

長線觀點： 聯儲局政策或削弱環球經濟的樂觀前景



Jeff Schulze 特許財務分析師
董事及投資策略師
凱利投資

重點摘要

- 大部份與盈利、收益和整體流動性相關的跡象反映美股仍有上升空間。
- 環球經濟同步擴張，有利美國及國際市場延續牛市。
- 聯儲局開始縮表，加上政策委員會可能出現人事變動，為現時股市和經濟帶來最大風險。

市場自去年美國總統大選以來不斷走高，令不少投資者感到意外。在特朗普當選後，擔心最壞情況發生的投資者紛紛增持現金，為貿易戰和政治僵局作好準備。然而，市場往往與投資者預期背道而馳，今次更毫不保留地飆升。市場亦聰明地聚焦於通貨復脹前景，而非此前的通縮情況。11 個月過去，我們處於前所未見的環境。自 2010 年以來，環球經濟從未如此蓬勃。美股不斷創下新高，但通縮風險仍然不大。根據我們的美國經濟衰退儀錶板，未來 12 個月出現經濟下行的可能性非常低，只有企業利潤這個變數令人憂慮。

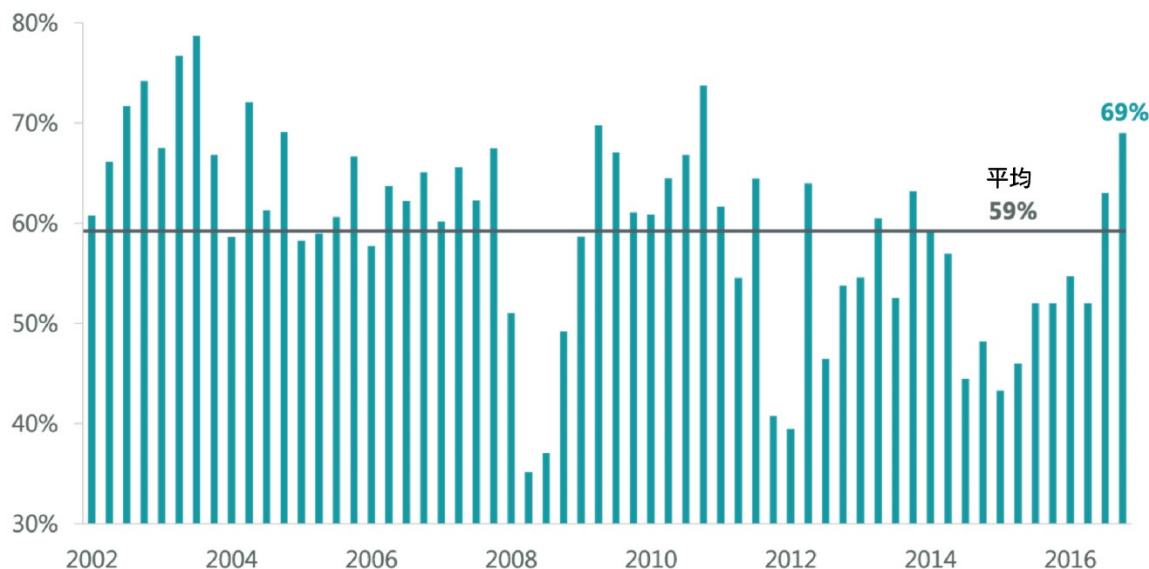
美國企業盈利強勁，收益亦穩健增長。事實上，第二季盈利優於預期的企業比率達 73%，遠高於 64% 的 23 年平均水平。銷售優於預期的比率更為出色，達 69%，高於五年平均的 54% 和長期平均的 59%（圖 1）。更高的企業收益優於預期比率則須要追溯至 2011 年中期，

因此是令人鼓舞的跡象。而這次復蘇唯一令人憂慮之處便是收益增長呆滯。市場將較難錄得更佳的按年比較表現，但仍能夠克服未來兩季的挑戰。美元疲弱的基數效應可望使下一季錄得盈喜的底線降低。我們認為投資者普遍預期的 4.5% 增長可輕易達到。此外，市場流動性非常充裕，而我們上季亦有提述這個利好的催化因素。事實上，芝加哥聯儲銀行全國金融狀況指數 10 星期移動平均值處於 2014 年以來最寬鬆水平，並且是過去 35 年支持度第二高的水平。

目前環球市況是十年來最佳。在金融危機後，經濟合作與發展組織（經合組織）追蹤的 35 個國家首次全部展現上行走勢。廣泛而言，環球風險在 2017 年期間有所減退。歐洲極為寬鬆的貨幣政策，繼續改善貨幣市場環境，同時減低民粹主義崛起的可能性。更重要的是，歐洲央行監管銀行業的單一監督機制迅速為多家歐洲銀行紓困，並為週邊國家多間壞賬託收銀行定下紓困框架。其中兩家意大利銀行的股票和後償債券持有人須承擔損失。與西班牙不同，意大利當局並無懲罰高級債權人，當中包括大量未有意識到固有風險的零售投資者。此舉移除了修復當地銀行體系的重要障礙，並有助減低歐洲整體系統性風險。

僅供香港投資者及澳門分銷商使用。請參閱末頁的重要資訊。

圖 1：更多企業收益優於預期



截至 2017 年第二季的標準普爾 500 指數企業收益。資料來源：Strategas Research Partners。

此外，我們亦應緊記歐洲經濟在 2011 年陷入第二次衰退，而美國則勉強維持升勢。歐洲在經濟週期所處的位置遠早於美國，因此可於未來數年提供吸引的投資機遇。

中國繼續致力在實現短期增長目標與推行政策以維持可持續中期增長之間取得平衡。在未來數年，金融風險顯然非常重大，尤其是若當局不斷實施債務推動的刺激政策。然而，有跡象顯示增長放緩比出現經濟危機的可能性更大。中國並不缺乏結構性增長動力，但卻經常被忽略。城鎮化比率上升、農地改革、供給側改革、國有企業改革和金融體系改革，均可在未來十年帶動中國經濟增長。此外，國際貨幣基金組織和經合組織表示大型家庭的儲蓄率接近 40%，可為新債務提供充裕融資。只要將這龐大資金注入適當的領域，中國經濟出現硬著陸的可能性不大。

聯儲局聯邦公開市場委員會即將出現人事變動

我們認為短期內的唯一主要風險與聯儲局相關。副主席費希爾 (Stanley Fischer) 出乎意料地退休，使聯邦公開市場委員會的空缺從三個增加到四個。主席耶倫很可能在明年 2 月本屆任期結束後離任。自前主席伏爾克

(Paul Volcker) 之後，從來沒有聯儲局主席在任期屆滿後留任。按照這個情況發展，在聯儲局七名擁有投票權的委員會成員中，總統特朗普將能夠在未來 12 個月委任其中五名。自從聯儲局成立以來，從來沒有一名美國總統有機會委任如此多央行官員。若新組成的委員會立場較強硬，並偏向加快利率正常化的步伐，股市反應不會太好。然而，新委員會偏好的政策方向有跡可尋，而且讓我們感到安心。特朗普提出就美國債務再次進行磋商，並公開表示希望美元弱勢，是罕見的情況，因為總統一般不會評論外匯市場。儘管如此，觀乎特朗普競選活動取得成功的地區，亦即扭轉選情的地區，正好是製造業曾經暢旺之地 — 「鐵銹帶」(rust belt)。美元弱勢能提高美國貨品在國際的吸引力，為美國的製造業基地注入強心針，有助紓緩部份揮之不去的壓力，藉此「讓美國再度強大」(make America great again)。

上述見解意味著特朗普將組成立場溫和的聯儲局，新的委員會立場很可能較目前溫和。隨著聯儲局轉趨政治主導和獨立性下降，當局應偏向在市場疲弱時推行刺激措施，促使經濟暢旺。投資者應謹記，自聯儲局成立以來，近乎每次經濟衰退均留下當局的足跡。大部份經濟衰退的起因，都不外乎聯儲局在經濟週期末段因通脹憂慮而過度收緊政策。新一屆聯儲局可能刻意採取落後於經濟

趨勢的加息措施，以促成美元弱勢和通脹。因憂慮通脹而造成的政策失誤可望減少，使目前經濟週期繼續不受貨幣政策收緊所影響。毫無疑問，若通脹壓力開始大幅增加，固定收益和股票市場的波幅將會非常迅速地上升。

聯儲局的政策轉為縮減量寬，確實為金融市場帶來短期的不明朗因素。當局通過前瞻性指引成功讓市場為上述

情況作好準備。然而，目前仍面對執行方面的疑問：聯儲局對加息和減息頗有經驗，卻從來沒有縮表的經驗。當局將從購買 1 萬億美元證券轉為沽售 1 萬億美元證券，雖然市場可以消化這些額外供應，但代價可能是推高收益率。

圖 2：市盈率不是唯一值得注視的指標

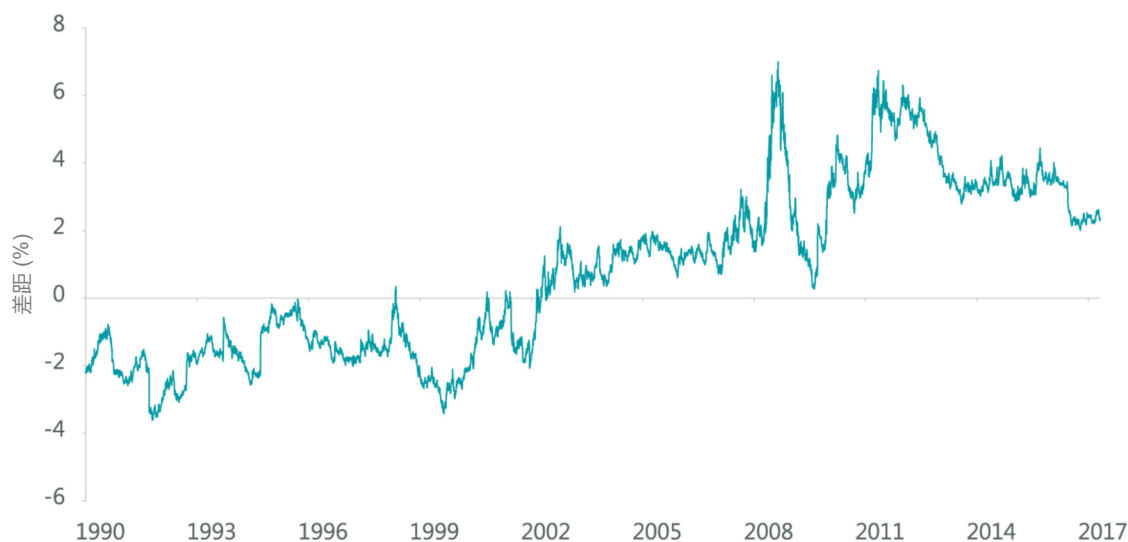


數據截至 2017 年 9 月 25 日。資料來源：彭博資訊。

若聯儲局成為未來的風險來源，估值便是現時的首要考慮因素。以目前通脹、利率和稅項為基礎的市盈率計量經濟模式顯示，標準普爾指數的市盈率應約為 20 倍。然而，市場從不會到達公平價值便停止，在熊市時總會跌至過低水平，在牛市時亦總會升至過高水平。市盈率可以是一種有效的估值工具，但不應視為投資的金科玉律。圖 2 是一個好例子，反映市盈率如何具有誤導性。回顧過去 15 年的市場往績，我們特別引用 2009 年 6 月和 2007 年 6 月的情況。事後看來，這兩個月分別是期內最佳和最差的入市時機，但市盈率卻為投資者提供相反的訊號。

作為估值標準，盈利率對提示市場主要高位的往績較佳。圖 3 顯示標準普爾 500 指數盈利率與十年期國庫債券收益率的差距。事實上，該圖表正比較不同資產類別的收益率，以反映其相對價值。在最近的三次牛市主要高位（圖 4），兩者的差距一直處於顯著負水平（十年期國庫債券孳息較高）或小額正水平（標準普爾 500 指數盈利率較高）。目前，有關差距處於顯著正水平，顯示股票估值過低。利率需要大幅上升，或股票需要升到較昂貴的水平，才會形成主要的高位。展望未來幾年，兩者同時上升並使差距收窄，讓股市升近甚至高於公平價值並非令人意外的發展。

圖 3：標準普爾 500 指數盈利率與十年期國庫債券孳息的差距



數據截至 2017 年 9 月 25 日。資料來源：彭博資訊。

圖 4：三次主要牛市高位的估值

季度	盈利率	十年期國庫債券 到期孳息率	差距
1961 年第四季	4.5%	4.1%	0.4
1987 年第二季	4.7%	8.4%	-3.6
2000 年第一季	3.6%	6.0%	-2.4
目前	4.6%	2.2%	2.4

資料來源：FactSet。過去期間根據季末的價值。目前期間截至 2017 年 9 月 25 日。

縱使目前大部份訊號都利好股市，市場仍可能在不久的將來出現調整。在過去 14 個月，標準普爾 500 指數未曾出現 5% 的跌幅，而且上一次出現 10% 的調整至今已相距 19 個月。市場可以在沒有明顯因素的情況下出現上述調整，但我們認為目前並不接近市場的主要高位。投資界對目前歷時九年的牛市存在頗多質疑，根據我們到全國各地的考察所得，投資者仍頗不相信市場的動力。傳統上，牛市高位將涉及廣泛的零售投資者參與，就連計程車司機亦會主動提出股票見解。當一般大眾均討論股票時，便已再無尚未入市的投資者，令市場失去動力。現時仍未達到這情況。

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 7,524 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2017年8月31日。

重要資訊

資料來源：美盛及凱利投資。本文件以凱利投資（美盛的子公司）的評論為依據。文中意見為凱利投資截至2017年9月29日的見解，可因應市場環境及其他因素隨時修改而不會另行通知，並可能與其他投資專家或公司整體的見解有所不同。

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。

本文件如在澳門派發，僅限分銷商使用。

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，投資組合經理與美盛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。

HK1710017

僅供香港投資者及澳門分銷商使用。