

## 崎嶇坎坷的 2011 年

- ◆ 對於環球金融市場而言，2011 年顯然相當坎坷。在過去六個月當中，宏觀經濟和地緣政治因素令投資者宛如坐上驚險刺激的「過山車」，在翻騰旋轉的路軌上茫然若失。每當「過山車」急轉彎時，「乘客們」只能緊緊抓住扶手，祈禱價格波幅能夠放慢速度。由於對歐盟政治困局和債券孳息率的震盪幅度估計不足，投資者面對今年大起大落的市場行情似乎束手無策。
- ◆ 進入 2012 年，經濟和市場前景仍充滿不確定因素，而消費和投資信心則依然低迷。在這種情況下預期未來，就彷彿是手舉蠟燭在黑暗的隧道中摸索前進。儘管如此，我們仍將如往年般對 2012 年關鍵的宏觀和投資主題進行分析，希望能為投資者帶來若干啟迪。

## 2012 年的關鍵宏觀主題

- ◆ **(1) 歐洲債務危機接近轉折點** - 歐元區危機預計將繼續困擾投資者。儘管 12 月初的歐盟峰會在財政統一而非分裂方面略有進展，但前途仍面臨諸多變數。
  - 1) 歐盟峰會決議的核心是財政方案，各國自願將預算赤字維持在佔本地生產總值的 0.5% 以內，假如結構性預算赤字高於本地生產總值的 3%，自動懲罰機制或會啟動。不過，最初擬訂會自動升級至歐盟法院的執行監督機制已有所縮水。此外，關於建立對確保各國削減財赤十分必要的歐盟財政部，方案亦未有提及。
  - 2) 將新歐洲穩定機制的開始日期提前至 2012 年 7 月合乎情理。不過，資金的規模和來源仍未明朗。現時歐洲穩定機制的最高貸款能力為 5,000 億歐元，且不會獲得銀行執照。此外，方案並未提及發行聯合歐元債券的機制。這點十分重要，原因是歐盟的防火牆政策需要充裕的資金彈藥，才能保護週邊國家。
  - 3) 峰會並未將歐洲央行的政策權限修改為允許該行向歐盟成員國直接購買債券。這點亦可能至關重要，原因是歐洲央行是歐洲區內最強大的金融機構，理論上擁有無限的資金彈藥，但現在卻不可以向歐盟成員國購買債券。
  - 4) 峰會並無討論如何將希臘及其他南歐國家的競爭力提高至德國水平。長期而言，這是未來防止危機重演的最艱巨也最重要的議題之一。
  - 5) 歐盟各國同意向國基會注資 2,000 億歐元亦屬正面消息。但考慮到僅是意大利的外債已高達 18,000 億歐元，這並不足以令市場放心。
- ◆ 儘管時間所剩無幾，而歐元區又面臨前所未有的巨大分裂風險，我們仍然認為當前的歐元區危機最終將獲得解決。我們的理由是，政治上達成共識的框架現已明朗，為使歐元區各國採取堅決行動重塑財力，以及在歐元區內建立新的強制性財政和稅收政策，作為交換條件，德國將同意拯救週邊國家，而歐洲央行亦將提供龐大的資金支持，直至完成漫長的立法和批准程序。

- ◆ 不過，上述方案仍欠缺具體細節，各方必須盡快就此達成協議，否則可能會出現很多差錯：
  - 1) 最大風險在於歐盟政府的反應非常遲緩，歐洲央行無法也不願意提供足夠支持。與此同時，市場衝擊亦可能導致歐元區弱國出現無序違約。
  - 2) 歐元區 17 個成員國的理念和當務之急存在顯著區別，要在國內（尤其是丹麥、芬蘭、捷克和愛爾蘭）獲得批准亦未有定局。此外，由於英國的反對，當前方案的法律地位亦面臨變數。
  - 3) 歐洲央行現時預計，未來 12 個月歐元區將輕微衰退。假如經濟頹勢比預期更甚，歐洲的財政壓力將更加艱巨，預算赤字增加，國家復甦計劃亦會半途而廢。此外，2012 至 2015 年間週邊國家的經濟困難程度可能會影響政府緊縮政策的持續性。舉例而言，西班牙的青年失業率現已高達 50%，社會動盪可能會成為重要的政治因素。
- ◆ 市場對歐盟最新方案的反應並未正面到足以令政府債券孳息率從現時的危險水平回落。除非各國達成確實可行的政治方案，否則歐洲的金融體系仍將繼續面臨有史以來的最大風險。

歐洲前景暗淡						銀行間壓力上升令人擔憂	
環球實質本地生產總值按季增長% (經季節因素調整)						銀行間市場流動性 (百分點)	
	2011年第二季	2011年第三季	2011年第四季	2012年第一季	2012年第二季		
<b>成熟經濟</b>	0.7	2.1	0.9	0.3	0.6	資料來源：彭博，Commerzbank (12/2011)	
美國	1.3	2.0	3.0	1.2	2.0		
歐元區	0.6	0.6	-2.0	-2.0	-1.5		
日本	-2.1	6.0	2.0	2.5	2.0		
<b>新興經濟</b>	4.2	6.3	5.4	5.4	6.1		
拉丁美洲	4.7	2.1	2.3	2.9	4.8		
新興歐洲	2.7	5.3	2.1	2.4	2.4		
亞太	4.6	8.2	7.6	7.3	7.7		
<b>世界</b>	2.1	3.8	2.7	2.4	2.9		
資料來源：國際金融協會 (11/2011)							

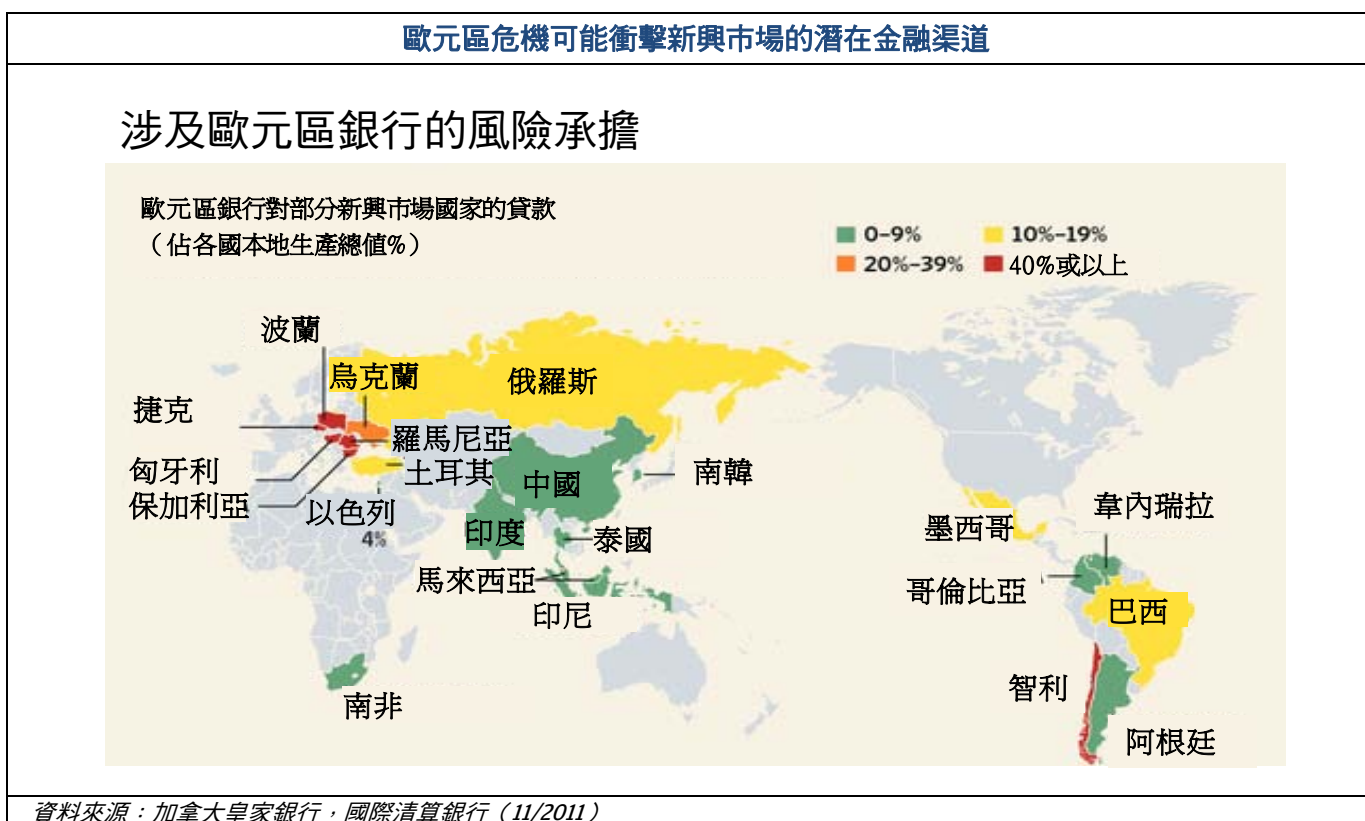
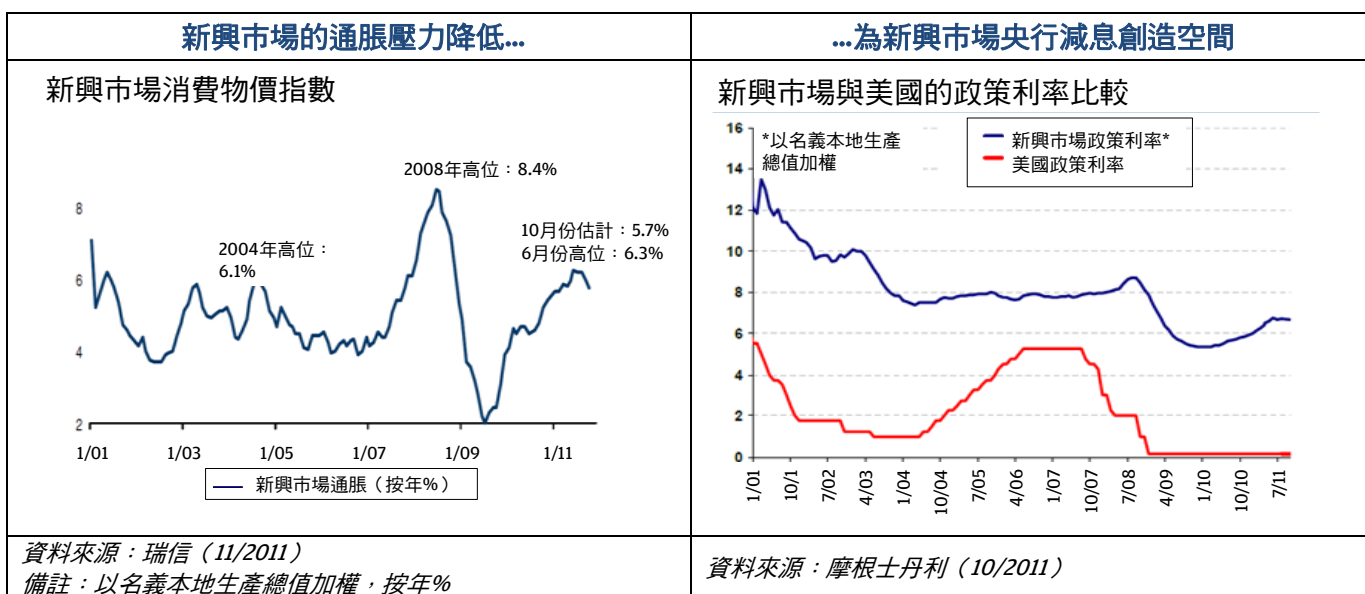
- ◆ (2) 美國有望避開雙底衰退 - 美國的經濟數據繼續令人驚喜。儘管以絕對值計尚不算特別強勁，但總體上呈溫和增長。一旦歐洲源源不斷的壞消息告一段落，美國的結構性財政問題可能會再次成為市場焦點，不過有初步跡象表明，前景或會稍微樂觀。美國的信貸週期已重新開始，首次申領失業金人數回穩，供應管理學會指數的就業部分亦顯示前景有所改善。儘管企業確實尚未填補公共類別緊縮所帶來的缺口，但一旦營商氣氛好轉，企業將有條件採取行動。
- ◆ 2012 年投資者最大的宏觀憂慮在於，歐洲經濟衰退的程度可能會比現時所預料者更加嚴峻，繼而導致國際信貸緊張，拖累美國和成熟經濟再陷環球衰退。

美國經濟數據較預期為佳	美國衰退指標顯示經濟尚未陷入衰退
<p>美國經濟活動驚喜指標</p> <p>資料來源：Consensus Economics，彭博，Commerzbank (12/2011)</p> <p>備註：驚喜指標 = ± (實際-共識預期) / 標準差 (實際-共識預期)</p>	<p>芝加哥聯儲銀行全國活動指數 (3個月移動平均)</p> <p>資料來源：芝加哥聯儲銀行 (11/2011)</p> <p>備註：(1) 陰影部分表示由美國國家經濟研究所確定的經濟衰退期；(2) 經濟擴張週期之後，指數跌至-0.70 以下表明經濟衰退已然開始的可能性增加</p>

- ◆ **(3) 中國經濟正在實現軟著陸** - 考慮到通脹壓力回落以及財政收入強勁增長 (按年逾 20%)，當局可推出更加靈活的放寬措施，中國的硬著陸 (本集團的定義為經濟按年增長放緩至 7% 以下) 風險亦有望逐漸紓緩。12 月舉行的年度中央經濟工作會議確定了 2012 年的宏觀政策基調，強調將通過積極的財政政策和穩健的貨幣政策保持經濟增長，這與 2011 年以對抗通脹為首要任務有很大不同。我們認為，未來數月消費物價指數將繼續回落，為央行通過下調存款準備金率來放寬貨幣政策提供空間。當局亦可能會進一步削減中小企業稅收，以及對社會保障房和基建項目等部分領域投放財政開支，以維持經濟增長在 8% 左右的水平，從而確保社會穩定以及領導人平穩換屆。
- ◆ 除了歐洲前景惡化可能會令中國出口增長面臨下跌風險以外，2012 年的另一項主要風險在於，房地產行業調控過度可能會對一線城市消費構成拖累。最近數月預售銷情慘淡，亦對房地產固定資產投資增長以及建築材料和家電等相關需求構成壓力。不過，鐵路固定資產投資恢復以及社會保障房建設加速，都有望緩解私營範疇投資放緩所帶來的影響。

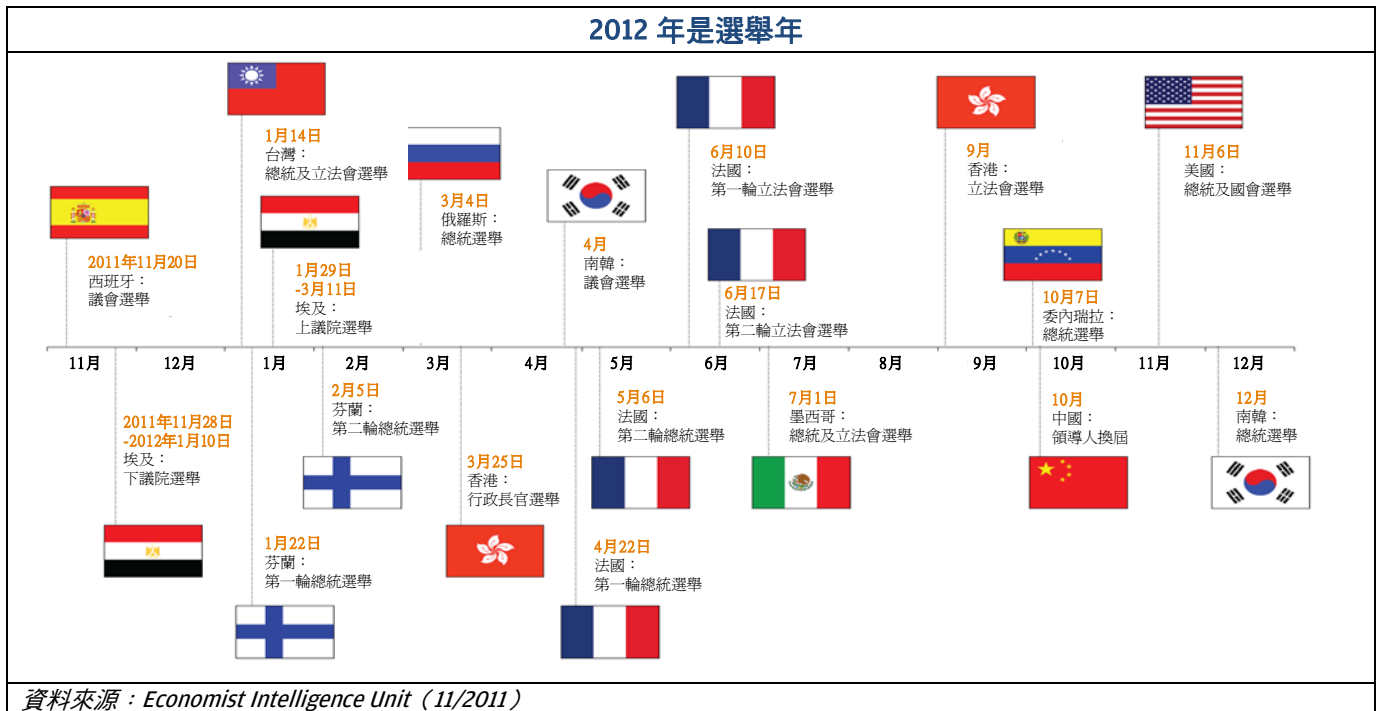
中國的出口增長明年可能放緩...	...但淨出口對目前中國經濟的貢獻已有所降低
<p>中國出口的目的地分布 (佔總體%)</p> <p>資料來源：ASR (11/2011)</p>	<p>中國本地生產總值的構成</p> <p>資料來源：里昂證券 (11/2011)</p>

- ◆ **(4) 通脹紓緩令新興市場得以放寬政策** - 新興市場所保持的優勢之一在於，有能力使用傳統貨幣政策降低成熟世界增長放緩所帶來的衝擊。巴西、土耳其、印尼和泰國等已在最近數月表現出減息意願。不同於成熟市場，新興市場的名義利率仍有相當大的下調空間。隨著曾在 2011 年初困擾市場的國內通脹壓力紓緩，新興市場的貨幣政策前景尤其利好。
- ◆ 2012 年新興市場所面臨的一大主要風險在於歐洲危機的擴散效應。除歐洲進口需求轉弱的直接打擊以外，歐洲危機亦會影響新興市場的金融和銀行類別。短期內，歐洲銀行大幅「去槓桿化」將對新興市場的融資形勢增加壓力。不過，對新興市場國家尤其是亞洲來說，問題依然可控，原因是亞洲對歐元區銀行的總體風險承擔不到本地生產總值的 10%。而且，若干歐洲銀行的新興市場/亞洲子公司亦擁有雄厚的本地儲蓄基礎。

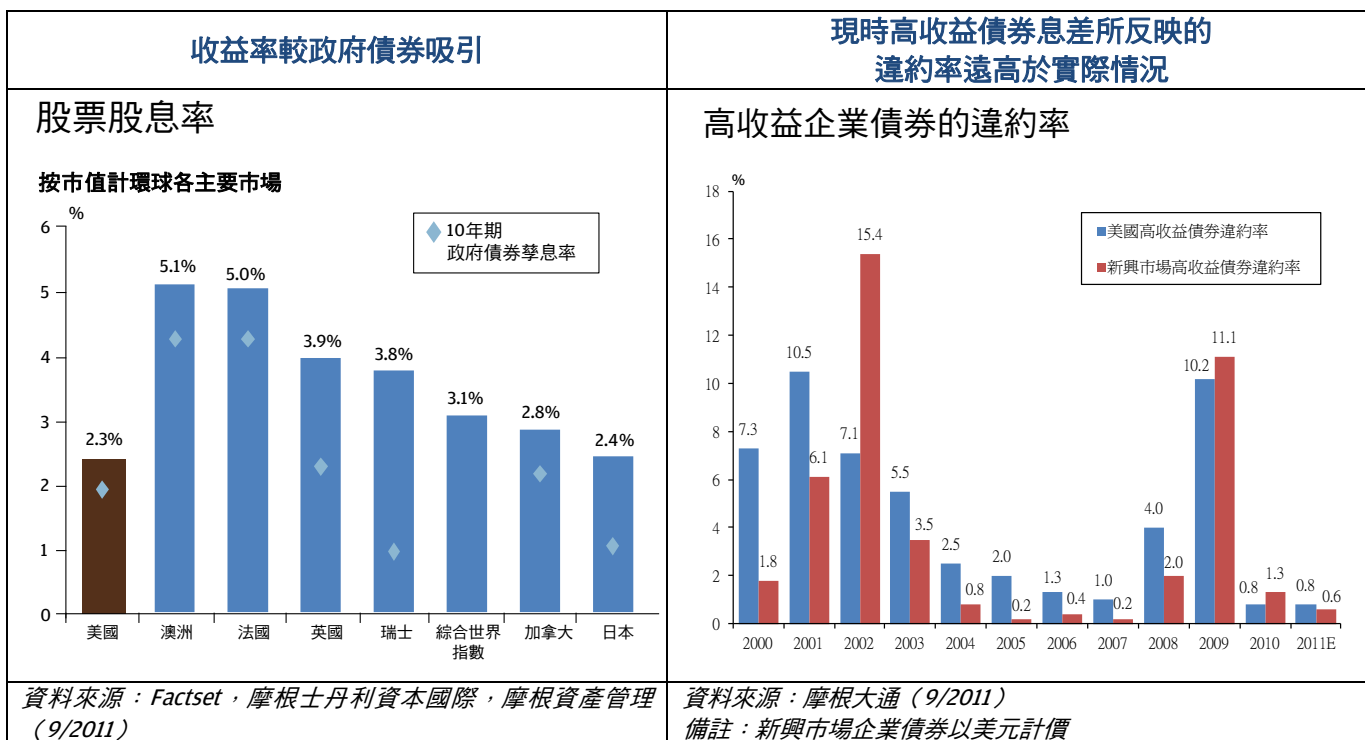


## 2012 年的關鍵投資主題

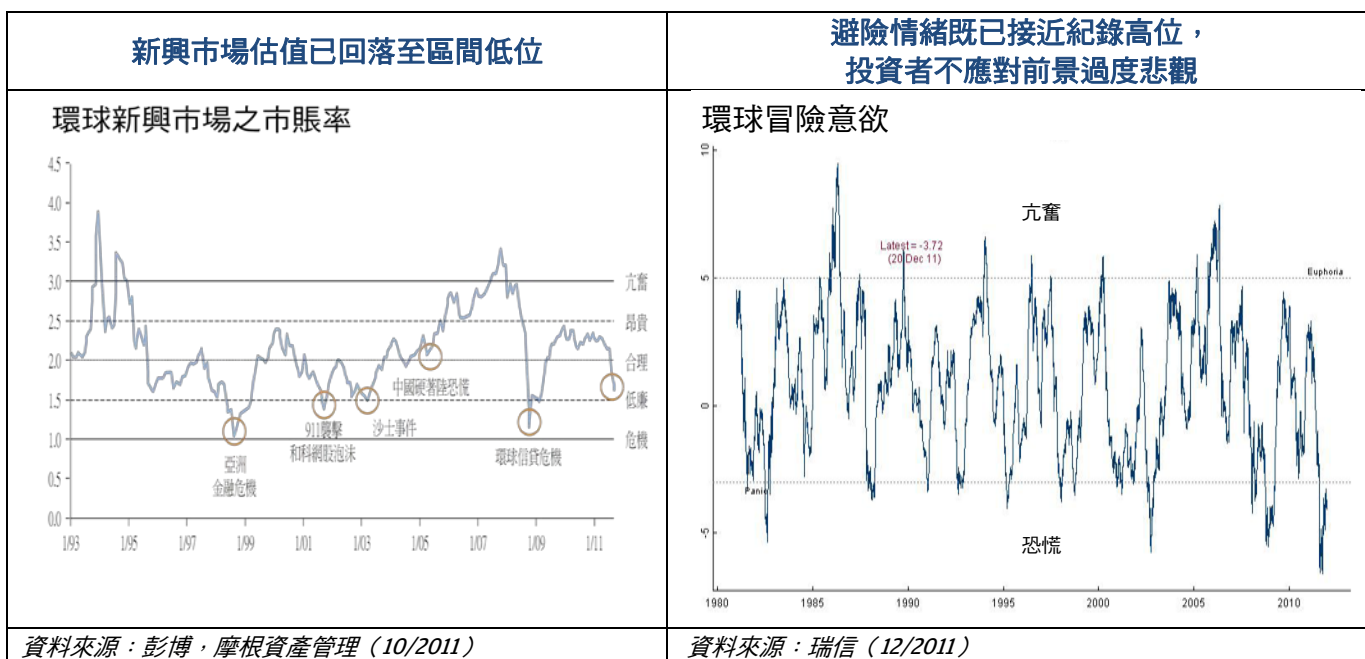
- ◆ **(1) 選舉年（政治風險）只會令市況更加波動** - 未來 12 個月，全球將舉行逾 12 項重大選舉，所涉地區的本地生產總值之和接近全球 50%。由於環球增長仍較脆弱，政局更替以及潛在的政策變化都可能會引起市場高度關注。政治議題不僅對當地市場至關重要，而且在某些情況下，亦會影響環球金融趨勢以及中長期的宏觀經濟潮流。



- ◆ **(2) 在低增長和低利率環境中尋找收益機會** - 2012 年投資者將面臨諸多隱憂，而現金儲蓄和政府債券的實質回報亦可能不足以應付養老保險的賠償責任或對抗新興市場的通貨膨脹，投資者因而將尋找其他收益機會。與此同時，盈利增長和低廉的估值在短期內可能依然無法準確指示股價走勢。因此，我們預計 2012 年投資者會傾向將資產配置於風險較低的股票產品，尤其是那些持續支付較高股息率的股票。
- ◆ 事實上，成熟世界的企業界可能仍不願意有機擴張，尤其是聘用更多人手。由於企業的資產結餘正處在前所未有的高位，整體上企業正以獲得現金而非增長為目標進行運營。考慮到企業類別的龐大盈餘，若干股市的股息率高於 10 年期政府債券孳息率就並不令人意外。
- ◆ 在債券方面，我們看好孳息率較高的固定收益產品，如高收益企業債券和新興市場債券。以高收益債券而言，票息率高企（現時逾 8%），相對美國國庫券的息差則因為避險情緒高漲而擴闊，而企業基本因素依然正面，違約風險亦相對較低。根據較為保守的假設，我們預計該資產類別有望獲得逾 10% 的回報，當然關鍵前提是環球經濟不會陷入衰退。
- ◆ 與高收益債券類似，新興市場債券亦享有票息率吸引、對美國國庫券的息差有望收窄，以及基本因素改善等優勢，令該資產類別的吸引力遠高於風險較低但估值昂貴的美國國庫券。



- ◆ **(3) 假如歐洲危機局勢趨穩，新興市場股票有望表現突出** - 2011 年新興市場股票表現遜色，由於上半年的政策收緊週期和下半年的避險潮，摩根士丹利新興市場指數跑輸摩根士丹利世界指數。儘管目前盈利動能走軟趨勢明顯令人擔憂，但新興市場的經濟增長和企業盈利趨勢仍然正面。與此同時，估值已對很多負面消息作出反映。歷史上，每當市賬率跌至 1.5 倍時，新興市場都具有相當的價值，但如果市賬率升至 2.5 至 3.0 倍，就可能會出現拋售。以此而言，目前 1.5 倍的市賬率屬吸引水平。一旦歐洲前景趨向明朗，就可能刺激新興市場股票再次如 2009 年般跑贏大市。



## 結論：新一年的挑戰

- ◆ 2012 年市場可能會維持高度波動，而同日價格的上落幅度甚至可能達到 4%至 5%。關鍵風險在於歐債危機可能會進一步顯著惡化，而這不僅會損害歐洲的經濟增長，也會對美國和中國構成影響。儘管市場已經消化相當數量的負面消息，現時的價格尚未跌至反映環球衰退的極端低位。
- ◆ 投資者所面臨的其他挑戰包括，美國經濟受財政負擔的影響，以及明年美國、法國、西班牙、俄羅斯和意大利等國的政局變化。此外，德國亦將於 2013 年舉行聯邦選舉。
- ◆ 儘管如此，後市發展將很大程度上取決於央行的進一步放寬政策，以及究竟歐美領導人能否雷厲風行。雖然各國政客邁向共識的進展可能仍會相當緩慢（惟市場對此已日益缺乏耐心），2012 年各主要央行將為環球流動性、經濟增長以及金融市場提供最主要的支持。
- ◆ 單靠主要央行的行動並不能改變 2012 年的環球增長展望。但央行的舉措可望改善經濟增長環境，減緩環球金融體系的壓力，從而有助降低金融市場的波動幅度。
- ◆ 因此，環球央行可能會繼續聯手注資、進一步放寬貨幣政策，以及維護市場秩序。若果真如此，這有助提高投資者的冒險意欲。所以短期而言，我們將尋找機會增加而非減少風險資產。
- ◆ 從中長期觀點來看，我們依然預計環球經濟將繼續緩慢復甦，而利率亦將在較長時間內維持低企。以未來 12 個月計，我們將對股票投資略為偏高的比重。我們亦將尋找機會選擇性地增加股票部署，原因是股票的風險溢價依然較高，應可大致彌補當前的市場變數和波動幅度。我們已降低投資組合的風險，但基於市場前景仍極度不明朗，我們將採取更加短線的投資策略。
- ◆ 考慮到市況波動，我們繼續看好收益類投資策略。股票股息率，以及高收益債券和新興市場債券的收益率現時相當吸引。美國企業利潤相對良好，則令我們對美國投資偏高部署。此外，新興市場依然是最為波動的風險資產類別，但通脹下跌令新興市場央行有更大空間可以放寬政策。我們相信，一旦歐債危機形勢趨穩，資金會重新回流到新興市場股票和債券。

### 歡迎查詢詳情：

電話：(852) 2978 7788

傳真：(852) 2868 1733

[www.jpmorganam.com.hk](http://www.jpmorganam.com.hk)