

環球投資展望 – 2017年春季

領先經濟指標現正處於多年來的最佳水平，經濟表現令人喜出望外，企業盈利從之前低迷的水平持續反彈。從金融危機後的水平來看，全球經濟依然顯得甚為強勁。因此，像股票和企業信貸等風險資產一律表現良好。

對全球投資者來說，最大的問題是特朗普政府在未來四年將會推行甚麼政策。對於美國政府會實行怎樣的公共政策仍然充滿不確定性。到目前為止，樂觀情緒似乎大於悲觀情緒：股票飆升、美元上揚、債券收益率上升及信貸息差收窄。不過，重要的是我們需要知道其實在大選前，市場已經開始出現這股熱衷情緒，而大選結果更令情況乘勢加強。

經濟增長加速，但我們尚未摒棄「緩慢增長」的觀點

風發達國家和新興國家的經濟增長均有好轉，大部份國家在最近數月均有改善。我們衡量市場上種種跡象，同意近期經濟增長加速，但我們估計現時的情況只是金融危機後市場在增長區間內走向高位的一種波動，而非成功擺脫「緩慢增長」的境況。我們仍察覺大量因素將會對經濟增長構成阻力。我們在本季稍為上調對2017年經濟增長的預測，但推測近期的增長力度在下半年有部份會減弱，並延續至2018年。

下行風險可受控制

對前景展望的風險，包括老化的商業及信貸週期、平民主義運動抬頭、利率上升、中國債務負擔加重，以及美國和歐洲政治局勢不斷變化和充滿不確定性。全球經濟雖然正以低於歷史標準的速度增長，我們預期經濟將能夠跨越這些風險，並可以持續增長，甚至有可能加速。

美元牛市持續

美元牛市已踏入第六年，前景相對地仍然光明。許多長期因素對美元仍產生支持力，而其他主要貨幣仍受制於國家增長疲弱、利率缺乏吸引力及/或政局不穩因素。我們預測美元的單位數升幅極可能是被牛市後期所緩和，但美國共和黨倡議的政策可能是對美元的強心針，並延續美元的強勢。

通脹上升的趨勢持續

隨著對商品的衝擊消散，通縮壓力已告解除，目前有明確跡象顯示通脹上升的趨勢已穩步邁進。如果經濟增長比預期為佳，理論上通脹升勢將會更快。我們對通脹的預測比普遍預期為高，一些國家的升幅更會超越其目標水平。

全球著眼於聯儲局的舉動

全球多間中央銀行仍專注實踐之前承諾的量化寬鬆計劃。唯一例外的是美國聯邦儲備局，它正急於實行調高聯邦資金利率的計劃。美國經濟環境好轉，通脹改善，加上勞動市場轉強，意味著市場對美國自金融危機以來奉行的極度寬鬆貨幣政策，其需要已經減少。聯儲局也認同這想法，原先在九月時預計在2017年將會加息二次，但在十二月則表示，預計加息的次數將會增至三次。

在金融市場中，一個普遍討論的議題是預期當局將會從採用貨幣刺激政策轉為財政刺激政策。貨幣刺激很可能逐漸減少，但新出台的財政刺激計劃卻少於大眾普遍預期。當中重要的含義是市場須明白政府整體上推行的刺激政策，即貨幣加上財政政策，可能正輕度下降。如果預期經濟增長在未來幾年加速的話，需審慎留意上述因素。

債券收益率短期將會停頓，但長期走勢則向上

美國十年期國庫券的收益率在十二月升至 2.65% 的高位，之後窄幅上落。各主要地區的債券收益率表現模式相若，但升幅較少。收益率自去年夏季開始快速上升，大大減低估值的風險，從而減低短期內進一步調整的需要。

不過，我們的固定收入模型顯示收益率的長期走勢依然向上。金融危機令實際利率降至不能長期維持的水平。通脹上升，加上實際利率上升，普遍會對固定收入的回報構成阻力，並尤其對投資主權國債券的人士構成風險。

股票收益擴大，盈利前景樂觀

經濟數據出乎意料地強勁，消費及商業信心上升，以及優於預期的盈利，在上一季帶動股市上升，各大指數均錄得中至高的單位數字升幅。新興市場、歐洲及美國股票升幅最大，日本及加股的升幅則較為遜色。雖然股票有不俗的升幅，我們認為估值並未如一些投資者想像般上升。尤其是傳統的市盈率並未把利率計算在內，所以與過往比較起來看似有提升。我們自設的 RBC GAM 多重因素模型納入目前的通脹、利率及企業盈利水平，顯示美股實際上稍低於公平價值。不過，我們同意股票已不如以往般便宜，因此，盈利需要持續改善方可進一步提升股票的收益。幸好企業盈利已逐步反彈。事實上，標準普爾 500 的盈利水平在第四季超越分析員預期，現更在加速中。縱使特朗普的部份保護主義會對盈利構成負面影響，從而構成風險，但假若大規模的企業減稅得以成真，將會帶來顯著的收益，帶動經濟加速。

風格輪轉有可能在短期構成憂慮

縱使我們對股票的長遠看法樂觀，近期市場上出現的一些趨勢可能暗示著短期內需要格外審慎。在 2016 年，主導市場的投資風格大幅度輪轉，但在本年至今似已停頓下來。自 2017 年開始，增長型跑贏價值型企業，大型跑贏小型企業，代表著 2016 年的投資風格輪轉在今年無以為繼，或者，輪轉意味著的樂觀前景也稍減。當然，這情況也可能僅是較長期發展過程中的一個小休，又或者如果趨勢轉壞，這情況將會是令市場憂慮的原因。在未來幾季，持續轉移到由大型及增長型企業主導的形勢，或會成為經濟及/或企業盈利放緩的先兆。

稍為減低涉及股票的投資

我們的模型繼續顯示在我們預測的時期及從較長線看，股票會跑贏固定收入。固定收入在低收益率起點開始，加上我們預期收益率持續上升，令未來幾年僅可取得偏低，甚至負回報。相比之下，股票回報的前景卻吸引得多。因此，我們稍為減低涉及股票的投資，並把所得資金配置到現金，原因是美國的公共政策不明朗，以及各種風格和技術上的因素。對於一位採取平衡風格的環球投資者來說，我們現時建議的資產組合分配是 60% 股票(策略性中立倉位是 55%) 及 38% 固定收入投資(策略性中立倉位是 43%)，其餘的是現金。

本報告由 RBC 環球資產管理公司 (RBC GAM Inc.) 提供，僅供參考之用。在未獲得 RBC GAM Inc. 書面同意下，任何人士不得複製或公佈本文件。在美國，本報告由 RBC 環球資產管理 (美國) 公司 [RBC Global Asset Management (U.S.) Inc.] 提供，該公司在 1983 年成立，是一間聯邦政府註冊投資顧問公司。在歐洲和中東，本報告由 RBC 環球資產管理 (英國) 有限公司 [RBC Global Asset Management (UK) Limited] 提供，該公司由金融市場行為監管局 (Financial Conduct Authority) 授權和監管。RBC 環球資產管理 (RBC GAM) 是加拿大皇家銀行 (Royal Bank of Canada，簡稱 RBC) 的資產管理部門，RBC 旗下包括 RBC 環球資產管理公司、RBC 環球資產管理 (美國) 公司，RBC 環球資產管理 (英國) 有限公司、RBC 另類資產管理公司 (RBC Alternative Asset Management Inc.) 和 BlueBay 資產管理公司 (BlueBay Asset Management LLP)，這些公司均是聯營但獨立的法人實體。

本報告無意在此提供任何法律、會計、稅務、投資、財務或其他意見，任何人士也不應依賴此等信息作為相關建議。RBC GAM 採取合理措施來提供最新的、準確的及可靠的信息，並認為這些信息在印刷時是符合上述原則。基於人為或機器有可能出現的錯誤，以及其他因素，包括但不限於技術性或其他不準確或錯字或遺漏，RBC GAM 對本報告的任何錯誤或遺漏概不負責。本報告的所有意見及估計構成我們截至 2016 年 8 月 31 日所作出的判斷，有可能隨時更改，恕不另行通知。一切均屬於善意提供，我們不負上任何法律責任。RBC GAM 保留權利隨時更改、修正或終止信息的發佈，恕不另行通知。本報告內的任何投資及經濟展望信息由 RBC GAM 根據不同來源的信息編制。我們相信從第三方獲取的信息是可靠的，但 RBC GAM、其聯營公司或其他人士對信息的準確性、完整性或正確性並沒有作任何明示和暗示的表述和保證。RBC GAM 及其聯營公司對任何錯漏概不負責。本報告可能含有前瞻性聲明。一些字眼如“也許”、“可能”、“應該”、“將會”、“預計”、“展望”、“相信”、“計劃”、“預估”、“預計”、“預期”、“有意”、“預測”、“目的”及其他類似的字眼旨在識別這些前瞻性聲明。前瞻性聲明並非未來業績的保證。前瞻性聲明會涉及一般經濟因素的潛在風險及不確定的因素，這些猜測、預測、預估及其他前瞻性聲明有可能不會實現。

© / ™ 加拿大皇家銀行之註冊商標。在牌照許可下使用。
© RBC 環球資產管理公司 2017 版權所有。

此中文譯本只供參考。若中、英文版本的內容出現矛盾或含糊之處，則以英文版本為準。

This Chinese translation is for reference only. In the event of any conflict or ambiguity between the Chinese and English texts, the English language text shall govern.

