

# 美國能源業主有限合夥公司 最新看法



**Michael Clarfeld**  
特許財務分析師  
董事總經理  
投資組合經理



**Chris Eades**  
董事總經理  
投資組合經理

## 本文重點

- 環球經濟增長放緩，加上短期利率上升令投資者感到憂慮，導致股市在第四季陷入困境。
- 美國能源產量增長仍然強勁。
- 業主有限合夥公司（MLP）股價未能反映其現金流，我們繼續認為兩者的差距將會收窄。

## 市場概覽及展望

中美貿易緊張關係升溫使環球經濟增長放緩，加上短期利率上升令投資者感到憂慮，導致股市在第四季陷入困境，標普 500 指數下跌 13.52%。Alerian MLP 指數季末低收 17.30%，全年報跌 12.42%。

投資者調整對未來美國經濟增長的預期，令金融市場趨於波動。十年期美國國庫債券孳息率由 11 月 8 日的 3.23% 高位，跌至年底的 2.68% 低位。孳息曲線上的短息在 2018 年最後一週和 2019 年首週兩度出現倒掛；兩年期與十年期債券息差在 12 月初收窄至只有 12 個基點，是 2008 年以來最狹窄的差距。在過往，孳息曲線倒掛是頗為可靠的經濟衰退指標。油價於 10 月初突破 75 美元後見頂，於年底急跌至 45 美元左右。踏入第四季，石油市場原先預料伊朗面對新一輪制裁，將構成供應短缺，但制裁的實際影響不大，加上環球經濟表現轉弱，使石油的預期需求下跌。美元在季內由 1.16 歐元升值至 1.145 歐元，創下全年新高，但仍然維持窄幅上落。

縱使市場存在憂慮，但美國經濟繼續穩定增長，勞工市場亦維持強勁。股市在第四季廣泛下跌，只有防守性的公用事業股錄得正回報。房地產和基本消費品等其他防守性行業下挫，但表現較大市為佳，因為長期利率在第四季中旬下跌。油價跌至一年來低位，為能源業帶來最沉重打擊。此外，資訊科技和非必需消費品業亦回落，主要源於環球經濟降溫讓投資者感到不安。

雖然美國消費業表現良好，但製造業卻於 2018 年底偏軟。零售銷售強勁，聖誕假期的表現更是近年最佳之一。汽車銷售企穩於 1,700 萬部以上的水平（經季節性調整年率），但其實該數目是由於機構大量採購而被推高。樓市稍為降溫，但依然繼續增長。申領失業救濟金人數在 9 月份曾跌至 20.5 萬人，觸及週期低位，其後於 12 月份回升至 23.1 萬人，但仍屬於非常低的水平。12 月份新增職位數目相當理想，達 31.2 萬個，而平均時薪增長則加速至 3.2%。就業情況是最能反映美國經濟狀況的單一指標，但通常於經濟陷入衰退時出現滯後。

我們相信，MLP 現金流增長與估值倍數的分歧不會持續。

## MLP 市場前景

美國能源產量增長仍然強勁。綜觀 2018 年底，石油生產按年上升 20%、天然氣生產升 12%，液態天然氣生產增加 14%。踏入 2019 年，美國的基建出現瓶頸（主要位於西德州二疊紀盆地），或會導致當地能源生產增長率放緩，但我們預期仍將持續增長。這些基建瓶頸明確顯示，至少於未來數年，興建新管道、儲存及處理設施的發展機遇繼續出現。美國能源生產持續增長和相關基建發展，將推動能源基建企業的現金流增長。展望 2019 年，我們預期 MLP 行業的現金流增長為 11%，高於標普 500 指數的 3%、公用事業股的 4% 及房地產投資信託（REITs）的 3%。截

僅供香港投資者、韓國現有投資者、韓國及澳門分銷商使用。請參閱末頁的重要資訊。

至年底，MLP 指數的股息率為 8.9%，高於標普 500 指數的 2.2%、公用事業股的 3.5%及 REITs 的 3.7%。然而，雖然現金流增長和股息率較高，但 MLP 股票的 EV/EBITDA（企業價值除以息、稅、折舊及攤銷前利潤）倍數低於美國大市、公用事業股及 REITs。我們繼續認為，這分歧長遠不能持續。

我們預期美國西德州中級原油的中長期價格介乎每桶 50 至 70 美元。這個石油價格範圍高得足以推動企業繼續開採石油，以維持供應上升，同時也低得足以確保需求持續增長。作為參考，過去 20 年美國西德州中級原油的平均價格為每桶 59.89 美元。近期油價下跌，主要是由於石油輸出國組織（主要是沙特阿拉伯）在 11 月初美國對伊朗實施制裁前增加石油產量。儘管伊朗正受制裁，但不少國家獲豁免，可繼續購買伊朗石油，使環球市場上的伊朗石油供應高於預期，結果導致庫存上升，油價下跌。我們認為，於未來數月，油組可能每日減產約 100 萬桶石油，以讓石油市場回復供求平衡。若油組減產，可望為油價帶來支持。

展望 2019 年，我們預期美國聯儲局將再加息兩至三次，然後才會暫停。從歷史情況來看，利率可能會維持偏低水平，因此預料加息不會削弱能源基建企業新資本投資的預期回報。MLP 股價一般不受美國加息週期影響。回顧過去十年，十年期美國國庫債券孳息率曾經於四個時期上升超過 100 個基點；在這四段期間，MLP 股的表現均領先其他收益型股票（公用事業股和 REITs）。

風險：1) 中美貿易戰長期持續，對環球經濟帶來更顯著影響，導致環球石油需求增長下滑。2) 沙特阿拉伯維持現時石油產量，以換取美國總統特朗普不再追究沙特記者卡舒吉被殺案。這或會導致石油市場供應過多，使油價在未來一段時間，可能跌穿我們預期每桶 50 至 70 美元的中長期價格範圍。3) 美國企業利潤增長放緩，拖累美國股市走弱，或會對 MLP 股價構成阻力。

布蘭迪環球投資管理

Clarion Partners

凱利投資

EnTrustPermal

馬丁可利

QS Investors

RARE Infrastructure

銳思投資

西方資產管理

美盛是環球領先的投資公司，透過長線和主動型的投資策略，助客戶實現理財目標。

- 管理資金超過 7,272 億美元\*，環球投資涵蓋股票、固定收益、另類投資及現金管理策略
- 旗下多家卓越投資管理公司各具專長的投資領域，並採取獨立的分析及研究方法
- 成立超過 100 年，擅長發掘投資機遇，為客戶提供精明的投資方案

\* 截至2018年12月31日。

## 重要資訊

資料來源：美盛及凱利投資，截至2018年12月31日，除非另有說明。本文件乃根據凱利投資（美盛的子公司）的意見擬備。本文件為Michael Clarfeld及Chris Eades截至本文日期的判斷，或會因市場或其他因素而隨時改變，亦可能與其他投資經理、專業人士及公司整體的觀點或有不同。

本文件只作參考用途，不應被視作財務推廣或其他財務、專業或投資建議。所有數據、意見、預測及其他資料以截至本文日期為依據，並可作隨時修改而不會另行通知。文中所引用的過往表現並不預示未來業績。本文件並不構成要約或招攬投資者認購或出售基金單位。投資附帶風險，投資價格及其收入可反覆波動，投資者有機會損失全部投資金額。投資者應仔細閱讀最近期的銷售文件，以獲取進一步資料，包括風險因素。

本文件如在韓國或澳門派發，僅限在韓國的現有投資者及在韓國及澳門的分銷商使用。

本文件提及的所有意見均為投資組合經理截至本文日期的判斷，或會因市場或其他因素而隨時改變，投資組合經理與公司整體的觀點或有不同。本文所載的意見並不預示未來，亦不保證未來業績或用作投資建議。本文所提及的任何證券並不構成買賣證券的建議，而有關證券的資料並不足以用作制定投資決策。

美盛及／或其關聯公司、高級職員或員工（總稱「美盛」）不負責任何因使用本文或其內容而引起的損失。本文件乃保密和屬專有信息，除預期使用者外不得使用。本文件在未得到美盛香港的書面同意下不得以任何方式複製、派發或發表。

本文件並未於香港經證券及期貨事務監察委員會，於韓國經財經事務委員會，或於澳門經澳門金融管理局審核。

發行人：美盛資產管理香港有限公司。

韓國：美盛資產管理香港有限公司是基金的分銷商及股東服務提供者。

HK1901096