



投資總監市場展望

展望未來一年之前，首先讓我們回顧過去。我總是不其然會回顧過去的整體局勢，這對銘基亞洲來說相當重要。根據國際貨幣基金組織的預測，亞太區按每名公民及美元計在未來五年的經濟產出增長將為38.6%，或每年增長6.8%。預計有關增長率將高於美國（每年3.5%）、南美洲（4.4%）及西歐（2.8%）。國際貨幣基金組織預期亞太國家將可維持自2008年環球金融危機之前一直存在的經濟增長差距。我對這些預測沒有異議。這標誌著市場將重返並延續過去數十年的長期趨勢。市場料將逆轉，重返四年前亞太區名義人均增長（儘管能夠超越歐洲和南美洲）未能跟上美國步伐的境況。為何經濟增長會重返過去的趨勢？這對市場將造成甚麼影響？

首先，強勁的增長建基於亞太區的基本優勢：亞洲的儲蓄約佔其國內生產總值的三分之一，而歐洲、拉丁美洲和美國則只有約五分之一；東亞地區的製造業佔其國內生產總值約四分之一，而歐洲和拉丁美洲只有六分之一，美國則為八分之一。南亞地區的水平與歐洲相若，因為當地的工業基礎正處於建立的階段。這兩項因素相當重要，顯示亞洲有能力投資於有助提高生產力增長率的經濟領域。亞洲亦樂於接受新思維：以全球經濟自由度計算，香港、新加坡、新西蘭和澳洲等國家及地區經常位列前茅；而緬甸、印度、菲律賓和越南在世界經濟

自由指數中亦錄得有史以來的最高評分。調查可以作出若干程度的調整，但亞洲各國政府似乎被公認為開放和主張推行改革，例如印度、印尼、南韓、日本，以至某程度上的中國－與西方國家較專注於收入與財富不均的政治趨勢迥然不同。根據亞洲生產力組織報告顯示，亞洲24個國家在2010年至2014年期間取得最高的總要素生產率增長（新技術使用率及資本與勞工的創意運用的增長率），達每年1.4%。相比之下，南亞地區為0.9%、東亞為1.7%，而美國只有0.4%。儲蓄、具生產力的投資、樂於接受新思維及主張推動改革的政府，這些全都是支持經濟增長的基礎。綜合這些因素將有助推動生產力，從而帶動工資增長，提升生活水平，繼而刺激消費和改變消費者的行為。就中至長期來看，亞洲在上述各方面料將造好。

由於市場的往績已相當亮麗，令我們更難展望未來12個月的發展，甚至可能會作出適得其反的預測。然而，這正是我們的行業特性，以及作出年度展望的挑戰！因此，我將竭盡全力，嘗試把短期觀點融入每個長期投資機會，並期望可迴避短期主義的最壞影響。

特朗普勝選！

有誰會想到特朗普（Trump）當選美國總統？我從沒想過－我是「538」網站的追蹤者，該網站由「數據大神」Nate Silver創立，是對希拉莉



「強勁的未來增長建基於亞太區的基本優勢。」

(Hillary Clinton) 勝算作出最審慎預測的網站之一。即使如此，70%勝算對我來說已非常高。然而，正如「538」網站其後指出，情況並非如此。預測顯示希拉莉在美國「鐵鏽地帶」落後數個百分點，而這促使她在大選中落敗。鐵鏽地帶即工業衰退地區：如密歇根州、威斯康辛州及賓夕凡尼亞州。共和黨及特朗普擬集中火力，爭取鐵鏽地帶民眾的支持，而最可能採取的措施包括：增加基建開支；減稅；重新磋商北美自由貿易協議，以減低來自墨西哥汽車業的競爭；以及削弱拉丁美洲和中國煤炭業競爭力的措施。然而，該等措施遠遠不及市場對特朗普勝選的恐慌性反應，這似乎預示美國與亞洲將會爆發貿易戰。最重大的短期影響可能源自預算赤字上升（已開始推高債券孳息），以及短期利率走高，因為聯儲局或會抵銷刺激經濟措施帶來的部份增長。我認為上述因素均導致美元飆升，原因是國庫券孳息上升，吸引資金從海外市場流出，轉而流入美國。因此，亞洲在短期內將會面對投資組合資金流出及流動性緊縮的挑戰，即使長遠趨勢似乎頗為穩健。投資機會應運而生 — 部份投資組合已把握亞洲股價轉趨吸引的入市良機。

如何解讀近日各國的政權轉變？西方經濟體仍感到壓力，導致貧富懸殊加劇，勞資雙方對立。保護主義、政府的投資取向（因私營企業過於看淡投資）、市場質疑供應方改革，以及勞動力的自由流動，都是對目前市況作出的合理和短期反應。現時，這些因素應可帶動內需和工資上升，即使可能拖累長遠經濟增長。我認為亞洲屬增長導向型經濟體，因此西方政局發展對亞洲市場帶來深遠影響的理據不大。儘管亞洲難以倖免於其影響，但亦不會跟隨其發展步伐。可是，我們仍未能鬆懈，因為歐洲在2017年將會面對連串的政治事件，而市場對歐盟能否持續的疑慮不會就此消退！

明年歐洲各國將陸續舉行選舉，包括德國總統和聯邦議院選舉；法國總統和國會選舉；荷蘭大選；以及英國地方選舉。此外，我們仍觀望意大利在未來數週舉行的修憲公投結果。在未來12個月，歐洲的政局發展仍令市場甚為擔憂。事實上，歐盟瓦解的憂慮可能升溫，而這無疑為市場帶來通縮震盪。

此外，還有另一個因素使我們未能舒一口氣 — 中國的持續債務問題。一方面，市場並沒如2016年初般恐慌；但另一方面，這是一個需時多年才能解決的問題。與此同時，人民幣逐步貶值，中國當局持續遏抑多個資產市場的升勢，因為在資本賬封閉的情況下，資產市場暢旺促使經濟通貨復脹，而兩者不時成為危言聳聽的市場消息。中國共產黨在推進有關改革時似乎顯得不安，原因是他們明白此舉可能導致中國東北部的就業率急挫。然而，鑑於中國政府對意見批評比較敏感，因此各方將會就有關措施逐步達成共識。不過，這是戰術性策略抑或長遠轉變？我認為這是一項「戰術性」策略，因為其最終目標是處理壞賬和已停產的公司。中國的服務業持續增長，而內地經濟逐漸減少依賴傳統行業。但是，這樣的轉變無法一蹴即就，市場需耐心觀望。問題是投資者有多少耐性？其他市場方面，印度的市場消息轉趨利好，因其改革計劃似乎略為加強動力，而且短期來說，該國近日實施的大額鈔票改革無疑具通縮效應。然而，印度是估值較為昂貴的區內市場之一。就目前來看，日本在刺激經濟方面似乎日漸失守，當局可採取更多措施，但央行行長黑田東彥似乎變得膽怯或在政治鬥爭中失勢。綜觀東盟市場，我們認為其增長前景已見改善。然而，美元走強削弱當地市場的短期氣氛。

「營業額增長合理及利潤率靠穩，帶動企業盈利回升，可能足以推動市場在2017年傾向投資於亞洲。」

環顧全球，通縮似乎有機會捲土重來 — 現時只有中國出現溫和的通脹。我認為特朗普式「反彈」看來與短期財政刺激政策有關，多於帶動通脹趨升。若上述趨勢均受壓，投資者也無需過於恐慌。利好的消息是，亞洲實際上已處於優勢，應可抵禦短期的市場風暴。區內政府的財政預算穩健，經常賬普遍錄得盈餘（印度次大陸和印尼除外），而且結構性通脹偏低。當地的名義需求或失業率應不會受到重大影響，因為當局可使貨幣政策或財政政策（減稅及增加開支）抵禦外圍衝擊。就此而言，亞洲的優勢遠勝拉丁美洲或東歐市場。

此外，近日市場預期偏高並未對我們構成實際影響。在我拜訪全球各地客戶時，令我印象難忘的是投資者對亞洲市場的信心仍非常脆弱（我的逆向思維相信這屬利好因素！）。投資者對亞洲的整體配置偏低 — 這是另一個反向指標。從我上一次到訪歐洲可見，市場信心似乎確實略為改善，原因是當地投資者對本土市場日趨審慎。可是，近日美元飆升及美國增長回升的預期，窒礙投資者對歐洲市場的信心。投資者仍不願意作出

轉變。營業額增長合理及利潤率靠穩，帶動企業盈利回升，可能足以推動市場在2017年傾向投資於亞洲，特別是踏入新的一年，市場預期並非過高，而且以全球計，估值處於合理水平。的而且確，我需撇除短期影響，放眼長遠前景，轉而看好亞洲市場。這才是重點，不是嗎？市場普遍著重前瞻性 — 而亞洲仍存在促進名義需求增長和企業盈利上升的長遠動力。假以時日，我們將會擺脫盈利增長緩慢的憂慮，而我相信在特朗普入主白宮後，早前那些較令人恐慌的預測亦可能消退，至少就經濟層面來說。近日股市下跌促使亞洲的預期市盈率*出現調整：亞太區為13.8倍，亞洲（日本除外）為13.4倍，而對比之下，歐洲為14倍，美國則為17.5倍。這看來也不遜色。2017年會否出現轉捩點？我不敢作出預測。近日，市場預測者面對嚴峻的挑戰。然而，我相信投資於亞洲必須保持耐性，而多項長遠趨勢均帶來好兆頭。

Robert Horrocks 博士
銘基亞洲
投資總監



Matthews Asia

披露及備註

本文討論的觀點與資料是截至此報告出版日期，可能出現變動及未能反映作者現時的觀點。本文所述的觀點代表於特定時間內對市場情況所產生的評估，只屬意見，閣下不應倚賴本文件作為特定投資或整體市場的建議。本文所載的資料並不構成買賣特定證券或投資工具的建議。投資於國際及新興市場可能須面對額外風險，例如社會及政治不穩定、市場流通量不足、匯率波動、高波幅及監管制度不完善等。本文件所載述的資料取自從數個在編彙本檔時相信是可靠及正確的來源，但對於資料的完整性或準確性並沒有任何聲明或保證（明示或暗示）。銘基國際投資公司概不就使用本資料所造成的任何直接或相應而生的責任或損失承擔任何責任。

*遠期市盈率 (P / E) 倍數是把一間公司目前的股票價格與預測的每股收益比較的估值比率。由這個比率所產生的任何預測或展望並不一定會實現。

本文件在新加坡，只提供予新加坡證券及期貨法第304節項下的機構投資者，以及新加坡證券及期貨法第305節項下的相關人士，兩者的定義均遵從有關法例所述。本文件不得在新加坡傳送或分發予散戶投資者。

本文件由銘基環球投資（香港）有限公司於香港發出，並未經證監會審閱。如果您是區分為香港的專業投資者，請直接聯絡銘基環球投資（香港）有限公司，了解更多關於銘基亞洲基金的資料。

本文件在英國只可提供予專業投資者和合格交易對手（按英國金融市場行為監管局的定義）。在任何情況下，以上文件都不能轉發至英國以內任何非專業投資者和合格交易對手（按英國金融市場行為監管局的定義）。Matthews Global Investors (UK) Limited受英國金融市場行為監管局的授權和監管，發表以上文件，註冊牌照號碼FRN 667893。

本文件為中文翻譯版本。如英文版和中文版之間有任何差異，一概以英文版為準。

本文件未在任何監管機構註冊或批核。本文件不公開發行，及只供機構/專業用途。

©2016 Matthews International Capital Management, LLC 銘基國際投資公司

G.MATAI—2016年12月

電郵: globalfunds@matthewsasia.com

香港:
電話: +852-3901-0880
網站: hk.matthewsasia.com