

2018年2月

# 投资者的三大疑问



在过去数月里，我们收到客户许多关于投资以及当前市场环境的问题。这一期，我们将答复投资者对于2018年最为关切的三大问题，也会在此分享一些建议。

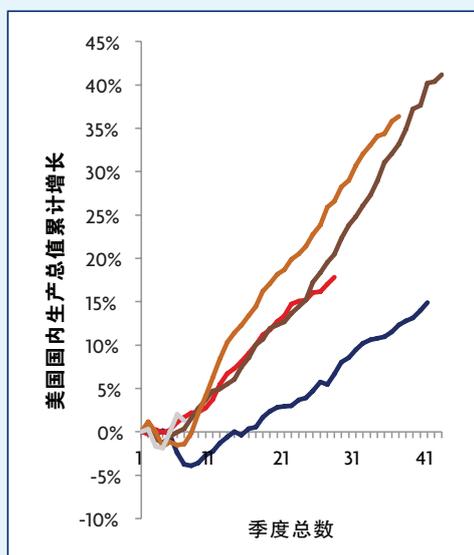
### 问题 1: 目前的牛市已快要进入第九年了，它是否即将结束？

目前的牛市是历史上为期第二长的，从这个观点上，的确是比以往的牛市来得长寿。然而，牛市是不会因为时间的长短而结束的。在没有经济衰退或系统性震荡的情况下，市场崩溃的可能性不大。

美国经济是全球环境的领头羊。尽管美国的经济扩张已持续了近九年，但扩展速度比以往的周期慢得多，如图1所示。因此，可能还有进一步增长的空间。

此外，近期的经济指标，如美国、欧洲和日本等主要经济体的采购经理人指数(PMI)也都保持在50以上，显示扩张。虽然市场有可能经历短暂的修正，但短期内市场崩溃的可能性非常小。

图1: 美国目前的经济扩张相对于过去的周期更为渐进。



资料来源: 彭博社、大华银行投资策略, 2018年1月23日

## 内页

投资者的三大疑问	1
对投资者的影响	3
市场前景与策略	4

如果您想了解更多详情，请联系您的理财经理。

## 问题2: 中央银行在政策上达到了一个转折点。这会否会令市场动摇?

我们认为中央银行政策的正常化是2018年的一大关键主题。美联储领导其他主要央行减少资产负债表, 开启加息周期。高利率会导致借贷成本上升, 使得经济承受更大的金融压力。

基于以下原因, 我们认为周期缩紧导致市场不稳定的风险有限:

- (a) 当前利率处于非常低的水平。
- (b) 加息的步伐估计会比以往周期来得缓慢。

图2: 当前加息周期仍是渐进的, 且起步水平低。



资料来源: 彭博社、大华银行投资策略, 2018年1月23日

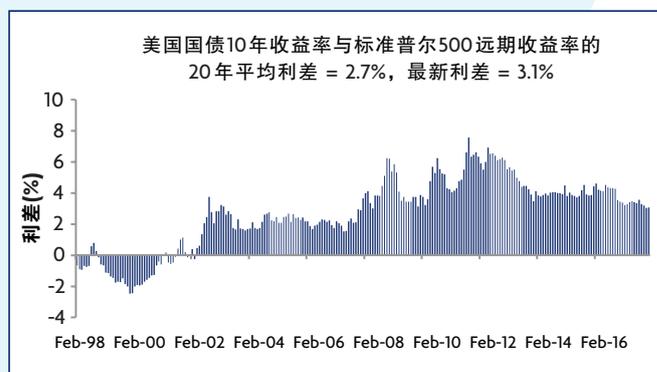
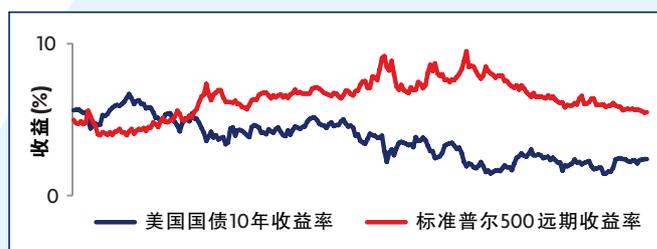
通胀预期若是突然上升, 可能会使债券收益率的飙升以及金融资产的重新定价, 从而导致目前的政策正常化进程脱轨。

最近的市场调整, 是因为美国工资出乎意料的大幅度增长所引发的债券收益率飙升从而导致股票抛售。然而, 我们认为这次的调整是基于技术因素, 而并非因为基本面变弱。虽然紧缩货币的政策有着强劲的工资数据作为支撑, 我们并不认为美联储会大幅改变其政策方向。今年可能会有再次加息的风险, 但美联储可能会在紧缩中进行衡量, 特别是考虑到资产负债表缩减(BSR)计划仍在运行中。

## 问题3: 股票市场似乎很贵, 还有机会吗?

投资者评估股票是否昂贵的一种常用方法, 是将当前的价格水平与历史水平进行比较。目前全球股市的价格比前一个周期的峰值高出40%以上, 价格确实看起来高了一些。另一种常用的方法是将当前的市盈率(PE)与其历史值进行比较。根据目前的市盈率, 股票市场(尤其是美国市场)相对于其自身的历史而言, 确实是昂贵的。然而, 投资者不该只单单考虑估值本身的高低, 也应该考虑股票相对于其他资产类别(即固定收益)的估值。由于当前的债券收益率较低, 因此股票相对于固定收益资产而言, 其相对价值仍然是略高。目前美国股票的远期收益率与美国十年期国债收益率之间的利差是高于历史平均水平的, 这表明美国股票相对于美国国债的相对价值更高。而两者之间的利差在欧洲和日本等其他发达市场, 实则更广。

图3: 标准普尔500远期收益率与美国10年期国债收益率的比较。



资料来源: 彭博社、大华银行投资策略, 2018年1月24日

尽管高估值可能会增加市场调整的机率, 但投资者还是有机会找到良好的投资。只要经济条件稳健、盈利增长也继续强劲, 估值就会持续走高。

## 对投资者的影响 ▶▶

基本上，我们认为未来12个月内在公共消费、贸易及投资方面的积极情绪，会让经济增长保持稳健。各种指标如收益率曲线、就业市场、通货膨胀以及收益等，并没有触发任何经济可能低迷的预警。因此，我们建议投资者保持投资心态，并在投资组合中进行适当的风险管理，以降低风险。

### 继续投资

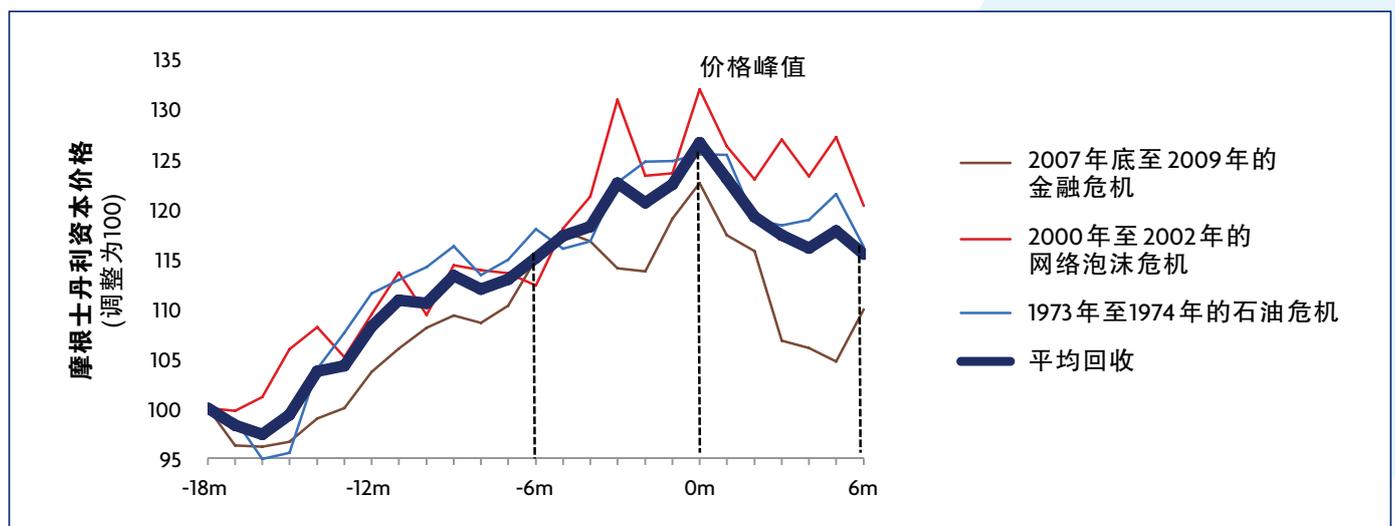
投资者通常倾向于提早离场，以避免市场变向时蒙受过多损失。然而，投资周期中的峰值或低谷难以估计，因此投资者往往会过早退出，结果错失其他机会。另一方面，相对于提早离场观望而言，在峰值后离场也不一定导致回报率减低。

上述概念如下图4所示。我们分析了过去四十年来最严重的系统性危机，即金融危机、网络泡沫破裂以及石油危机。在所有三个例子中，全球股市在投资周期的高峰期之前表现非常强劲；而在股票价格见顶之前，全球股市在过去18和12个月中平均涨了27%和17%。若是完全错过了后期的涨幅，将对投资者的投资组合有重大的影响。同时，市场转向后小幅退出市场，不一定会导致重大亏损。根据上述三起危机的平均值而言，市场峰值前6个月的价格水平和市场峰值后6个月的价格水平是相似的，如图4所示。因此，与其试图准确预测市场何时变向，较好的办法是在市场确定逆转之前继续投资。投资者在这一阶段仍将能够享受到回报。

### 采取适当的风险管理

虽然我们并不认为市场在未来12个月内会变得低迷，但我们也意识到市场有多炙热。如此市场环境下，我们大华银行独特的风险管理法变得更加相关。要将亏损减到最低，关键在于适当地构建出一个波动性低、收入较高以及持有多样化的强大核心投资组合。最近市场的快速涨幅可能会诱使一些投资者过度把投资放在市场上的热点。然而，投资者总是应该谨慎地评估个人能够承受多大的波动性，并利用市场的活跃性来相应地调整投资组合的平衡。

图4：摩根士丹利全球股票指数在三次危机中的价格走势，从价格峰值前18个月到价格峰值后6个月。



资料来源：彭博社、大华银行投资策略，2018年1月24日

## 市场前景与策略 ▶▶

### 宏观因素

<b>全球增长</b>	<p>全球经济活动继续稳固。2018年的全球增长预测从3.7%上调到3.9%。新兴市场增长幅度领先，而发达市场的前景大致稳定</p>
<b>货币政策</b>	<p>央行继续将货币政策正常化。美联储率先加息与缩表，欧洲央行也开始缩表。日本央行可能保持宽松，但其立场可能会改变。</p>
<b>通货膨胀与利率</b>	<p>通胀压力保持疲软，但预计会有增加的趋势。美联储于12月上调了其增长和通胀前景。预计2018年美联储将有3次加息。</p>

### 风险

<b>通货膨胀超预期</b>	<p>市场价格是以极低的通货膨胀水平作为基准。然而，趋紧的劳动力市场和稳定的大宗商品价格可能会导致工资增长和通货膨胀。债券收益率可能会很快重新定价，影响风险资产。</p>
<b>中国硬着陆</b>	<p>中国政府可能会继续力求在稳定与去杠杆化之间取得平衡。但过度进取的政策可能会提升违约率和硬着陆的担忧。</p>
<b>地缘政治与政治</b>	<p>朝鲜和中东地区的局势依然紧张。美国、欧洲和一些新兴经济体预计在2018年举行一些选举。</p>

## 战略

战术战略		主要理由	主要风险
发达市场的 通货再膨胀与 轮动	<b>美国金融股票</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>相对于美国整体市场，价格折扣较有吸引力，也受益于通货再膨胀的环境。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>虽然市场对于该板块预期处于高位，但金融方面仍受到宏观环境的支撑。</li> </ul>
	<b>欧洲股票</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>相对于美国市场，价格折扣较有吸引力，也受益于日益改善的经济所支持。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>强势欧元可能对出口商产生负面影响，但由于欧洲央行对汇率风险保持谨慎，预计欧元将趋于稳定。</li> </ul>
	<b>日本股票</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>相对于其他发达市场，价格折扣较有吸引力，国内投资氛围也已好转。安倍晋三统治下，政策推行预计顺利。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>日本央行货币立场的改变可能会导致日元走强。然而，日本央行估计将保持鸽派立场。</li> </ul>
把握新兴市场的 增长	<b>新兴市场股票</b> (包括新兴市场配置和亚洲股票)	<ul style="list-style-type: none"> <li>提供更具吸引力的估值以及受结构性改革所支持。稳定的商品价格可为盈利提供支持。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>中国经济放缓或将带来风险，但过程失控的机率预计不大。</li> </ul>
	<b>EMD LCY</b> (新兴市场本地货币计价债券)	<ul style="list-style-type: none"> <li>债券收益率高于其他固定收益资产，并受益于新兴市场基本面的改善。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>美元的飙升可能导致资金外流，但美元的估值过于昂贵，因此未来或将处于区间波动。</li> </ul>
结构化契机	<b>优质股票</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>股市下挫时往往经历较少的亏损，而且长期以来往往能跑赢大市。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>昂贵的估值或将增加短期内修正的可能性。然而，全球经济衰退的风险依然偏低。</li> </ul>
	<b>全球医疗保健股票</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>估计具吸引力，收益有望因创新药物的批准和活跃的企业合并与收购行动而提升。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>“平价医保法”遭废除与取代，可能会对医疗领域的前景有所影响，但大体上估计无碍。</li> </ul>
增强收益	<b>短久期高收益债券</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>对利率的敏感度较低，收益却比国债更有吸引力。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>经济状况若恶化，将增加违约风险。然而，经济前景依然稳定。</li> </ul>



誠摯如一

## 免责声明

本文件来源于大华银行有限公司（“新加坡大华”）。大华银行（中国）有限公司（“本行”）经授权予以发布。

本文件仅供一般参考之用，新加坡大华和本行不对此承担任何法律责任。本文件不构成针对任何投资产品或者保险产品的要约或者要约邀请，亦不应被视为针对任何投资产品或者保险产品的推荐或建议。

本文件只是基于新加坡大华所获得的且认为可以依赖之信息（新加坡大华和本行并未对其进行核实）而编制的，对于本文件及其内容的完整性和正确性，新加坡大华和本行不作任何陈述或保证，也不承担任何法律责任。新加坡大华和本行不能保证就任何特定目的而言，本文件内所含信息是准确的、充分的、及时的或者完整的。新加坡大华和本行不应对本文件中所含信息或者观点可能存在的错误、瑕疵或遗漏（无论由于何种原因引起）负责，亦不对您因基于该等信息或者观点而作出的任何决定或行为负责。

本文件中所含任何观点、预测或者针对任何特定事项（包括但不限于国家、市场或者公司）未来事件或者表现的具有预测性质的言论并不具有指导性，并且可能与实际事件或者结果不符。过往业绩不代表其未来表现，不得视为对未来表现的任何承诺或者保证。

本文件所含信息并未考虑任何特定人士的具体投资目的、财务状况或者特定需求。在购买任何投资产品或者保险产品前，请向您的法律、管理、税务、商业、投资、财务及会计顾问咨询，如果您决定不征求该等顾问的意见，您应自行考虑该等投资产品或者保险产品是否适合于您。

新加坡大华和本行及附属机构、关联公司、董事、雇员或客户在本文件所述产品或其相关产品、其它金融投资工具或衍生投资产品（“产品”）中可能享有权益，包括进行营销、交易、持有、作为造市者行事、提供金融或咨询服务，或在有关产品公开献售中担任经理或联席经理。本行及附属机构、关联公司、董事或雇员也可能与本文件所述的任何产品提供者拥有联盟或合约的关系，或提供经纪、投资理财或金融服务的其它关系。

未经本行事先书面同意，本文件及其所含任何信息不得被转发或者以其他方式向任何其他人士提供，亦不得被用于其它用途。另，本文原文以英文书写，中文版本为翻译版本且仅供参考。