具生產力的投資進行融資，而是用作股份回購及股息派發。
- 聯儲局購入國庫證券，導致回購市場的抵押品減少，而這些抵押品一般用作為日常業務營運提供資金。
- 低息環境令退休金的負擔加重。
- 按揭融資更趨困難，銀行選擇限制若干形式的借貸，以保障其股本免受潛在貸款損失。

新的財政主導政策必須注視現代工業革命

除了聯儲局的政策及不可預見的結構性變動外，還有其他因素導致美國經濟增長放緩。民粹主義升溫至少將引發多個國家

推出新一輪的財政干預措施，而未來數年的貨幣政策必須考慮這些新的影響因素。在全球化、技術變革、政治僵局及地緣政治危機下，導致通脹調整後收入減少，收入與財富不均的情況持續惡化，因而激發民粹主義運動。

民粹主義升溫將引發新一輪的財政干預，貨幣政策必須考慮有關因素

此外，一系列新技術的開發、市場推廣及實施勢不可擋，導致企業須重組結構，甚至改變經濟活動的各個範疇。技術發展的連鎖反應將持續產生巨大震盪和機會。現代化技術不但出現顛覆性發展，同時減少對材料投入的需求，使生產達到零邊際成本，以及透過雲端技術傳達知識，讓每個人可以幾乎零成本地獲取資訊。目前，這些新技術是「擠入」而非擠出知識和見解。

顯然，市場亦以前所未有的速度普及使用這些新技術。因此，所有家庭、企業和政府必須適應並作出改變，以迎合這個嶄新的現代工業革命，否則將會對其現在和未來的經濟和財政狀況構成威脅。這對聯儲局及其他央行亦帶來重大的影響：若未能

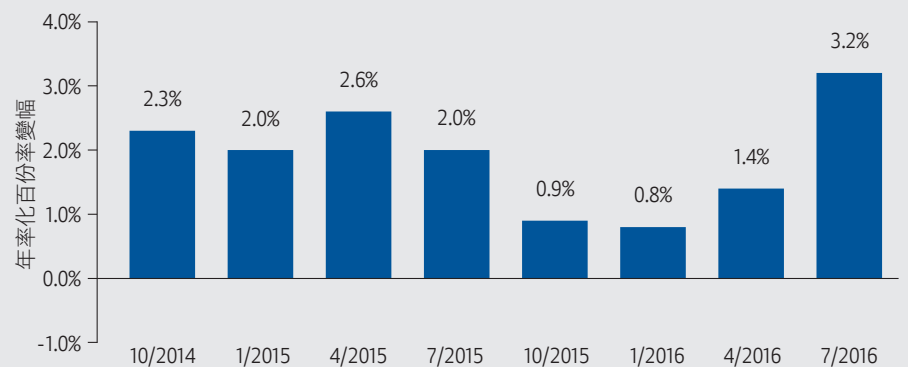


Steven Malin 博士
投資策略師

駕馭這次工業革命的影響，不僅會導致央行錯過其政策目標，甚至可能會制定錯誤的目標。

有關這個主題的詳情，請瀏覽 allianzgi.com，下載由 Steven Malin 撰寫的新白皮書“Under the Microscope”。

經濟增長維持窄幅上落
實際國內生產總值錄得溫和但可持續的增長。



資料來源：聖路易斯聯邦儲備銀行、安聯投資，截至2016年11月29日。

放眼世界

增長與價值股輪轉的三個主要動力因素

股票市場在2016年大幅波動，比電影裡特務007占士邦愛喝得馬丁尼酒搖晃得更為徹底。驟眼看來，各主要市場的指數回報維持在正常範圍，但這只是一個表面現象，市場其實已經歷了自1980年代以來最大型的行業輪轉，導致過往備受市場忽略的行業，例如採礦、能源和美國銀行業的表現大幅領先，而早前獲投資者垂青的基本消費股則表現落後。

增長與價值股輪轉：三個「由上而下」的動力因素

投資者應如何把握這些機會？除了若干「由下而上」（即個別公司）的動力及估值因素外，我們確定下列三個「由上而下」（即宏觀經濟）的主要因素亦有助行業輪轉，由防守性的增長股轉向週期性的價值股。

1. 國內生產總值增長

國內生產總值的增長水平和方向對行業輪轉具有重大影響力。在經濟活動維持低水平或放緩期間，由於市場缺乏增長，更能突顯公司的可觀增長率。這正是市場自2011年以來的情況，國內生產總值增長

以絕對價值計處於低水平，加上缺乏動力，開始推動投資者轉向追捧增長股。隨著日本、英國及美國放寬財政限制，我們認為環球增長動力將於短期內轉向並輕微上行，有助推動價值股稍為造好。然而，這種情況料將不會持續至2018年底或2019年，因為經濟仍然缺乏持續復甦的彈性，需要達到逃逸速度（Escape velocity），才可維持自行增長。

環球國內生產總值增長動力在短期內應有助支持價值股稍為造好，但整體趨勢仍然利好防守性的增長股

2. 通脹預期

在預測物價上升的情況下，一般有助支持週期性價值股回升；而通脹下跌則有利防守性增長股。這說明為何通脹預期上升（往往連同商品價格上漲和經濟回復增長）將會推高採礦、能源和銀行等傳統週期性價值股的盈利預測。自2016年春季以來，不少市場發展均導致通脹預期持續上升，我們認為部份情況將延續至2017年：過度低迷的市場預期開始自行作出糾正、商品



Stefan Rondorf, 特許財務分析師
高級投資策略師

價格回升，以及中國因應產能過剩問題作出初步調整。此外，全球產出缺口開始逐漸收窄，特別是美國勞工市場。這將導致工資增長進一步提升，尤其是若特朗普政府開始推行財政措施以刺激美國經濟，現時美國勞工市場已接近全民就業的情況。

自2016年春季以來，通脹預期持續上升，有助推動投資者轉投價值股；有關情況將延續至2017年

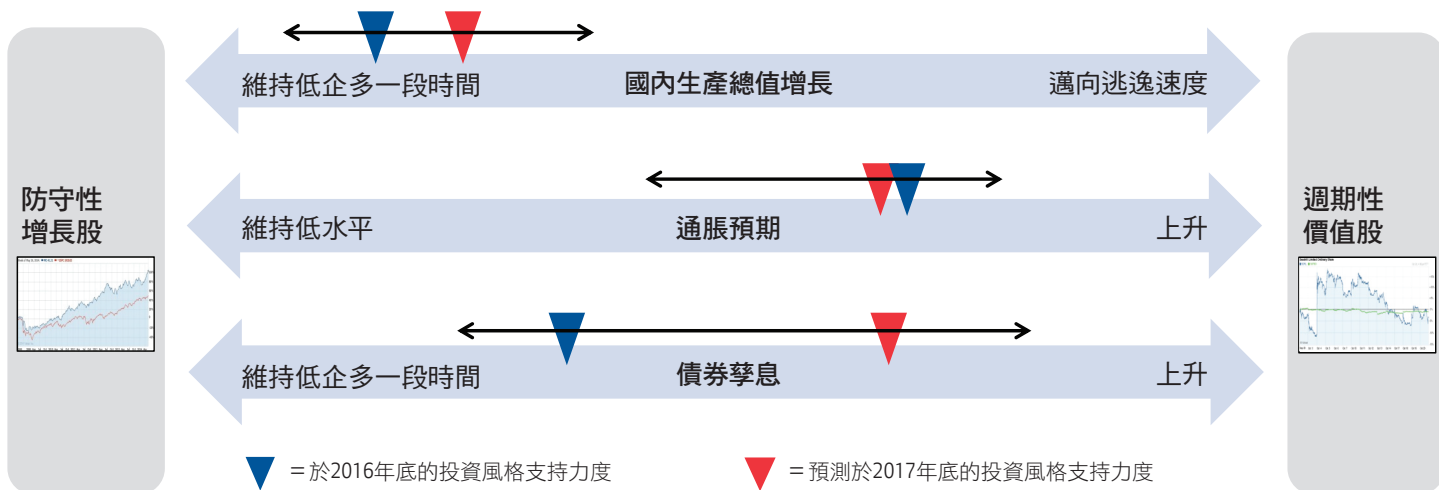
3. 債券孳息走勢

債券孳息反映增長及通脹預期，但同時預示投資者的投資部署及貨幣政策預期。債

（續至第5頁）

宏觀經濟指標略為利好價值投資

通脹預期及債券孳息上升推動投資者轉投週期性價值股，但國內生產總值仍然偏低則有利防守性增長股。



資料來源：安聯投資經濟與策略。上述為截至2016年12月的觀點。

基層研究 (GrassrootsSM)

奧巴馬醫改前景未明，但醫院資本開支仍然穩定

近期美國舉行總統大選，引發多個具爭議性的問題，包括平價醫療法案（俗稱「奧巴馬醫改」）的前景問題。奧巴馬醫改自2010年立法以來，美國醫療保險的保障範

圍顯著擴大，因而為醫院帶來更多收益，從而推動醫院增加在資訊科技、病床和手術室設備等項目方面的資本開支。

隨著共和黨在2016年美國大選中獲勝後，令奧巴馬醫改的前景蒙上陰影。基層研究 (GrassrootsSM) 訪問了25名醫院代表，以了解有關政權變動是否導致醫院改變其短期資本開支計劃。

研究顯示，幾乎所有受訪醫院均表示大選結果不會影響其策略性計劃，或推延購買昂貴設備的資本開支計劃，因為大部份醫院已調撥有關財政預算，或在2017年夏季之前不會開始制定新計劃。正如其中一名受訪代表解釋：「我們已開展2017年的計劃，並無延誤。暫時尚未有任何風吹草動。現時的政治形勢仍然存在太多變數。」

總括而言，市場大多預期醫院在2017年將

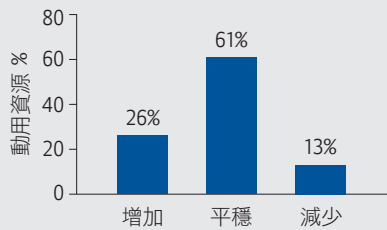


Phil Simon
基層研究 (GrassrootsSM) 研究員

增加資本開支，或維持平穩（按年）。安聯投資高級醫療研究分析師 Michael Dauchot 在分析有關研究時指出：「除了整體憂慮出現突發變動外，這項研究的結果正面，反映市場環境有利醫院維持穩定的資本開支。」

甚少醫院計劃削減資本開支

大部份受訪醫院表示其資本開支計劃的按年增長平穩，超過四分之一表示有意增加2017年的開支。



資料來源：基層研究 (GrassrootsSM)，截至2016年12月。上圖顯示預期2017年的按年資本開支水平。

(續第1頁)

環球概覽

America great) 的貿易政策。若重新協商北美自由貿易協定，墨西哥料將受損，對經濟早已崩潰的委內瑞拉可造成重大影響，而經濟陷入衰退性疲弱的巴西亦將受到衝擊。諷刺的是，強勢美元反而會令特朗普更難施政。

2. 中東局勢持續緊張

中東局勢持續緊張，並可能隨時惡化。雖然極端組織ISIS料將成為眾矢之的，全球各國打擊的目標，但近期土耳其發動政變、庫爾德人的地區勢力分佈、埃及與利比亞爆發衝突，以及美伊關係轉趨惡化，均顯示情況可能會變得更糟 — 包括遜尼派與什葉派爆發新一輪的三十年鬥爭。上述任何發展皆可刺激油價上漲。

3. 「太陽活動極小期」引發極地寒冬氣候
全球氣候和溫度主要受太陽活動所影響，預計今年冬季的太陽輻射和黑子活動將跌至創紀錄的低位。最近的厄爾尼諾現象已造成全球許多主要農業地區嚴重乾旱，並預示今年將會出現極地寒冬氣候，導致來季收成減少。拉尼娜現象似乎姍姍來遲，引發市場憂慮食品價格上漲，進一步刺激通貨復脹週期。

最近的厄爾尼諾現象預示許多地區今年將會出現極地寒冬氣候，導致來季收成減少

4. 央行信譽下降

日本和歐洲推行負利率政策，結果得不償失，包括導致央行信譽受損。目前，日本

採取「財政主導」策略，開始因應政府的任何及所有財政預期而放寬貨幣政策。由於歐元區銀行仍然存在無力償債的風險，歐洲央行將不惜一切維持未來的經濟增長，換言之，直至有關措施的效應消失為止。

5. 勒龐當選法國總統

繼英國和意大利近期出現政治衝擊事件後，若法國極右翼政黨的馬琳·勒龐 (Marine Le Pen) 當選總統，歐洲市場料將再度震盪。勒龐可能採取敵視歐盟的政策，而歐洲在民粹主義困擾下方向未明；加上英國脫歐程序複雜，特朗普總統的冷淡態度亦令人不安，這些因素均可能會破壞北約協定。

(續第3頁)

放眼世界

券孳息越低，越利好防守性增長股，而有關情況在過去數年益發明顯。期間，債券市場價格反映長期滯脹的情境，故以較低的貼現率計算未來的遠期現金流，因而顯著提高增長股的盈利倍數。從風險與回報的角度來看，由於主權國家的定息證券表現持續惡化，上述變動亦使防守性股成為多元資產配置基金的重要另類投資選擇。然而，由於現今全球領先的債券市場（美國）正緩步走向艱巨的加息之路、異常的後週期財政刺激政策、通脹轉強及估值過高，均意味著美國債券孳息在2017年料將走高。這將有利價值股，尤其是銀行股，在債券孳息上升及孳息曲線趨於陡斜的情況下將表現更佳。

預期美國債券孳息將於年內走高，應有利價值股，尤其是銀行股

密切注視估值

除上述宏觀動力因素外，估值對行業輪轉亦相當重要，而市場現時仍存在調整的空間。例如，銀行股的貼現率相對仍高於市場平均水平，基本消費股近期縱然已作出調整，但仍然顯得昂貴。然而，價格高昂的增長股與便宜的價值股之間的龐大估值差距迅速收窄，尤其是材料和能源等價值股大幅上升。

偏向看好價值股

綜觀上述三個「由上而下」的動力因素，我們認為債券孳息將會是明年最強的動力因素；國內生產總值增長預期只會輕微上升；而通脹在2016年已錄得顯著變動。正如圖表所示，未來數月的通脹預期及債券孳息前景將利好週期性價值股；然而，國內生產總值增長只是適度轉佳，應有利防守性增長股。因此，雖然價值股輪轉交易強勁的情況不容忽視，而且料將持續一段時間，但我們認為這充其量只屬個別交易情況，並非投資氣候的徹底改變。國內

生產總值增長的整體環境維持不變，不少西方國家的供應仍然受到限制，例如生產力偏低、人口結構惡化和改革疲乏。當市場意識到上述情況後，通脹上升的預期和債券孳息上升的步伐應會放緩，因而再度利好估值溢價高於平均水平的防守性增長股。

雖然價值股輪轉交易強勁的情況不容忽視，但我們認為這充其量只屬個別交易情況，並非投資氣候的徹底改變。

期間，股票市場料將繼續在增長與價值兩種投資風格之間搖擺不定，投資者可能需要因應個人喜好而作出選擇。

資料來源：Allianz Global Investors Insights, Volume 9, Issue 1

基層研究 (GrassrootsSM Research) 是安聯投資的旗下部門，為資產管理專業人士進行調查研究。用以製作基層研究報告的研究數據由記者及受聘於獨立第三方研究供應商的實地調查員提供，而該等研究是以為客戶執行的交易而產生的佣金所支付的。

本文內所載的資料於刊載時均取材自本公司相信是準確及可靠的來源。本公司保留權利於任何時間更改任何資料，無須另行通知。本文並非就內文提及的任何證券提供或邀請或招攬買賣該等證券。閣下不應僅就此文件提供的資料而作出投資決定，並請向財務顧問諮詢獨立意見。投資涉及風險，尤其是投資於新興及發展中市場所附帶之風險。過往表現並非未來表現的指引。

本文件並未經香港證監會審核。本文件只供參考之用，如於中國大陸使用，旨在為境內商業銀行根據適用合格境內機構投資者制度的法規規則而發行的代客境外理財產品，提供輔助資訊。

發行人為安聯環球投資亞太有限公司。