

安联投资评析

04/2017

环球概览

令美股受压的六大因素

美股在过去八年延续牛市，并一次又一次抵御多项不利因素，有助美股自环球金融危机爆发以来持续领先。因此，这情况简单地说明了为何长期投资者应维持投资组合的美股持仓。

与此同时，美股的估值高企，目前的Case-Shiller市盈率为29.8，近乎是长期平均值的两倍，令其他投资者质疑美股能否提供增长潜力和保障购买力。

有什么因素可能令市场回落？

道琼斯工业平均指数在本年较早期间创历史新高后，至今下跌约1%，而市场人士进一步相信跌幅将会扩大。我们识别出六项因素，可能促使美股投资者重新审视其过度持有的配置。

1. 特朗普经济学的上升动力可能有限
虽然初时市场对总统特朗普的新刺激经济

政策期望极高，但早前其医保法案不获通过，削弱市场的乐观情绪。此外，特朗普余下的方案，并非都具有利好美国经济的往绩。为企业和富裕人士减税所提供的动力不大，而新的基建开支及为低薪劳工减税只会在中期展现显著的正面经济效应。

市场对总统特朗普的政策期望极高，但其医保法案不获通过，削弱市场的乐观情绪

2. 通胀升温 + 利率上调 = 意料之外的不利状况？

美国通胀压力升温的步伐可能远比市场预期迅速，特别是考虑到经济已接近全民就业，工资或即将上升。美国联储局密切注视收入和工资数据，往绩显示这两项数据密切相关。视乎观察所得，当局或会发现其落后于利息曲线，从而更为进取，为



杜纳恩 (Neil Dwane)
环球投资策略师

市场带来意料之外的不利状况。

3. 贸易环境可能利淡美元

若特朗普开始推行保护主义贸易政策，可能对美元构成不利影响，而美国退出跨太平洋伙伴关系协议、中国扩大「一带一路」政策和油价上涨亦带来相同影响。另外，美国可能实施边境调整税，或会令美元升值，从而利淡企业利润和经济竞争力。

(续至第4页)

1 环球概览

令美股受压的六大因素

2 放眼世界

美国将就财政预算和税务政策展开争论

3 欧洲观点

意大利会否破坏欧洲大选的利好势头？

3 基层研究 (GrassrootsSM)

中国银行业的阴霾渐退

Allianz 
Global Investors
安联投资

实见 · 实现

放眼世界

美国将就财政预算和税务政策展开争论

美国国会和特朗普政府新的首要任务是改革美国财政政策，以期进一步支持增长和有利营商。不过，无人可预知上述立法官员最终能实现哪些政策，特别是当官员开始「摆政治姿态」和涉及特殊利害关系的游说时。此外，联邦预算变动的的时间、规模和范围，将由迂回曲折的程序制定。

令事情更为复杂的，是在制定来年的国会预算之前，共和党掌控的美国国会和特朗普总统首先需要完成以下事项：必须通过新的短期拨款法案，为政府提供至财政年度结束前（即9月）的运作资金，并且需要提高债务上限以避免政府停止运作。无论是审议哪项法案，他们均会遇到民主党，以及不少共和党党员的阻挠。

在讨论财政预算案前，美国国会和特朗普必须通过短期拨款法案及提高债务上限以避免政府停止运作

政府财政预算的重大变动

特朗普政府在3月16日向美国国会提交2018财政年度的财政预算案，正式启动决定联邦政府机构、项目和运作资金水平的美国国会程序，而大部份议案获通过的机会不大。预算案建议前所未有地大幅度削减非军事部门的公民非主要开支，并取消19个联邦政府机构，从而增加美国国防部、退伍军人事务部和国土安全部的预算。预算案建议把2018财政年度的非军事公民开支限制在略高于国内生产总值的3%，是56年以来最低。

初步迹象显示，不仅是民主党国会议员反对上述建议，国会两院大部份共和党议员亦不同意有关预算案，一位有声望的参议员甚至说预算案「注定失败」。右派共和党议员亦已反对建议，认为落实预算案将

会扩大联邦预算赤字。较温和的共和党议员则表示不能支持政府大幅削减对其各自州份或地区有重要性的项目。

民主党反对特朗普的财政预算案，而国会两院不少共和党议员亦不同意有关建议

共和党眼中的主要税制改革

虽然美国国会和特朗普将会就财政预算案面临激烈的争论，但他们已开始慎重考虑对企业和个人实施税制改革。有关方案或会成为自1986年以来涉及范围最广泛全面的新税法，预期将激起新一轮政治斗争。

在大部份情况下，美国国会的共和党领袖将力求在夏季末前就改革立法，因此压力将会迅速增加。税制改革不只着眼于企业：计划倡议减少中产及中低收入家庭的税务负担，以及扩大高收入纳税人的税基，以有效地降低实际税率减少的净影响。上述议案的立法令许多温和民主党议员陷入两难窘境：反对税改方案犹如放弃为中低收入纳税人争取福利，但支持方案则有如屈服于国会共和党议员。

不管何时制定，但当局似乎无可避免在本年通过企业和个人税制改革方案，即使其未能完全符合政府和美国众议院议长Paul Ryan的原来目标。由于综合方案的部分建议极具争议性（例如边境调整税），当局需要作出妥协。无论如何，激进改革的支持者将会极力推动改变税制、开支、医疗保险和监管，认为这些主要范畴互相紧扣，因此必须保持不变，才能使综合方案发挥成效，就像「层层叠」积木一样，一旦失去重要支撑便会倒塌。



Steven Malin，哲学博士
投资策略师

当局似乎无可避免在本年通过税制改革，即使未能完全符合特朗普政府的原本目标

迎接改变的朝代

始终，美国政府和国会领袖所提出的整体税制改革方案，很可能扩大联邦政府未来十年的财政赤字。不过，若改革方案能够刺激足够的经济增长，以提高税收和削减政府开支，便可局部抵销赤字的升幅。无论如何，我们亦可预期在2017年底前，政府开支的优先项目将会出现重大改变，并会实行主要税制改革。若特朗普落实支持增长和有利营商的政策，促使经济转强，市场应会出现利好反应。

欧洲观点

意大利会否破坏欧洲大选的利好势头？

英国在3月29日启动《里斯本条约》第50条，展开脱欧程序。此举会否如部份评论员所指对团结欧洲的计划构成危机？抑或欧洲2017年的大选「超级周期」将反映选民抗拒部份立场反欧盟的候选人？截至目前为止，亲欧盟派系似乎稍占上风：

- 在3月15日举行的荷兰大选，由威尔德斯 (Geert Wilders) 创立的反欧盟政党败给首相吕特 (Mark Rutte) 的中间偏右亲欧盟政党。
- 法国方面，支持改革的亲欧盟候选人马克龙 (Emmanuel Macron) 预期将于4月和5月举行的总统大选击败激进右翼候选人马琳勒庞 (Marine Le Pen)。
- 德国方面，9月份大选选情应会相当紧凑，但几乎肯定由立场亲欧盟而且支持全球化的官员入主政府和国会。

有关发展将会利好欧盟，继而令资本市场受惠，并可望抵销部份与英国脱欧相关的

不确定性。随着德国经济造好，加上法国和德国政府关系可能更加紧密，欧盟和欧元区的一体化或会更加牢固。

亲欧盟候选人胜选利好市场，有望抵销部份与英国脱欧相关的不确定性

然而，市场对意大利避而不谈。当地经济增长速度缓慢，银行业不振，执政党面临分裂危机，而且反欧政治情绪升温。若当地不提前举行大选，则会于2018年春季原定时间举行大选。鉴于意大利面临经济困局，当地选民希望停用欧元及/或脱离欧盟是绝对有可能发生的。市场也似乎认同这观点：当地信贷违约掉期息差（重大市场危机的初期指标）自2016年以来已扩大一倍。

市场对意大利避而不谈：当地信贷违约掉期息差（重大市场危机的初期指标）自2016年以来已扩大一倍



Stefan Hofrichter, 特许财务分析师
首席经济师

综合而言，欧洲「超级周期」对投资的影响好淡纷呈。正面的观点是欧洲政局阴霾稍为减退，倘法国和德国选举结果有利，欧洲的政治问题应会进一步改善。欧元以及欧元区资产可望于2017年受惠于有关发展。另一个较不利的可能性是政治风险继续打击资本市场，而意大利并非唯一原因。在美国、英国和部份西半球国家，反对全球化并支持国家民族强大的民粹主义风潮未有减退迹象。市场或许暂时未能喘息，仍要面对持续阴霾和不稳定的环境。

基层研究 (GrassrootsSM)

中国银行业的阴霾渐退

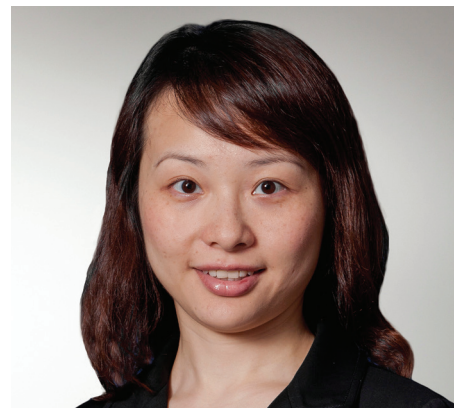
多年来，不少市场人士均忧虑中国银行业的财政状况，并质疑财富管理产品销售量。这些投资工具提供具吸引力的收益率，并隐含发行产品银行的担保，但其投资组合不一定具透明度，银行亦通常不会把这些产品记录于资产负债表内，因而加深投资者对系统性风险的忧虑。

最近基层研究 (GrassrootsSM) 的研究团队就上述问题与内地银行的分行经理会面，了解到市场对财富管理产品的需求持续畅旺。然而，消费者对一种崭新和透明度较高的产品兴趣渐浓。我们亦找到充份证据以证明房贷市场稳健，支持我们普遍看好这些银行的前景。

财富管理产品的需求强劲，资产净值类型的产品展现动力

我们的主要结论包括：

- 大部份受访的分行经理表示，在2016年12月至2017年2月期间，财富管理产品销售平均上升11%，而其他投资选择如股票和房屋等则欠缺吸引力。
- 由于中国政府致力遏抑过热的房市，加上市场普遍忧虑内地的营商环境，预期贷款限额将于本年维持不变。
- 受访的分行经理预期，房贷将于2017年



王璟
基层研究 (GrassrootsSM) 分析师

继续成为贷款业务的主要来源，而房地产抵押消费贷款应录得显著增长。

- 有五分之二的受访分行经理预期，贷款违约率将于2017年维持稳定，但半数受访分行经理预计违约率上升。

(续至第4页)

(续第1页)

环球概览

美国边境调整税可能令美元升值，从而利淡企业利润和经济竞争力

4. 偿债成本将会上涨

美国及全球的债务沉重，只是因为央行推行极宽松的货币政策才使债务变得可负担。虽然美国的负债水平在近年增加一倍，但偿债成本维持于每年约4,250亿美元。随着利率进一步上升，美国政府将需要增加开支以应对债务负担，令特朗普政府的财政空间受压。

5. 人口结构沿错误方向发展

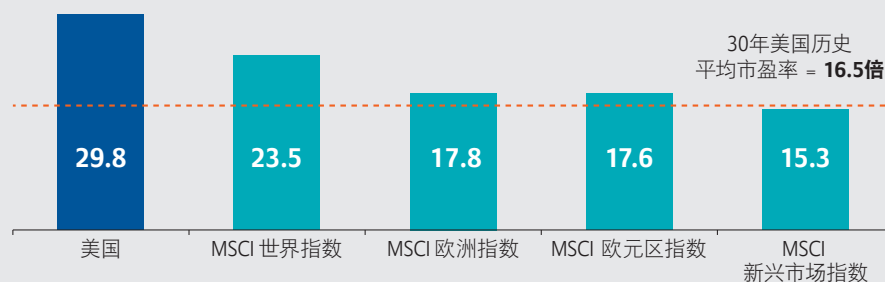
全球均面对人口老化的挑战，美国亦不例外。随着具有生产力的年长劳工退休，换上工资较低及更受全球化影响的年轻一代，美国经济将进一步面对有关影响。此外，以一时冲动的政见处理移民问题，将不利以灵活性见称的美国劳动人口，随着移民人口下降、人才供应萎缩和可作调配的灵活性减少，经济贡献亦会下跌。

6. 科技取代职位

尽管民粹主义者断言全球化导致美国就业市场萎缩，但事实并非如此，问题在于可取代职位的科技日渐普及。随着企业进一步投资于机械人和人工智能，上述趋势确实将会扩大。此外，美国在新科技和社交

美国股市估值高企

美股市盈率大幅高于30年平均水平



资料来源：Datastream、MSCI、Shiller及安联投资，截至2017年3月。

媒体具领导地位，但这些发展带来的乘数效应远低于过去的工业创新，并为既有企业带来更大的颠覆性影响。综合而言，一众高科技创新可能有助创造庞大财富，而非创造庞大职位。

企业进一步投资于机械人和人工智能，可取代职位的科技将日渐普及

投资者的主要考虑因素

纵使低利率带动估值普遍上升，美股估值仍显得昂贵。此外，美元估值可能被高估约20%，因此美股出现调整只是时间问题，调整过后才会展开新一轮周期。基于上述环境，投资者可考虑以下投资策略：

- 关注亚洲：中国、印度和印尼的经济均可望持续增长，当地数以十亿计的庞大人口正迈向中产阶级。
- 监察发展中国家的改革：结构性改革为投资者提供关于未来回报潜力的重大讯号。
- 抵御利率敏感度：投资者预期利率上升，因此美国债市投资者已在沽空十年期美国国库券。
- 跟随资金流向：不少美国企业已经买入估值吸引的欧洲和亚洲资产。

(续第3页)

基层研究 (GrassrootsSM)

- 尽管如此，大部份受访分行经理均认为整体违约率将持续偏低，并无迹象反映违约率在过去数月上升。

房贷被视为稳健及盈利可观的银行业务

基层研究亦发现，资产净值类型的财富管理产品在银行和消费者领域日益普及，分析师叶子君认为这情况值得注视：「资产净值类型产品并不附带银行的隐含担保责任，因此银行需教育客户，让客户了解其承受的风险。」

其他研究结论包括贷款增长平淡，以及银行持续依赖房贷作为主要的新增贷款来

源，情况同样令人鼓舞。叶女士指出：「房贷被视为稳健及盈利可观的银行业务。市场忧虑中国经济体系的信贷增长过剩，但我们的研究结果显示情况相反，并为我们的对中国银行业的投资观点提供支持。」

大部份受访分行经理预期整体贷款违约率将持续偏低

资料来源：Allianz Global Investors Insights, Volume 9, Issue 4

基层研究 (GrassrootsSM Research) 是安联投资的旗下部门，为资产管理专业人士进行调查研究。用以制作基层研究报告的研究数据由记者及受聘于独立第三方研究供货商的实地调查员提供，而该等研究是以为客户执行的交易而产生的佣金所支付的。

本文件只供予在中国大陆有关监管机构认可投资海外的金融机构。本文内所载的资料于刊载时均取材自本公司相信是准确及可靠的来源。本公司保留权利于任何时间更改任何数据，无须另行通知。本文并非就内文提及的任何证券提供或邀请或招揽买卖该等证券。阁下不应仅就此文件提供的数据而作出投资决定，并请向财务顾问咨询独立意见。投资涉及风险，尤其是投资于新兴及发展中市场所附带之风险。过往表现并非未来表现的指引。投资者在投资之前应细阅销售文件，了解基金详情包括风险因素。

本文件并未经证监会审核。发行人为安联环球投资亚太有限公司。如于中国大陆使用，旨在为境内商业银行根据适用合格境内机构投资者计划的法规法则而发行的代客境外理财产品，提供辅助信息。任何于本文提及的基金(如有)并未得中国大陆有关监管机构认可。