

BELLWETHER 联博市场趋势观测报告

2016 年第 1 季

VADIM ZLOTNIKOV

联博首席市场策略分析师兼联席主管-多元资产投资方案

IRENE GOH

联博多元资产投资团队主管-亚太地区

- + 2016 年可能出现油价反弹回升、通胀预期升温和美国经济持续复苏，与去年的情况有明显不同。
- + 另一方面，欧洲和日本的企业获利增长快过美国、服务业成长力度比制造业强劲及美国升息等趋势可望持续。
- + 以长期角度来看，全球央行资产负债表终将缩小及企业毛利率能否维持，仍将是投资人的主要关注焦点。

随着时间进入 2016 年，波动性仍是全球资本市场的焦点。仔细观察市场环境，有些 2015 年的主题将延续至今年，有些可能即将出现变化。以下联博将说明对今年的预期及投资人如何利用可能出现的形势发展，调整自身定位。

2016 年将出现什么样的变化？

1. 油价反弹回升

与前几年相比，今年最大的变化可能是能源价格反弹回升。原因可能有三：

边缘型企业将退场：资本市场在 2015 年初为能源企业提供了大量的债权和股权资本，延缓了必要的减产，也阻止了依赖高能源价格的企业退场。但是，这种情况未来可能不会再次出现。

企业资本支出纪律改善：根据联博对石油生产边际现金成本的估算，原油价格长期维持在每桶 35 美元，将使石油公司违约的情形加速出现，并阻碍新的投资。然而，企业更有纪律的投资方式最终将支撑油价。

地缘政治风险：目前的油价反映出地缘政治干扰的可能性几近于零。基于几乎每一个石油输出国组织会员国和俄罗斯都有庞大的债务赤字，若外汇储备持续减少，则不排除出现社会或政治动荡风险的可能。

投资人应如何参与油价反弹回升的机会？买进产油国的货币或股票是一种有趣但风险较高的办法。另一个途径就是买进利差扩大的高收益能源产业债券。不过，就目前而言，联博倾向于在违约率和逾期率明显攀升后再增添上述部位。

看好美元与美国国库债券

	股票	固定收益		汇率
		主权债券	高收益债券	
亚洲				
美国				
欧洲				
日本				
新兴市场				

评比： 较不看好； 较看好

数据来源：联博，统计截至 2016 年 1 月 25 日。

本表仅供说明使用，不代表任何产品提供或销售之目的，不得视为买卖任何有价证券与投资工具的合约签订依据，且联博不会以此信息进行或安排任何形式的交易。上述意见仅代表当前观点，并反映目前市场现状，如有变动，不另通知。

注：本文以有系统、全面性的方式评估全球经济与资本市场。联博采取短期观点，分析当前与新兴趋势，以及各国、各区域、各资产类别的风险与投资契机，协助投资人了解当前全球投资环境。本文内容代表联博集团多元资产投资方案团队之观点。晴雨表评比为根据全球经济观点、动态资产配置预测工具信号和全球投资组合每日的配置信息。本信息并非多元资产投资团队的既有观点，并已征询股票及固定收益团队的研究分析意见。本文所提及投资策略与布局不代表联博旗下任何基金的投资组合策略或调整。

2. 通胀预期升温

只要近期薪资涨势维持，美国、欧洲甚至日本的通胀预期都可能在 2016 年升温。贷款增长、企业信心与雇用意愿

等数据显示小型企业的经营环境持续改善，而这也是新增就业增长的主要动力。在此同时，技能错置（skill mismatch）、人口结构和长期受挫工作者严重抑制了劳动参与率。这个组合未来将推动薪资进一步上扬。

其中一个为通胀预期升温预作准备且相对简单的方法是买进抗通胀债券（TIPS）及通胀连结证券。

3. 美国经济年中反弹

过去几个月以来，美国零售商持续出现盈利下调及被迫打折出售商品的情形。库存必须出清，意味着工业生产将减速。由于供应链分布于全球，各区域都将受到明显的影响。

尽管如此，联博认为经济陷入衰退的可能性不高。除了一部份库存和债务累积外，并无证据显示经济衰退前可能出现过剩情形。尤其是在美国，联博认为房地产市场上扬与相关支出增长，加上财政拖累因素消除，应足以维持经济温和增长。

唯一的不确定因素是汽车销售。美国和欧洲汽车销售量皆近历史高峰。如前段所述，假设联博对库存下降周期后的复苏形势判断正确，投资人应利用接下来几个月的疲弱态势，逢低增加在美国的景气循环性投资部位，同时避开躲进防御型股及/或债券的诱惑。而景气循环股具吸引力的价值也支持该观点。

2016 年将有哪些情形持续存在？

1. 日本和欧洲表现优于美国

美元强势被广泛认为是美国企业 2015 年盈利增长低于平均水平的原因，但即使美元维持在目前的水平，联博认为美国 2016 年的表现仍可能再次落后。

联博对欧洲企业盈利大幅增长的预期，与流动性增加及银行借贷强劲成长密切相关，稳定的单位劳动成本和低油价也有助于提高毛利率。在日本方面，日元走势和薪资上扬将有助于稳定通胀预期，但企业实际提高价格的能力仍是关键。

2. 联准会再升息两次

若劳动市场持续吃紧，联博预期联准会将在 2016 年再升息两次，但升息后实际利率仍为负值，货币政策也仍属宽松。

尽管如此，通胀预期上扬、利率调升及新兴市场国家外汇储备减少都会推升美国长期利率。另一方面，美国国库券相对日本公债或德国政府债券仍有正值利率的优势。欧洲「安全性」资产的不足与实施量化宽松，可能提高对美国国库券的需求。而紧张焦虑的投资人若再次「奔向高质量证券」，亦可能推升美国国库券需求。

整体而言，联博认为风险波动幅度将相对缓和，预期美国 10 年期国库券殖利率将相对持稳。

3. 服务业增长幅度超过商品增长幅度

随着服务产业的成长，制造业在多数发达经济体所占的雇用比例自 1980 年的 20%-25%降为 10%-15%。即使在中国，服务业占产出的比重增幅，也相对大于基础建设投资和商品。服务业是中国经济当前最大的亮点。

但是，医疗保健、教育和交通运输等服务产业却因科技的进步而受到严重阻碍。

由于这些特定主题中的赢家仍未定，因此投资人可以寻找极具竞争优势的企业为目标。随着焦点转向几个获利丰厚但面临破坏性竞争的服务业领域，如电子支付、医疗保健、教育与新兴市场消费者等，联博认为主题型成长股票的投资经理人应可在 2016 年缔造出色的表现。

中期争议仍然存在

从中长期发展角度来看，联博认为未来一到三年的主要争议焦点仍然不变：企业利润能否维持？若全球央行开始缩减资产负债表将会出现什么情形？归根究底，最终结果可能还是由投资人、企业和消费者信心决定。这些主题在 2016 年的发展将对更长期的投资环境至关重要。

风险声明

本材料中包含的信息反映了 AllianceBernstein L.P.或其关联机构的观点以及截至本材料印刷日 AllianceBernstein 认为可信的信息。AllianceBernstein L.P.对相关数据的准确性不做任何陈述或保证，而且无法保证本材料中的任何预测或观点将得以实现。

过往的业绩不能保证将来的表现。本材料中陈述的观点也有可能在本材料付印后发生变化。本材料信息仅供参考，不构成任何投资建议。AllianceBernstein L.P.或 Bernstein 不提供任何有关税务、法律或会计的建议。

本材料未考虑任何投资人的投资目的或财务状况，投资人在作出投资决策前应与相关专业人士讨论其具体情况。本材料由 AllianceBernstein L.P.提供。本材料或其中包含或援引的任何信息均不构成在中华人民共和国("中国"，就本材料而言，不包括香港、澳门和台湾)境内销售任何 AllianceBernstein 或其关联机构所提供的金融工具、产品或服务的要约或购买前述金融工具、产品或服务的要约邀请。在考虑本材料时，阁下应该与上述相关领域的专业人士就阁下的具体情况进行讨论。

© 2016 AllianceBernstein LP

[A/B] 标志为 AllianceBernstein 的服务标记，而 AllianceBernstein®为注册商标，须获得其拥有人 AllianceBernstein L.P.的批准方可使用。

(本文件发行日期：2016 年 3 月)