

## 未來10年預測：駕馭低回報的投資環境

### 多元資產10年預測摘要

- 市場對長線經濟增長的預期過低，「長線經濟增長陷於停滯」的觀點顯得不切實際的悲觀。我們的核心觀點是經濟增長將維持良好，但絕非最為理想。
- 按目前的價格計算，估值（而非經濟）為長期回報帶來更顯著的不利因素。在未來10年內若出現經濟衰退，大多數資產類別的估值能夠提供的保障有限。
- 我們今年作出兩項重要變動：（一）明確將環境、社會及管治(ESG)標準納入從經濟觀點得出市場觀點的計算；及（二）直接將特朗普減稅納入對股票的預測。
- 預測回報較高的部份資產是在信貸投資的領域，而房地產則緊隨其後。股票方面，英國股票市場最受冷落，具有最高的回報潛力。但美國股票的估值已經十分高昂，可能令長線投資者感到失望。
- 投資者需要更加靈活應變，在資產類別之間精挑細選。在過去30年，傳統性的靜態均衡型投資策略取得約8.5%的年度回報。在未來10年，同樣的投資策略可能只取得低於3%的年度回報。
- 霸菱15年來都作出策略預測：我們在2003至2007年作出的10年預測已經塵埃落定。總體而言，我們的10年預測對未來的投資決策極具參考價值。

### 回顧我們的長線預測

霸菱多元資產小組每年都會從市場的每日走勢中抽身，思考推動市場長遠走勢的各項問題。

許多分析師一般以一年為期限來進行預測，亦不會考慮人口統計狀況、生產力趨勢及國家管治質量等因素，但這些因素卻正如地球板塊一樣，很可能正是推動經濟及市場走勢的長遠因素。

我們展開大量研究工作，分析、評估及辯論我們的10年預測，從而更專注地作出更嚴謹的投資決策。尤其是當極端危機爆發或市場亢奮情緒升溫時，這些預測可以幫助我們看清現實。

### 我們的方法

我們結合考慮推動市場走勢的長線因素及目前的估值，從而預測未來10年的總回報，具體分為三個階段：

**第一步：**量化工體的長線趨勢，可能包括生產力和人口統計狀況趨勢，以及我們對金融抑制機制（如量化寬鬆）在未來10年可能發生甚麼變化的評估。我們會分析過往類似的時期，以判斷目前的狀況可能維持的時間，並作出自己的分析。

**第二步：**我們從經濟觀點得出市場觀點，以判斷某些因素之間的關係有多緊密。今年，我們為各個國家引入環境、社會及管治(ESG)評分，評估法治及貪腐程度等議題，以便從特定經濟觀點得出對每個國家風險溢價的看法。

**第三步：**我們將這些市場觀點與目前的市場估值互相結合，來分析每項資產類別在未來10年的潛在表現，為出現「正常」衰退留有餘地。

某程度上，考慮10年期內的經濟問題會變得更加簡單。在如此長的期間內，經濟週期可被視為能夠自行平衡。我們未必能夠準確預測經濟衰退會在何時出現，但可以合理地預計衰退總會在某個階段出現。在該情況下，企業利潤無可避免地會遭受打擊，違約率亦會有所上升，因此，為這些假設作出具有緩衝空間的投資方式實屬明智。

採用這種分析方法的好處在於，可以使用一套統一的假設，來比較每項資產類別在各個市場的總回報。我們會評估在宏觀經濟面臨同樣挑戰（包括經濟衰退）的情況下，每項資產類別會受到的影響。透過分析每項資產類別目前的估值，我們能洞悉在經濟週期正常化之際，哪個市場表現最佳。

## 我們的預測是否準確？

我們的預測方法隨著時間演變而作出調整，但關鍵原則始終維持不變。要確定10年預測是否成功，需要用上10年的時間。鑑於霸菱是從2003年開始每年發佈10年預測，我們在2003年、2004年、2005年、2006年及2007年共五年所作的預測終於可以得到驗證，以比較當年預測與接下來10年的實際回報。為免被質疑我們選擇性地展示結果，我們將比較平均預測與後續10年的平均實際回報（圖表一）。

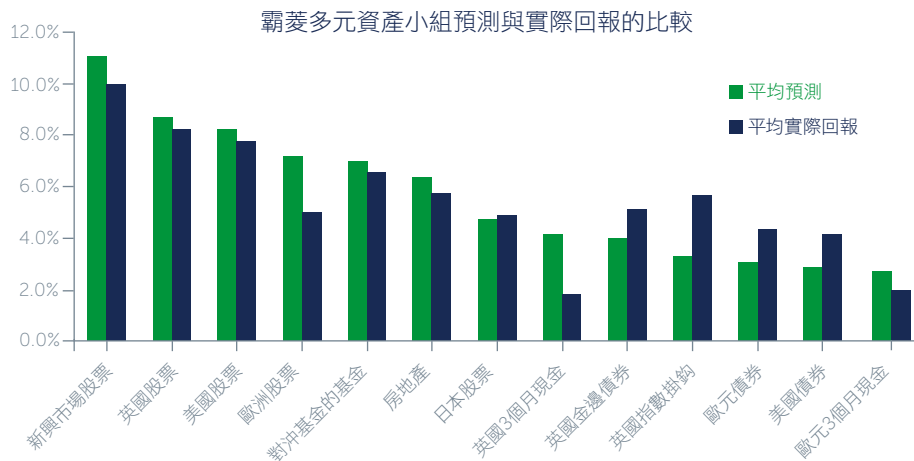
我們在2003年至2007年預測美國股票的10年回報為8.2%。事實證明，各年起計的平均10年回報為7.7%。我們預測新興市場股票跑贏美國股票，而歐洲及日本股票跑輸美國股票，房地產則跑贏債券。這些預測均大致正確。

我們的預測當然亦不是百發百中。我們在2008年金融危機之前的框架未料到現金利率會跌至零的水平，令現金及相關資產（如債券）的預測與實際回報之間出現偏差。由於英國在2008年金融危機後通脹急升，我們對英國通脹掛鈎金邊債券的誤判最大。

股票方面，我們對歐洲股票的預測與實際回報之間的差異較大，主要原因在於我們的預測方法假設在10年期間會出現一次經濟衰退，而這段期間歐洲出現了兩次經濟衰退（在部份歐元區國家甚至有三次）。

然而，分析結果令人鼓舞。我們的預測不去考究10年期間各資產類別的表現是平穩或是高低起伏，只專注於最終回報，而比較顯示我們的預測確有參考價值。採取長遠投資觀點確實是重要。

圖表一：過去15年的10年預測：過往預測是否準確？



資料來源：霸菱，基於2003年、2004年、2005年、2006年及2007年10年預測的平均值。截至2018年3月31日。

### 將環境、社會及管治因素納入對股票及債券的長期觀點

我們的預測方法一直基於我們對每個國家可持續增長的領域而評估，但我們今年首次正式納入ESG元素，以便從經濟觀點得出股票及債券市場所受到的影響。我們仔細校準ESG因素，以調整新興市場不同國家的回報分佈，避免影響整體新興市場的回報。

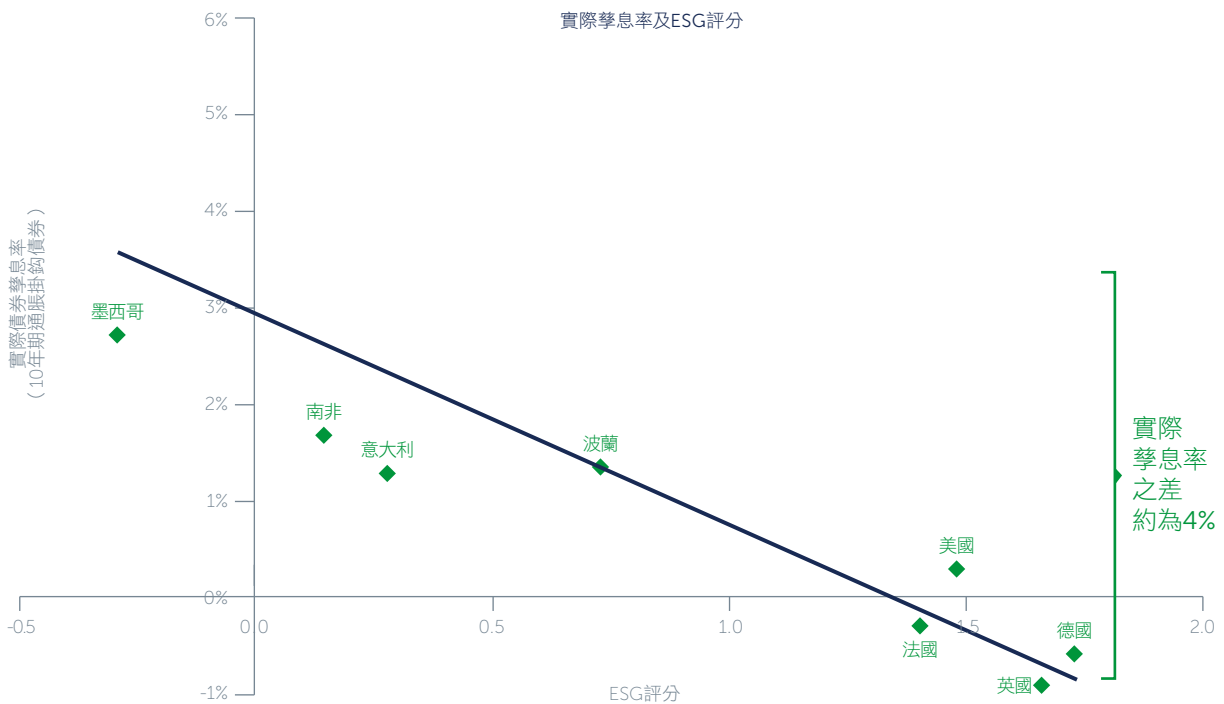
我們的框架向來將一個國家的債券孳息率及企業收入增長與其名義國內生產總值(GDP)增長掛鉤。相較過往只依賴名義GDP的預測，引入ESG因素後，我們會從較低的ESG評分得出較高的債券孳息率及更多的股權攤薄。我們專注於管治質量，因為該質量在ESG因素中最適合作出「由上而下」的指數水平預測（而非對個別股票評分）。我們使用的數據來自

世界銀行，該行每年根據環球超過30家機構提供的近40個數據來源，得出逾200個國家的管治評分。

基本上，我們的ESG框架看淡ESG評分較低的國家。在我們的框架中，當一家國家的ESG評分較低時，該國家的債券孳息率將會被提高，長遠而言股權攤薄的風險亦會增加。當一個國家過往對財產權保護不力，貪腐問題較嚴重，及法治程度較低時，將令投資者作出一系列更為保守的假設，這是正確而又公平的做法。亦正如圖表二所示，這是實際環境中常見的現象。因此，以可量化及基於證據的方式將ESG因素納入計算內實屬合理。



圖表二：ESG 至關重要！市場通常要求ESG 評分較低的國家提供更高的實際孳息率



各點均代表過去5年的平均實際孳息率及ESG評分。由於缺乏數據，波蘭的實際孳息率為估計數字，乃根據過往名義債券孳息率及通脹得出。資料來源：霸菱，截至2018年3月31日。

## 我們對未來10年走勢的分析

經濟增長有望處於合理水平……

我們對美國及英國的預測顯示，兩國未來10年的經濟增長分別為2.3%及1.8%，相較其他評論人士的觀點更為樂觀。

眾所周知長遠變化正在拖慢經濟增長的步伐。人口狀況繼續拖累已發展市場的經濟增長，而多個已發展經濟體系的生產力增長亦正在放緩。政府加強對信貸增長的監管，可能令投資活動受限，環球貿易亦較過往水平大幅放緩。因此，即使我們較其他評論人士更為樂觀，我們對實際國內生產總值增長率的預測仍較2003至2007年的3-4%低。

國際貨幣基金組織(IMF)等經濟學家認為，美國及英國目前生產力偏低的趨勢將會永久存在。但我們預計，隨著經濟週期發展，生產力增長很有可能向上修訂(圖表三)<sup>1</sup>。其中一個原因在於，生產力下降並未在所有國家出現，日本、德國及澳洲的生產力近期均有

所上升。究竟是美國及英國相較其他國家有遜色之處，或是有統計或測量生產力中出現差異所致。隨著統計機構互相競爭並更好地將服務、線上及與技術相關的生產力數據整合及納入計算，生產力數據很有可能向上修訂。

……但「長線經濟增長陷於停滯」的觀點過於悲觀

近年來，主流經濟學家在評估生產力時，經常被一些我們認為過分悲觀及循週期性主義的言論影響。我們在過去數年看淡經濟的觀點幾乎不變，但由於現時經濟學家對經濟的觀點紛紛作出重大改變，相比之下，同樣的觀點反而令我們顯得持樂觀態度。換而言之，市場對經濟增長的預期處於過低水平，經濟增長很有可能被向上修訂。

長遠經濟增長停滯並非已成定局。相關長線因素雖然重要，但亦不應過於悲觀。溫和的經濟增長亦是增長。

圖表三：我們的核心經濟觀點：生產力增長猶存



資料來源：國際貨幣基金組織《2018年世界經濟展望》。數據截至2018年3月31日。

## 特朗普減稅令我們上調對股票的預測

美國於2017年12月宣佈下調企業稅，將企業最高稅率從35%降至21%。由於減稅比加稅容易，我們對美國股票的分析是基於企業稅率在2028年仍然維持在下調後的水平。

較少評論的事實是環球各地的企業稅率逐漸降低。英國企業稅率正從2008年的30%降至2020年的17%，法國企業稅率亦從33.3%降至2022年的25%，而日本企業稅率則從41%降至31%。此外，澳洲、意大利及加拿大近年來均大幅下調企業稅率。

此前，我們關注環球各國打擊企業稅漏洞的措施，認為這將證明有效稅率將會上升。我們認為西方國家的債務問題，應由量化寬鬆及其他政策的主要受惠企業，以加大徵稅力度解決。

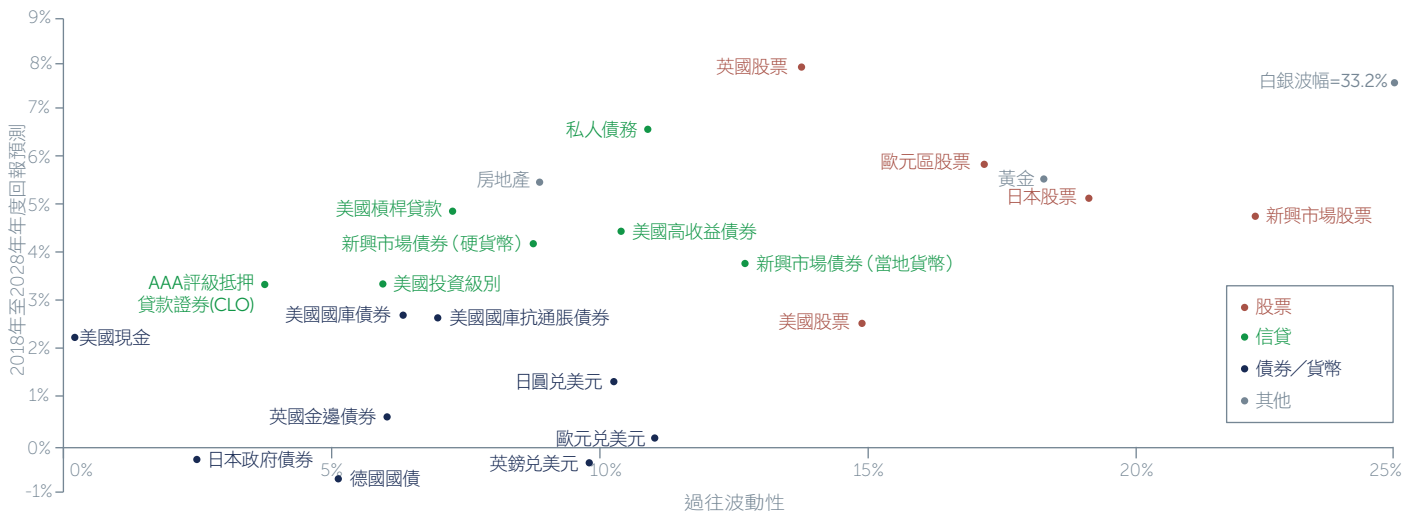
然而，我們意識到企業仍然具有強大的遊說能力。環球各國陸續下調企業稅率，以免落後於其他國家。如今，各國政府財政部爭取吸引企業在國內開展業務，據此，我們在預測中亦納入這些更低的新稅率。加上其他輕微的變動，新的稅收假設令所有股票回報預測每年上調1-2%(視乎市場而定)。

1. 影響生產力爭論的其他因素包括：(1) 生產力數據很有可能在經濟擴張加速期間作出修訂；(2) 自2008年以來國民總收入增長較國內生產總值增長快，可見有需要向生產力數據作出修訂的證據。國民總收入與國內生產總值是兩項類似的經濟指標，但測量方法卻有不同。兩者的差異顯示，生產力數據或許並非衡量產量的有效指標，而且較正常情況下更差。(3) 伊拉克及阿富汗衝突的成本確認增加，佔美國國內生產總值約11%。由於這項開支發生在海外，似乎對美國過往的生產力數據構成拖累。隨著海外衝突的開支下降，美國國內生產總值有望改善。

## 從經濟到市場：我們對市場的展望

我們的預測如圖表四及圖表五所示。

圖表四：多元資產的長線預測（自2018年3月31日起的10年）



除了新興市場資產及外匯以美元計值外，回報以當地貨幣計值。新興市場指數使用標準指數比重。除了房地產及私人債務為計入流動性較低而作出調整外，風險按10年實現波幅計算。  
資料來源：霸菱，截至2018年3月31日。

### 1. 美國政府債券孳息率與合理水平接近

我們目前對經濟的觀點較市場普遍認為的樂觀。在過去一兩年，我們可以合理預計債券孳息率將會上升。但繼近期債券孳息率急跌後，我們預測美國10年期債券在10年後的孳息率為3.2%，符合與本文撰寫時的市場前瞻性預期（2018年5月中）。

我們為何深信10年後的債券均衡孳息率將會與目前的水平相近？我們一直認為現時的債務水平意味著未來多年將可能會維持於低息水平。從歷史可見，救助債權人（尤其是政府）的政策往往會持續一段很長時間，例如二戰過後的低息及金融抑制令政府得以償還巨額戰爭債務，其影響持續至70年代初，導致長達25年的偏低實際利率。所以即使量化寬鬆政策結束，但低息環境還可能持續一段較長時間。

我們將對債券孳息率的觀點與孳息率曲線通常的走勢互相結合，得出美國在未來10年的均衡政策利率為2.0%。但當通脹成為聯儲局的主要憂慮時（可能在2019年？），利率在短期內可能升至這個水平以上。同樣地，當經濟增長引發憂慮時（當下一輪經濟衰退爆發），聯儲局便需要對政策利率進行下調。

### 2. 信貸市場有望取得良好表現

即使次投資級別的信貸市場可能出現違約及息差擴闊的情況，該市場亦有望取得良好表現。政府債券孳息率預計會維持在目前的水平，消除了對高收益債券的一項潛在負面因素。然而，隨著現金利率從目前的水平上升，次投資級別的高級抵押貸款市場尤其值得留意<sup>2</sup>，一旦出現違約，這個市場將會受惠於其浮動利率性質以及優先的還款次序。

圖表五：多個信貸相關領域通常在根據風險回報的預測前半數中發現

資產類別	風險回報率
AAA 評級貸款抵押證券(CLO)	0.9
槓桿貸款	0.7
美國投資級別債券	0.6
新興市場債券(硬貨幣)	0.5
英國股票	0.5
美國國庫債券	0.5
美國高收益債券	0.4
美國國庫抗通脹債券	0.4
新興市場債券(當地貨幣)	0.3
黃金	0.3
歐元區股票	0.3
日本股票	0.2
私人債務	0.2
白銀	0.2
新興市場股票	0.2
美國股票	0.1
英國金邊債券	0.1
歐元兌美元	0.0
英鎊兌美元	0.0
日本政府債券	-0.1
德國國債	-0.1

資料來源：霸菱，截至2018年3月31日。

### 3. 股票方面，非美國股票是這個回報吸引力較低的投資範疇中的最佳選擇

環球股票每年略高於4%的回報較為實際，但潛在的經濟趨勢亦不容忽視。美國股市目前的估值高昂，投資者可能難以取得如過往般豐厚的回報。然而，環球（美國除外）股票可能表現略好，回報也可能低於許多投資者所要求的高單位數年度回報。

我們在圖表六列出對股票回報作出預測的因素。首先，隨著名義國內生產總值擴張，銷售將會繼續取得正增長，甚至可能在未來10年出現股權攤薄及股票發行。然後，我們評估企業利潤率及市場對這些利潤的估值。由於新興市場指數包含多種貨幣，我們的回報統一以美元計算，因此亦列出匯率變動相關的回報因素。所有其他回報均以當地貨幣計算。最後，我們加入股息，以得出總回報的估計。

鑑於股票市場自2008年金融危機以來已經錄得強勁表現，並不意外的是主要負面影響將來自估值倍數變動，而所有回報均來自盈利增長及股息。

圖表六：我們對股票預測的因素

地區	銷售增長	利潤變動	估值倍數變動	股息	匯率變動	總回報
美國	4.0%	-0.2%	-3.2%	2.1%		2.7%
英國	4.1%	-1.6%	1.7%	3.8%		8.0%
歐洲	2.9%	1.4%	-1.3%	2.9%		5.9%
日本	1.3%	1.1%	0.6%	2.2%		5.2%
新興市場	6.1%	-1.3%	-1.2%	2.6%	-1.5%	4.8%

除了新興市場股票以美元計算外，所有預測均以當地貨幣計算。我們預測期內匯率變動會對新興市場股票的的影響中扣除1.5%的年度回報。  
資料來源：霸菱，截至2018年3月31日。

於圖表七最為突出的是美國股票市場，投資者可能會感到失望。

由於勞工成本溫和上漲、「異常開支」增加（通常在經濟衰退時期較為常見）及利息成本上升構成一定拖累，美國企業利潤率可能會輕微下跌。美國下調企業稅率在一定程度上抵銷了上述因素，但並未能完全抵銷。

我們更為憂慮的是，目前的估值（按企業公佈盈利計算的市盈率，見圖表七）高達25倍，令美國投資者難以獲利。雖然目前美國股市的估值部份溢價是由於當前行業組合所致，而其中部份估值較為昂貴的行業（例如資訊科技業）所佔的權重亦較高，但10年後還會有多少溢價存在仍然存疑。其他市場並未在同樣程度上受到這項不利因素影響，按10年期計，遠較美國更有可能跑贏大市。

新興市場的名義國內生產總值增長較快有利亦有弊。一方面，這些地區的名義國內生產總值增長較快，促使銷售增長變快；但另一方面，通脹將抵銷了名義國內生產總值增長較快帶來的部份裨益，並可能在期內略為侵蝕（雖然幅度溫和）其貨幣價值。

圖表七：美國股票估值高昂，未來走勢只會令人失望



#### 4. 貴金屬仍然是投資組合進行多元化投資的良好選擇。

在股票難以錄得強勁回報的環境下，按風險／回報率計算，其他資產類別或會表現較佳。如圖表四所示，雖然黃金及白銀表現十分波動，卻可以是一項有效為投資組合增加回報的資產，以及帶來分散投資組合風險的裨益。房地產及一些低流動性的資產亦有望取得較佳的風險／回報率，即使出現房屋空置或違約等信貸事件亦能有良好表現。

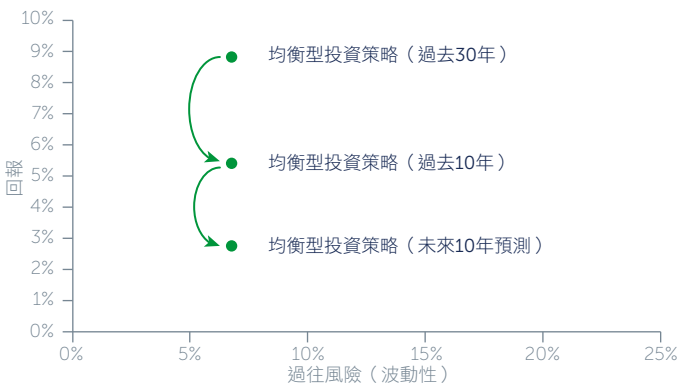
已發展市場政府債券（例如德國國債及日本政府債券）曾是投資組合多元化的良好工具，但目前卻處於我們的風險／回報率排名榜的最低位。當然，投資者仍需注意這些資產類別之間的相關性。

#### 對投資者的啟示：不要局限於傳統的均衡型投資組合

在過去30年間，投資對投資者而言相對容易。投資者只需持有由股票及債券組成的傳統投資組合，每年便可取得約8.5%的年度回報。即使在過去10年間，此策略亦能夠取得5%的良好回報。

但時至今日，情況已有改變。股票及債券在未來10年的開端有較高的估值。我們的策略預測分析顯示，傳統策略可能只能取得3%的微薄回報（見圖表八）。

圖表八：均衡型投資策略面對的不利因素



資料來源：霸菱，截至2018年3月31日，基於「60/40」美國股債投資策略。

#### 貿易戰、英國脫歐的影響及保護主義興起

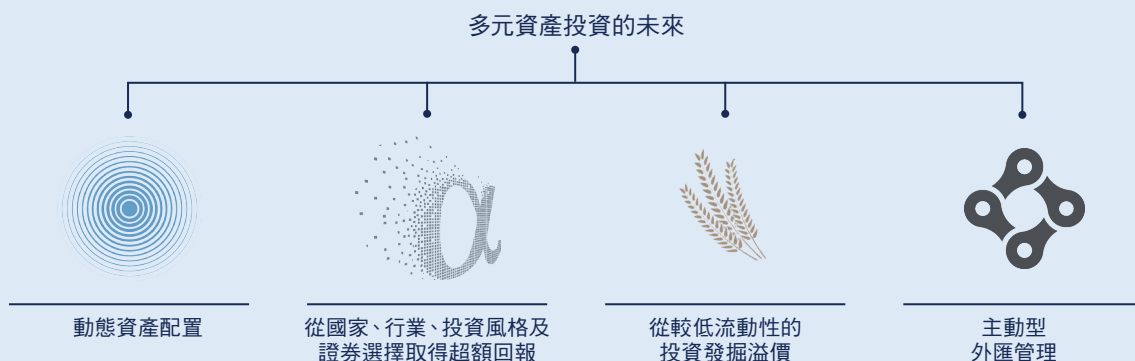
投資者近期關注英國脫歐及目前的中美貿易糾紛有否改變了我們的預測。我們想強調雖然這些世界大事不容忽視，但策略預測的目的正是為了避免過度關注新聞焦點，而忽略了其他方面。

目前各國對自由貿易政策的無條件支持力度顯著減弱。《北美自由貿易協定》(NAFTA)的政治支持消滅、中美貿易摩擦升溫、眾所期待的歐盟與加拿大貿易協議未獲批准，以及《跨大西洋貿易和投資夥伴關係協定》(TTIP)被取消等事件，均反映出全球化開始變得不太受歡迎。

保護主義興起對市場產生影響。我們的股票估值包含開放邊境及自由貿易相關的溢價，這個溢價亦是股市自冷戰結束以來表現良好的原因之一，其強勁升幅超出了其他可以解釋的因素。在過去三年的年度預測中，我們均下調了這個溢價，以反映環球貿易放緩及監管當局各自為政對資本市場產生的不利影響。

放眼全球，英國脫歐的影響可能極微。目前，環球經濟由美國、中國甚至歐陸的經濟主導，而英國經濟規模較小，影響甚微。就英國本身而言，脫歐可能會拖慢其經濟增長趨勢。與歐洲國家進行貿易時，英國或將面臨更多障礙，導致人均國內生產總值增長作出溫和的調整。此外，限制移民入境後，英國的人口增長放緩問題將會變得更加顯著。雖然英國同時與環球其他地區的貿易條件將會放寬，但不大可能抵銷上述損失，因為英國與歐盟以外任何一個國家的貿易額均遠低於與歐盟的貿易額。因此，我們預計英國經濟增長率趨勢將有所放緩，但放緩幅度將會有限。

## 在傳統的靜態均衡型投資策略基礎上作出改善



我們認為，投資者可以從四方應對問題：

- 1** 採取動態資產配置。投資者在構建投資組合時，需要放眼股票／債券以外的領域。信貸及商品領域是現時部份回報最佳的資產。最具吸引力的資產類別當然亦會隨著時間而轉變，所以投資者需要準備好積極應對以把握這些變化帶來的機會。我們10年期的預測框架是一個重要基石，幫助我們避免過份關注短期焦點。
- 2** 股票方面，投資者需要從國家、行業、投資風格及證券選擇中取得更大的超額回報。
- 3** 從較低流動性的投資發掘溢價。毫無疑問，部份風險／回報率較佳的資產流動性或較低。投資者需要評估自己的投資組合中能否承受一定程度的流動性不足的風險。
- 4** 主動型外匯管理。過去數年，市場震盪在很大程度上源於外匯市場的震盪。某些貨幣的匯價一直都極為波動，情況非常規律。這為主動型投資經理帶來強大的機會，把握波動帶來的投資機遇。展望未來，外匯市場很可能仍將持續波動。

## 結論

我們的10年預測建基於以下核心觀點：

- 經濟可能溫和增長，「長線經濟增長陷於停滯」的觀點過於悲觀。
- 債務負擔意味著利率仍將維持在低位，而孳息率只會緩慢上升。
- 大多數領域的估值不再低廉，所有資產類別都面對低迷的回報。

在10年期的框架內，我們的回報預測已納入在某個階段可能出現經濟衰退的可能性。在此環境下，我們相信投資者應避免在目前的估值下買入美國股票，但預計環球（美國除外）股票表現相對良好。就風險／回報的角度而言，信貸的表現可能最佳。

從投資組合的角度來看，隨著債券市場始於偏低的孳息率，多元化投資更難以實現。儘管如此，我們認為債券孳息率不會急劇上升，因此，並不需要一定程度的拋售，我們會開始希望持有部份固定收益的證券。與此同時，我們看好黃金、房地產及貨幣作為多元化投資工具。

動態資產配置正是關鍵所在。最具吸引力的資產類別亦會隨著時間而轉變。投資者需要準備好積極應對，以把握這些市場變化帶來的機會。

**CHRISTOPHER MAHON**  
資產配置研究董事  
霸菱多元資產小組

**MICHAEL JERVIS**  
投資經理  
霸菱多元資產小組



## 附錄：常見問題

### 霸菱為何要進行10年預測？

- 我們一般的預測期為12至18個月，但人口統計狀況等長線因素則超出此範圍外。
- 正如地球板塊的緩慢移動一樣，人口狀況、生產力及管治質量等長線因素很可能正是長遠推動市場走勢的關鍵。
- 霸菱多元資產小組每年都會深入分析這些可能影響市場的趨勢。
- 10年期的預測框架是一個重要基石，幫助我們避免過份關注短期焦點。

### 是否有證據證明霸菱的預測實屬準確？

- 要確定10年預測是否成功，需要用上10年時間來觀察。
- 鑑於霸菱是從2003年開始發佈10年預測，我們至今有五組預測可以得到驗證。
- 這五組預測證明我們有高水平的洞悉長線趨勢能力，例如：
  - 我們對股票市場的回報排名預測正確（新興市場股票表現最佳、日本股票表現最差及英國／美國股票跑贏歐洲股票）。
  - 我們對房地產跑贏債券的預測亦正確。
- 但我們在金融危機前的框架未有預料現金利率會跌至零的水平，令現金的預測與實際回報之間出現偏差，因而低估了債券回報。尤其是2008年金融危機後通脹急升，我們對英國通脹掛鈎金邊債券的誤判最大。
- 我們對歐洲股票的預測與實際回報之間差異較大，主要由於我們的預測方法假設在10年期間只會出現一次經濟衰退，而這段期間歐洲卻出現了兩次經濟衰退（在部份歐元區國家甚至有三次）。

### 霸菱會考慮哪些因素？

- 我們考慮的長遠趨勢包括：
  - 生產力趨勢
  - 人口統計狀況
  - 信貸供應
  - 金融抑制
  - 全球化及政治因素
- 我們將這些因素與ESG因素互相結合，得出基於市場的假設，然後將這些正常化假設與目前的市場估值互相結合。
- 採用這種分析方法的好處在於，可以使用一套統一的假設，來比較每項資產類別在各個市場的總回報。

### 為何選擇10年為預測年期？

- 因為10年期比一般的經濟週期更長。因此，所得出的結論不僅僅是週期性的，而是長遠的結論。
- 10年期的分析亦不會太長，而且對投資者有實際參考價值。

### 可否介紹更多有關ESG的流程及如何與10年預測整合？

- ESG評分用於由經濟觀點轉化為市場觀點。
- ESG評分適用於股票及債券的預測。
- 我們採用世界銀行的管治數據，專注於法治及貪腐程度。

### 是否有證據證明納入ESG因素對投資者有用？

- 有。鑑於我們是作出對未來10年的預測，將增長的可持續程度納入這些長期預測中是合理的。
- 在債券市場，ESG評分較差的國家，通常會有較高的實際孳息率。
- 在股票市場，ESG評分較差的國家，長遠而言通常會有較多的股權攤薄。

### 這次預測有哪些主要結論？

#### 經濟

- 經濟增長將會高於市場預期。
- 相較過去30年，生產力、人口統計狀況及信貸監管均將成為不利因素。
- 儘管我們長久以來對經濟持審慎態度，但市場共識的趨勢增長預期有一段時間已變得過分悲觀，尤其是對於美國。
- 鑑於現時的債務負擔，低息環境可能持續一段較長的時間。

#### 固定收益

- 預計10年後的孳息率將與現時10年期債券孳息率的3.2%相近，與目前的市場預期大致持平。
- 通過將孳息率曲線正常化的走勢應用於我們的債券孳息率，得出美國在2028年的均衡政策利率僅為2.0%。
- 英國在2028年的預期均衡英鎊政策利率僅為1.8%，10年期債券孳息率僅為3.0%。
- 在難以取得豐厚回報的環境下，信貸市場有望取得良好表現。
  - 由於銀行業的競爭減少，預計息差相較上個週期可維持在較高水平，信貸投資者將會取得良好回報。
  - 我們預計倫敦銀行同業拆息(LIBOR)將會上升，因此考慮到貸款的浮息性質，該資產類別將會是一大亮點。
  - 新興市場債券亦值得考慮。

## 股票

- 整體而言，股票應取得溫和表現。
  - 在渴求收益率的環境下，股息收益率良好並持續增長的股票具有吸引力。
  - 當考慮到通貨膨脹及利率制度已作出適當調整時，目前大多數領域的估值僅略高於合理水平。
- 美國股票是例外，由於我們認為其估值過於昂貴，意味著美國市場可能會跑輸國際市場。
  - 此外，美國企業利潤已經處於週期性高位，隨著利息成本上升，美國股票可能會出現溫和盈利下滑。
- 其他地區並未受到這些不利因素影響。
  - 在美國以外地區，利潤並不是處於週期性高位。
  - 在美國以外地區，估值較為吸引。
- 在美國以外地區，英國市場具有最高的回報潛力。英國股市備受投資者冷落，但由於企業盈利能力處於週期性低位，而且股息收益率達超過4%，在長線框架下而言估值看來低廉。

## 貨幣

- 預計出現大幅波動的情況較少。
- 日圓及歐元可能會溫和升值。倘若日圓溫和升值，在10年期內，支持日圓的結構性因素影響將會大於目前超寬鬆的貨幣政策，令日圓匯價更接近合理水平。
- 英鎊匯價接近合理水平。

## 對於投資組合

- 不局限於過往投資組合的策略是至關重要。傳統均衡型投資策略不大可能為投資者帶來最佳回報。
- 考慮到風險／回報率，由某類型的信貸至商品的非傳統領域將帶來部份最佳的機遇。
- 動態資產配置是關鍵所在。最具吸引力的資產類別亦會隨著時間而轉變，投資者需要準備好積極應對，以把握這些變化帶來的機會。

霸菱是一家環球金融服務公司，資產管理規模逾3,060億美元\*，致力滿足客戶持續演變的投資及資金需求。我們利用在傳統及另類投資資產類別的獨特專業知識，與客戶建立長期的合作關係，提供創新的投資方案及優質的服務。作為美國萬通旗下的成員公司，霸菱開展強大的環球業務，擁有超過1,800位專業人士，辦事處遍佈16個國家。

## 重要資料

本文件僅供資訊用途，概不構成買賣任何金融工具或服務的要約或邀請。在編製本文件所載資料時，並未考慮可能接收本文件人士的投資目標、財務狀況或具體需要。本文件並非、亦不得被視為投資建議、投資推薦或投資研究。

有意投資者在作出投資決策時，必須依賴自行對投資對象的優點及所涉及風險的判斷，在作出投資決定前，有意投資者應尋求適當的獨立投資、法律、稅務、會計或其他專業意見。

除非另有說明，否則本文件所載觀點是霸菱的觀點。這些觀點是基於編製文件當時的事實，本著真誠的態度而提出，有可能發生變動，恕不另行通知。本文件的部份內容可能是以相信為可靠來源的資料為基礎。霸菱已盡一切努力確保本文件所載資料實屬準確，但概不就資料的準確性、完整性或充分性作出任何明示或暗示的聲明或保證。

本文件所載的任何預測是基於霸菱在編製當日對市場的意見，視乎許多因素而定，可能發生變動，恕不另行通知。任何預計、預估或預測未必代表未來將會或可能出現的表現。本文件所載的任何投資績效、投資組合構成或例子僅供說明用途，並非任何未來投資績效、未來投資組合構成及／或投資的指引。任何投資的構成、規模及所涉及風險可能與本文件所載的例子存在重大差異。概不聲明投資將會獲利或不會產生虧損。在適當情況下，貨幣匯率的變動可能對投資價值產生影響。

投資涉及風險。過往表現不可作為未來表現的指標。投資者不應僅根據此資料而作出投資決定。

本文件由霸菱資產管理（亞洲）有限公司發行，並未經香港證監會審閱。

了解更多詳情，請瀏覽 [BARINGS.COM](https://www.barings.com)

\*截至2018年6月30日