

仅供派发于合格境内专业投资者及机构投资者使用—不得对外公开（请参阅重要披露）

A decorative graphic on the left side of the slide, consisting of a large yellow-green square at the bottom left, a smaller orange square above it, and another orange square to the right of the yellow-green square.

2017年 环球投资展望

BLACKROCK®
贝莱德

贝莱德智库

贝莱德智库 环球投资展望

引言

我们预计，2017年全球踏入再通胀周期，势对亚洲各地新兴市场构成不同影响。基于美元走强、发达市场增长前景好转及贸易摩擦风险浮现，区内国家的货币政策可能逐渐出现分歧。整体来说，我们看好亚洲新兴市场，因当地经济基本面稳健，且结构性改革措施渐见成效。

经济

在美国带领下，全球国家的施政重心从货币政策转向扩张性财政政策，而中国也随之仿效。去年，在经济增长层面上，中国成为亚洲新兴市场的中流砥柱，而我们预计，在2017年底在中国共产党全国代表大会（全国代表大会），国家主席习近平巩固权力前，中国政府仍会依靠信贷增长刺激经济。参照中国国家财政状况，我们认为政府仍有空间推行扩张性财政政策，从而扩大财政开支，而台湾（供应链）以至印度尼西亚（商品出口）均有望从中受惠。韩国陷入政治动荡，虽然面临增长下行风险，但目前仍然稳健。

政策

据我们分析，美国带领全球步入再通胀周期，意味着收益率趋升及美元温和升值。美元延续强势且中国频推刺激增长措施，导致通胀升温，在此形势下亚洲区内央行如何应对，值得留意。区内生产物价呈上升迹象，紧随全球宏观趋势。这一现象有利企业改善盈利，尤其是中国企业。我们预计区内消费物价最快会于第一季重拾升势，继而引致各地央行政策分歧，届时中国及菲律宾等国可能加息。其它国家方面，印度及韩国分别因作废钞票及财政收缩而推行宽松货币政策。部分国家（特别是印度尼西亚）恐会进退维谷，因而倾向按兵不动，以求保持货币汇率稳定，同时容许通胀上升。



贝琳达 (Belinda Boa)

亚太区主动投资团队主管



Gregor Carle

亚太区固定收益产品策略团队主管



Jonathan Reoch

亚太区股票产品策略团队主管

续下页。

货币

我们预料美元于2017年会温和升值，使部分亚洲货币受压。过往周期的经验显示亚洲货币表现稳定，因区内增长合理，各央行能跟随美国的加息周期。致胜关键仍是如何精选投资。我们认为估值偏低的高收益货币，是最理想的存续期及货币相关投资，而本地收益率长期下行的趋势有望终结，与我们对环球收益率走出谷底的观点相契合。由于市场预期美国逐步实现货币政策正常化，以及欧洲央行有更大空间购买短期票据，所以发达市场的收益率曲线趋于陡峭。

信贷

环球固定收益市场方面，我们看好信贷多于政府债券，并偏好优质企业的债券，因不少市场的估值上升。我们认为亚洲表现亮眼。在亚洲，大部分信贷资产属投资级别，信贷状况稳定或正在改善，而高收益信贷的违约率仍偏低。相对于其它新兴市场，亚洲市场尤其强势，因区内信贷的存续期较短，当地市场能免受美国收益率上升影响（相对于新兴市场利率）。再融资规模也似乎可控。

但信贷的确面对某些风险：新兴亚洲的信贷息差收窄（如其它地区一样），投资情绪波动或环球金融环境紧缩可能使息差扩大。我们认为中国着重限制资金外流是不利因素，将打击中国投资者对硬通货信贷的需求。然而，我们预计发达市场的经济增长会加快，而且中国的经济会继续增长，有望带动整个亚洲地区。结论：我们认为亚洲信贷于2017年回报可能达到中单位数。

股票

在再通胀环境下，我们整体上偏好股票多于政府债券。亚洲企业经过五年停滞，盈利复苏将使区内股票格外具吸引力。主要驱动力为环球及地区周期性复苏，以及资本开支下降，使毛利率得以改善。亚洲股市估值低于长期历史平均水平，使亚洲股市处于转折点。

我们看好印度尼西亚市场，因其处于周期性升势之中。印度废除钞票对短期增长带来冲击，但仍不乏吸引力，包括众多能得益于长期增长的行业，以及能受惠于改革的电力及能源等行业。我们亦看好中国的周期性行业，预料能源及原材料股能受惠于再通胀及改革措施。由于估值偏高及政治局势紧张，我们并无持有马来西亚股票。我们低配台湾股票，但维持对信息科技板块内利基行业中领先企业的投资部署。

风险

我们认为中国政府正着手管控信贷急剧增长、资金外流及楼市过热，缓步推进结构性改革并针对出现的问题采取补救措施。若有关问题长时间持续，则更难以解决。我们认为中共全国代表大会的结果至关重要，因市场希望中国直接着手解决问题。这是区内的主要中期风险，但如中国结构性改革取得成功，则会成为一个契机。

另一风险在于环球民粹主义及反全球化浪潮。我们基本上认为美国总统大选时候选人的言论不会真正引发贸易战。但我们相信贸易纠纷是一个隐忧，并可能引起投资市场恐慌，尤其是韩国、马来西亚及台湾等开放型经济体的汇市及股市。

我们密切注意美国新一届政府与中国是否会出现任何冲突，以及美国与韩国、台湾及菲律宾等传统盟友之间的关系。我们认为突如其来的冲击会影响增长。例如，废除大额钞票会给印度带来阵痛，但长远有利发展。



董立文 (Richard Turnill)

贝莱德智库
贝莱德环球首席投资策略师

我们预期美国带动的再通胀步伐会加快，即名义增长、工资及通胀上升，财政扩张逐步取代货币政策成为环球经济增长及市场驱动力。我们在半年度市场专题展望中讨论科技变迁的影响、中国信贷泡沫风险及投资者的风险偏好程度变动状况，以下是主要观点：

- **再通胀的影响：**再通胀趋势日益显著，我们认为环球债券收益率已见底。因此，我们看好股票多于固定收益，并看好信贷多于政府债券。我们注意到收益率走高，且收益率曲线走峭，因此看好短期债券多于长期债券，同时看好价值股多于类似债券的股票。
- **未来回报偏低：**人口老龄化及生产力增长疲弱等结构性因素已导致经济增长潜力下降。我们认为有关因素限制实际收益的升幅，若愿意承受风险，可尝试从股票、新兴市场资产与私募市场的另类投资获取回报。
- **分歧：**股市的领先股与落后股之间的差距阔大。债券与股票之间的关系变得较为不稳定，反映投资思维需转变，对传统资产配置构成挑战。
- **风险：**市场充满政治及政策风险。美国候任总统特朗普的政策、其执行方式及执行时间仍存在不确定性。目前民粹主义犹如燎原之火蔓延全球，法国及德国大选将考验欧洲的凝聚力。中国资本外流及人民币贬值也引起市场忧虑。
- **市场：**我们认为发达市场股市在2017年有望走高，并看好股息增长股、金融股及健康护理股。我们偏好日本股票及新兴市场股票，但贸易形势有机会转趋紧张，构成风险。固定收益方面，相对于名义债券，我们看好优质信贷及通胀挂钩证券。



市况简述..... 5



主题..... 7

再通胀
未来回报偏低
分歧



专题展望..... 10

风险容忍程度
科技变迁
中国
风险



市场..... 14

政府债券
信贷
股票
资产总览



Jean Boivin

贝莱德智库
经济及市场研究主管



Isabelle Mateos y Lago

贝莱德智库
首席多元资产策略师



Kate Moore

贝莱德智库
首席股票策略师



Jeff Rosenberg

贝莱德智库
首席固定收益策略师

市况简述

全球增长预期在长期低迷后终现回升势头。*贝莱德宏观GPS指标*结合传统经济指标与互联网搜寻等大数据讯号，显示预期增长在未来数月有望攀升。详情见“*过度悲观*”图表。指标（绿线）与G7增长预测（蓝线）之间的差距，自2013年初以来最宽，其实预测前有一系列数据上调。环球制造业数据强劲，加强GPS指标向好的信息。市场憧憬美国会大举推出财政刺激措施，以及特朗普会在任内放宽监管，使市场更确信再通胀已成定局。中国料将通过信贷增长支持经济，以便国家主席习近平于2017年底举行的中国共产党全国代表大会上巩固权力。

环球增长趋势处于拐点，2016年英国脱欧及美国大选结果虽出人意料，但多个经济体仍然稳健。

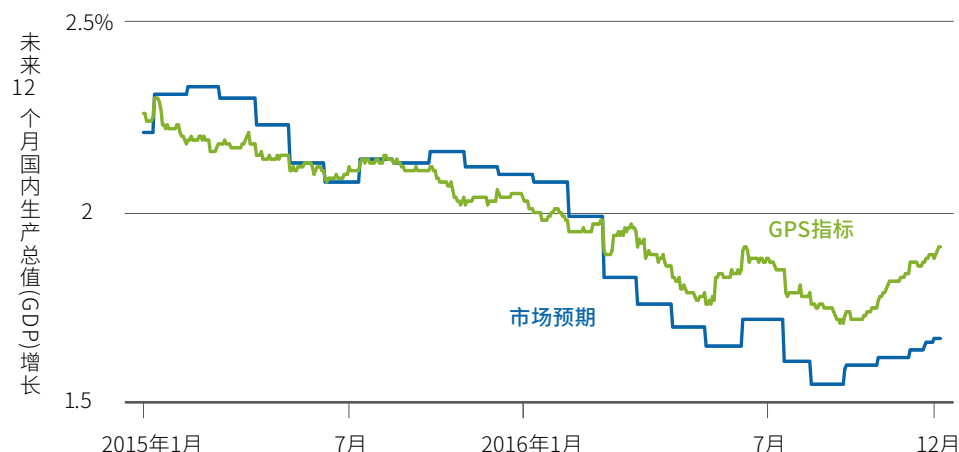
全球各国的通缩抗争大致终结。通胀普遍趋升，尤其是美国。美国劳工市场趋紧，每小时平均工资录得自2009年以来最大升幅，而随着服务业通胀攀升，我们预料核心通胀有望上升。我们认为以上因素令美联储有信心在2017年进一步上调利率。

美国消费物价指数的商品篮子中，自2008年以来首次有逾半价格增幅超越历史平均水平。详情见“*通胀扩张*”图表。中国生产者物价指数摆脱五年通缩影响。欧元区整体通胀创下两年新高，但核心通胀则大致持平。欧洲央行近期延长买债计划，预料政策将维持宽松。尽管英镑贬值可能导致通胀上升，我们预期英国央行将按兵不动。

环球通胀在美国带动下回升，但其它发达经济体的通胀回升基础并不稳固。

过度悲观

2015年至2016年贝莱德宏观GPS指标对G7经济体增长的预测

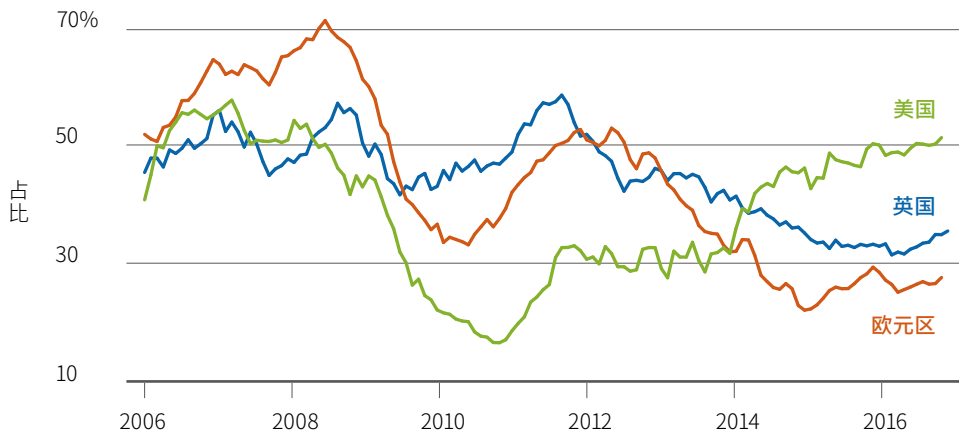


信息来源：贝莱德智库及Consensus Economics，2016年12月2日。

注：GPS指标显示三个月期间经济师对未来12个月平均国内生产总值的预测。预测由Consensus Economics计量。G7国家为美国、英国、加拿大、法国、德国、意大利及日本。

通胀扩张

2006年至2016年，消费物价指数(CPI)成分项目高于平均通胀水平的占比



信息来源：贝莱德智库、美国劳工统计局、英国国家统计局及欧盟统计局，2016年11月。

注：图内曲线反映经季节性调整后按月升幅高于1999年以来平均通胀水平的消费物价指数成分项目的百分比。指数涵盖美国77个、欧元区94个及英国85个指数成分项目。

市况简述

美国候任总统特朗普承诺减税及增加基建开支。刺激增长的幅度有多大？有关计划的详情及财政乘数仍充满不确定性，难以计量每增加一元财政开支可增加多少国内生产总值，使预测工作较为困难。我们预料美国在未来十年有望提高国内生产总值3%至23%，主要通过减税措施达成。详情见“**特朗普经济学**”图表。放宽规管可为经济提供额外支持。然而，有很多重大事宜需要审慎关注，例如特朗普的管治方式，他究竟是务实主义者，还是民粹主义者？财政保守主义可能削弱特朗普施政计划的成效，另一方面，债务水平及利率急升可能打击经济增长。政府如出台撤消利息扣减等措施，将抵销企业税的影响。这将扭转股市及信贷市场的格局，减低企业发债及回购股份的诱因。

特朗普的财政计划有望刺激美国经济增长，但增幅及潜在副作用尚存在不确定性。

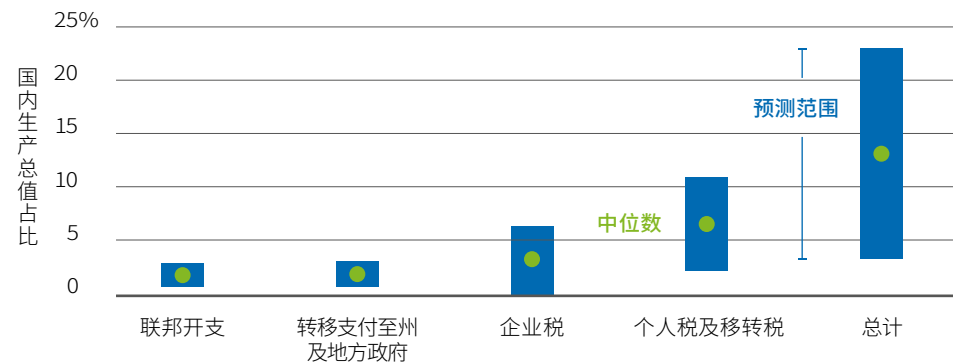
全球各国经济普遍回升。新兴经济体稳步复苏，工业产出量走高，企业展现更有信心把价格升幅转嫁给客户的迹象。详情见“**新兴市场再通胀**”图表。新兴市场的部分反弹是受俄罗斯及巴西的衰退趋缓带动。中国经济增长回稳，带动对大众商品的需求，有利新兴市场的资源出口商。石油输出国组织的减产协议，就目前而言有助于高油价。

我们预料，目前美国增长上升的可能性，超越美元强势导致金融环境紧缩的影响。此外，新兴市场增长动力靠稳，经常账赤字偏高的大部分国家已借货币贬值调整财政状况。我们的结论：即使面对紧张的全球贸易局势或反复的投资气氛，新兴市场资产仍有望带动投资组合的回报。

新兴市场再通胀趋势日益显著，经济活动及价格有所回升

特朗普经济学

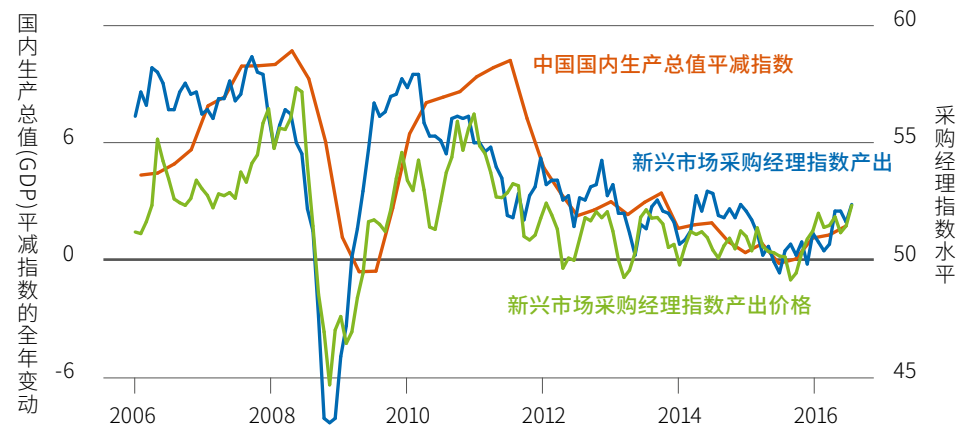
特朗普可能推行的政策对美国未来10年国内生产总值(GDP)影响的预测



信息来源：贝莱德智库、国会预算办公室、美国联邦预算问责委员会，2016年11月。注：图表显示候任总统特朗普可能推行的政策对美国未来10年国内生产总值影响的预测（以2015年国内生产总值百分比计量）。预测数据来自国会预算办公室对不同税项与开支政策的财政乘数，对比美国联邦预算问责委员会预测候任总统特朗普的财政政策影响。柱型图反映预测范围，当中应用不同的财政乘数。

新兴市场再通胀

2006年至2016年新兴市场产出、价格及中国国内生产总值平减指数



信息来源：贝莱德智库、中国国家统计局，2016年11月。

注：中国国内生产总值平减指数计算整体经济的通胀情况。采购经理指数以调查形式计算经济活动；价值在50以上水平反映价格或活动增加，50以下则反映下跌。

主题一：再通胀

美国财政扩张刺激市场对收益率曲线走峭的预期。我们认为政府减税及推动基建开支可刺激增长及通胀，并使财赤扩大。美国长期债券收益率有机会上升，但升势受限于结构性因素（见第8页）及投资者买入长期债券的状况。欧洲央行自行扩大买入短期票据的空间，作为延长买债计划的一部分，所以区内债券收益率曲线走峭。日本央行旨在维持10年期收益率在零水平附近，使收益率走势受限。详情见“**收益率曲线渐趋陡峭**”图表。如无任何严重冲击的话，我们认为当前债券收益率已跌至低谷。我们偏好对利率上升敏感度较低的短存续期债券。短期收益率较易于掌握，正如高尔夫球手大多较擅长使用劈起杆(pitching wedge)多于长距离发球。

我们认为收益率曲线在2017年有望进一步走峭，但长期收益率急升后，可能会短暂回调。

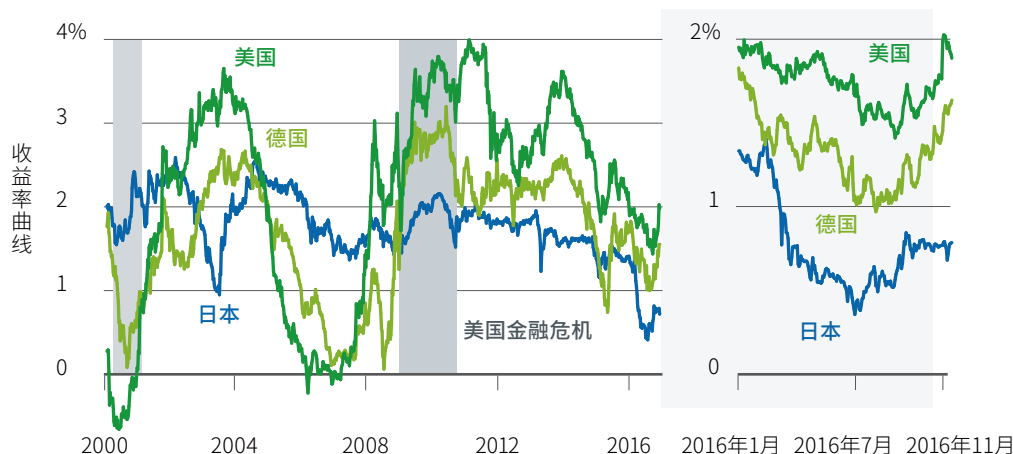
环球再通胀的预期推动股票资产的轮动。公用股等类似债券的股票在2016年下半年显著落后于大市。反观市场预期收益率曲线走峭可能推高净息差——即借贷利率与存款利率的差距，环球银行跟随价值股走势，升幅相当突出。详情见“**银行股看涨，公用股落后**”图表。

尽管短期有可能回调，我们认为中期走势将会持续。我们发现在金融危机后的低利率环境中受惠的债券替代品及低波幅股票表现逊色。具备可持续自由现金流，并有能力在日后增加派息率的股息增长股在利率上调环境中表现最稳健。我们的研究显示，在通胀推动利率上升时，股息增长股表现理想。

我们注意到再通胀趋势对类似债券的股票不利，但金融股及股息增长股表现突出。

收益率曲线渐趋陡峭

2000年至2016年特定国家的政府债券收益率曲线



信息来源：贝莱德智库及汤森路透，2016年11月。

注：图内曲线显示各国基准30年期及两年期政府债券收益率的差异（以百分点计量）。

银行股看涨，公用股落后

2015年至2016年环球公用股及银行股与美国债券收益率的相对表现比较



信息来源：贝莱德智库、汤森路透及MSCI，2016年12月5日。

注：环球银行股及公用股的相对表现以MSCI世界公用股及银行股指数除以MSCI世界指数计量（2015年初基值设定为100）。

主题二：未来回报偏低

利率仍然低迷，经济增长不振，影响预期的资产回报。我们对资本市场的假设显示，五年期国债的回报尤其逊色。美国长期国债回报为负水平，且波动性较大。详情见“*风险与回报*”图表。这是我们认为投资者需掌握环球视野及考虑进一步扩展风险谱的原因之一。

我们的研究显示，以美元为主的投资者宜考虑在未来五年增持非美国股票及新兴市场资产，并减持国债。环球经济出现结构性变动，人口老龄化、生产力疲弱及过度储蓄，局限经济增长及限制利率升势。然而，即使在目前的再通胀环境中，仍存在周期性上升空间。

我们认为投资者仍可将风险谱移至股票、信贷及另类资产类别，从中获取潜在回报。

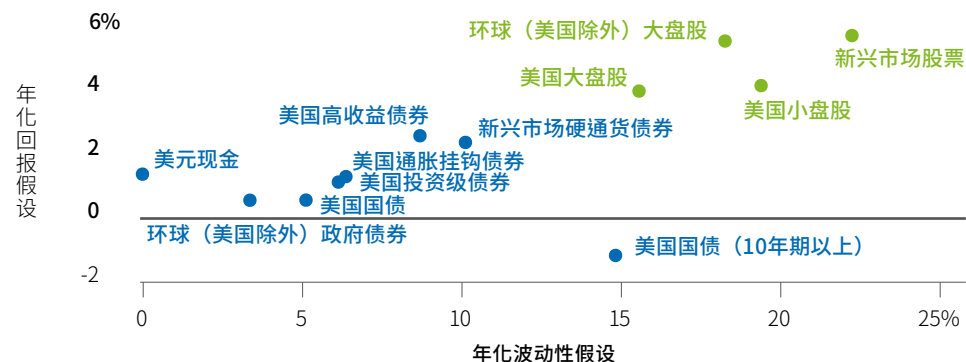
潜在经济增长率，即经济体的自然增长速度，近数十年不断向下。经济趋势增长由三个因素组成：劳动力增长、总资本存量及生产力。人口老龄化压抑劳动力增长，企业资本开支及生产力增长亦较疲弱。此情况拖累趋势增长，中性利率（不会刺激或妨碍经济增长的利率水平）亦随之下降。详情见“*低利率环境不再？*”图表。此趋势在发达国家日渐普遍。

美国潜在增长下跌至2%以下，中性利率（也称为 r^* ）预测亦降至0.5%。在计入美联储的2%通胀目标后，名义中性利率处于2.5%-3.0%的水平。除非基建开支及放宽规管等结构性改革能推升趋势增长，否则，这水平应会限制债券收益率的升幅。

我们发现在结构性低利率环境中呈现周期性复苏及债券收益率上升趋势。

风险与回报

2016年10月贝莱德五年期资产回报及长期波动性假设

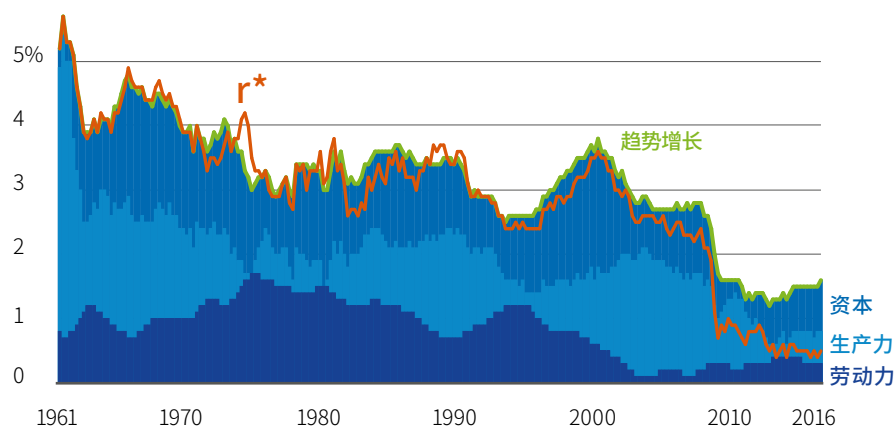


信息来源：贝莱德智库及贝莱德风险管理系统。2016年10月。

注：此并不构成投资于任何特定资产类别或策略，以及未来绩效承诺的建议。图中圆点显示未来五年的年化名义回报假设（以美元计，相对于长期年化波动性假设）。采用的指数为彭博巴克莱美国长期政府债券指数、环球国债（美国除外）指数、政府债券指数、美国企业债券指数、美国通胀挂钩政府债券指数及美国高收益债券指数。其它采用的指数为花期三个月美国国库券指数、摩根大通全球新兴市场多元化债券指数、以及MSCI美国指数、美国小盘股指数、环球（美国除外）指数及新兴市场指数。不能直接投资于指数。

低利率环境不再？

1961年至2016年美国趋势增长及中性利率



信息来源：贝莱德智库及美联储，2016年12月。

注：图表显示不同因素对国内生产总值趋势增长的贡献及预测实际中性利率（ r^* ）。我们计量预测 r^* 所采用的方法与美联储于2016年8月（Holston、Laubach、Williams）的研究中所采用的方法相近。 r^* 模型即趋势增长与过往重要性较低的其它因素（如环球储蓄水平过剩）之总值。

主题三：分歧

经济刺激举措重心从货币政策转向财政政策，可能使近年领先股与落后股之间大幅缩窄的差距重新扩大。股票每周回报出现分歧，最高和最低四分位数股票之间的差距，近期触及2008年以来新高。详情见“*精明选股为上策*”图表。结论：未来回报可能更加低迷，但在表面现象之下，预期会有更多的投资布局在进行。

金融危机后的期间，货币政策异常宽松，随着资金泛滥，各类资产价格纷纷上升。在目前情况下，财政和监管方面如出现变化，可能对部分板块有利，但对其它板块不利。由于各国央行的宽松货币措施能够发挥的作用已接近极限，其它市场的走势可能与美国相同。资产价格分歧扩大，缔造了选股良机。但各板块急剧变动的风险，需要投资者在专注长期目标之余，同时随机应变。

各种分歧扩大正好提供机会让我们分辨各类领先及落后的证券和资产类别，因此我们偏好主动管理型投资方式。

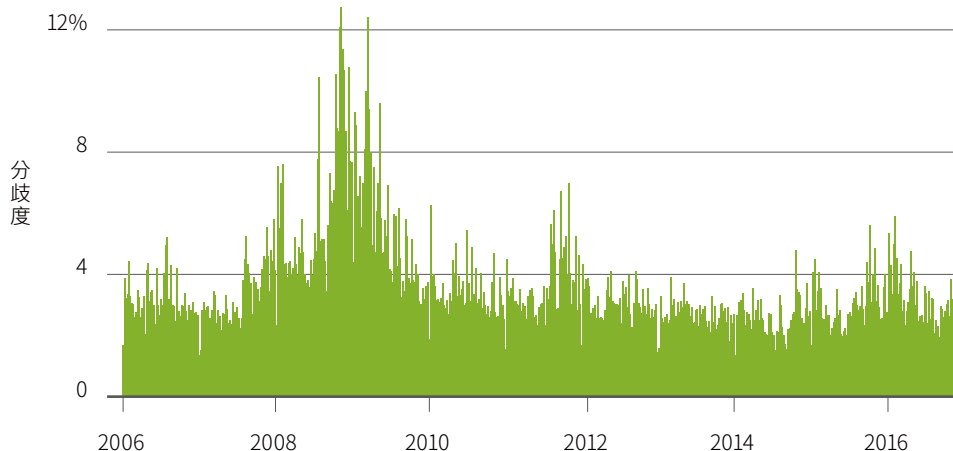
旧的多元化投资模式已不再奏效。收益率上升导致不同资产类别出现翻天覆地的变化，资产类别之间长久以来的关系似乎已被打破。

债券价格走势不再一如以往与股票价格走势相反。同样地，过往走势近乎同步的资产，例如美国股票和石油，相关性已降低。详情见“*相关性突变*”图表。这表示若根据过往相关性和回报，来制定最佳资产组合的传统多元化策略，成效可能减弱。在“避险”市况下，我们认为债券仍是降低投资组合风险的有效工具。但我们认为股票、投资风格因素，以及私募市场等另类投资方法，在投资组合多元化过程中可担当更重要的角色。

不同资产之间的相关性出现根本变化。目前看似充分多元化的投资组合，可能逐渐显现出多元化程度不足。

精明选股为上策

2006年至2016年美国股票每周价格变动分歧度

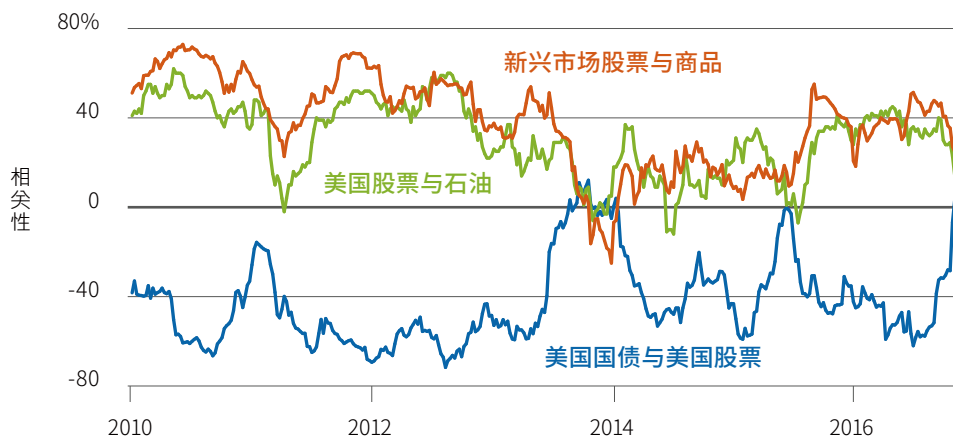


信息来源：贝莱德智库和汤森路透，2016年11月。

注：图表显示标普500指数中最高和最低25个百分位数的股票之间的每周价格变动差异，以百分点计。

相关性突变

2010年至2016年特定资产之间的相关性



信息来源：贝莱德智库和汤森路透，2016年11月。

注：图内曲线显示每日回报的90日滚动相关性。新兴市场股票以MSCI新兴市场指数表示，商品以标普高盛商品指数表示；美国股票以标普500指数表示，石油以布兰特原油价格表示；美国国债以彭博巴克莱美国国债指数表示。

专题展望：风险容忍程度

特朗普胜选，发达市场出现从债券转投股票的热潮。但假如从大环境的角度看，规模实际上微不足道：过去五年，共同基金和交易型开放式指数基金购买债券的规模远远超过购买股票的规模。详情见“股票投资迎头赶上？”图表。

2016年的趋势更加明显，年初股票遭抛售，资金流入债券以及高股息股票等债券替代品。2013年美联储退市后，从债券转投股票的“大轮动”预期落空，市场很快重投债券怀抱。但目前经济环境较佳，可能促使投资者投入风险较高的资产。即使少量资金从政府债券和类似债券的股票流入信贷或价值型股票，也足以对资产价格产生重大影响。

我们认为，从类似债券的股票转向价值型股票的趋势会延续，但过程会出现反复。

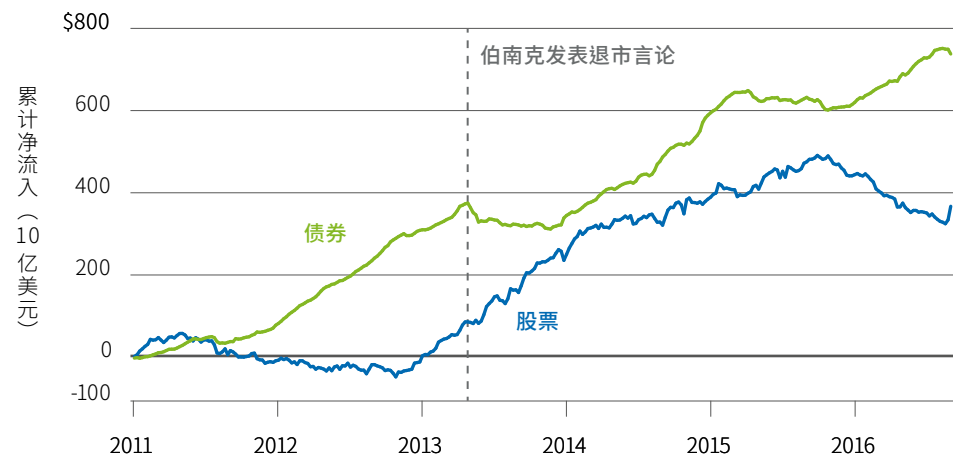
自美国总统大选后，美国股票指数屡创新高，但我们的风险容忍程度指标显示并无出现泡沫的迹象。详情见“资金流向何方”图表。金融乘数计量现金与金融资产之间的相对变动，因此从中可了解资金在金融体系内流动的速度。风险比率显示风险资产与安全资产（现金和政府债券）之间的相对市值。科网泡沫爆破和2007年至2008年金融危机发生前，两个指标都曾出现极端情况，但目前则相当平静。这状态部分反映了金融危机后实施的监管，要求银行保留更多资金，导致资金流动的速度减慢。

但假如投资者持有的大量现金和投入低收益资产的巨额资金，得以再度充分利用，且投资者稍微放松审慎态度，投资气氛转趋乐观，我们认为股票和其它风险资产仍有上升的空间。

我们的指标显示，风险容忍程度较为低迷，表明假如投资者更好地利用资金，风险资产会有进一步上行空间。

股票投资迎头赶上？

2011年至2016年流入发达市场债券和股票的资金

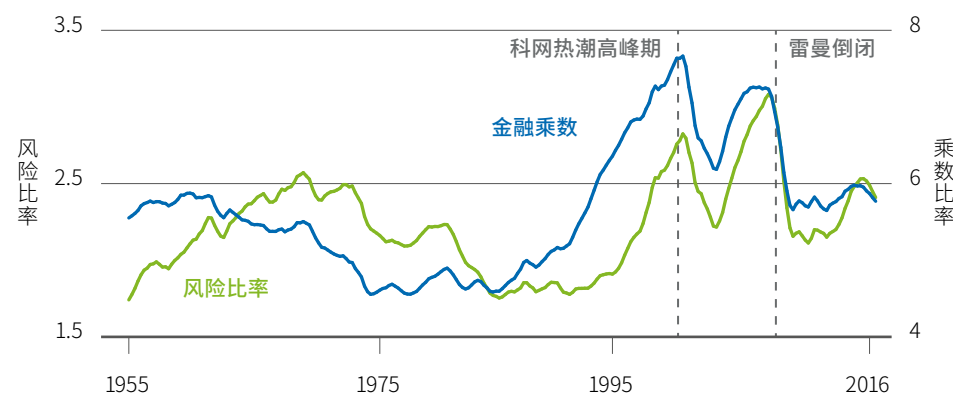


信息来源：贝莱德智库和EPFR，2016年11月。

注：图内曲线显示自2011年1月以来的累计资金流入。伯南克发表退市言论指美联储时任主席伯南克表明美联储逐步停止购买债券时。

资金流向何方

1955年至2016年美国金融乘数和风险比率指标



信息来源：贝莱德智库和美联储，2016年11月。

注：金融乘数和金融资产风险比率根据美国资金流向数据计算。金融乘数界定为大部分金融资产（证券化产品等资产除外，以免重复计算）的市值与现金（货币和存款）之间的比率。风险比率界定为风险资产（例如股票和企业债券）的市值与风险较低的资产（例如政府和公营机构债券以及现金，但央行存款除外）的市值之间的比率。

专题展望：科技变迁

科技变迁席卷各行各业，彻底改变商业模式，削减传统职位，限制通货膨胀。自2000年以来，即使同期制造业生产增加，但美国制造业的就业人数已下跌接近30%。详情见“**机器人崛起**”图表。人工智能方面的进步，可能对服务行业（例如金融业）内工资较高的白领职位有更大影响。一旦能源储存科技得以改善，石化企业就会面临被可再生能源打垮的风险。

日新月异的科技影响非常广泛。我们认为科技创新限制了价格升幅，不仅制造业受到影响，部分服务行业亦无法幸免。科技变迁加上全球化，也使许多人对未来生计感到忧虑。这并非新的现象，工业革命期间，机器和蒸汽机取代了纺织工人和马匹。但马匹无法投票表态，人类可以。目前，社会应用创新发明的步伐日益加快，点燃世界各地民粹主义政治氛围的燎原之火，且鉴于科技变迁的步伐不会放慢，选民的不满情绪可能持续加深。

科技日新月异打乱各行业发展格局，使职位流失，也助长了民粹主义政治氛围。

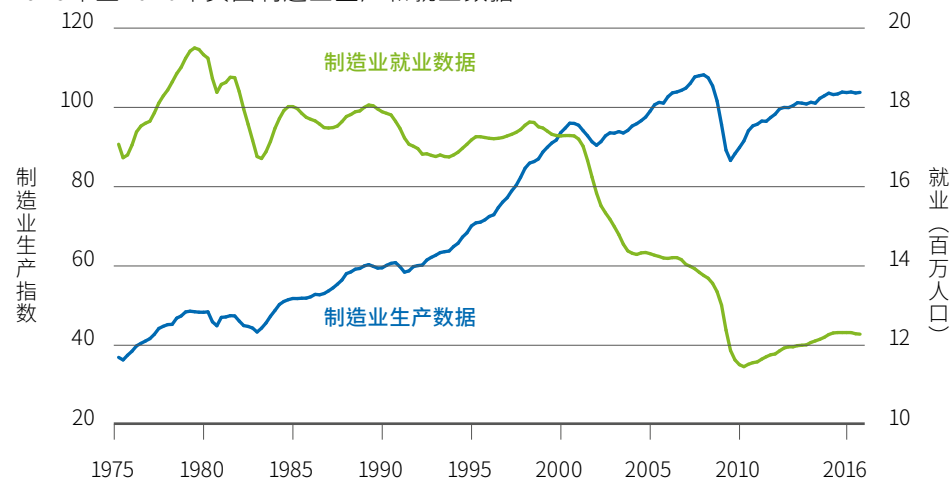


「官方数据仍然低估了生产力，而且没有充分考虑科技使价格下滑的影响。」

Rick Rieder - 贝莱德环球固定收益首席投资官

机器人崛起

1975年至2016年美国制造业生产和就业数据



信息来源：贝莱德智库、美联储和美国劳工统计局，2016年11月。

注：2012年是制造业生产数据的基准年（100）。



「人工智能是崭新动力。我们面对信息爆炸，拥有大量数据，但无法加以善用。人工智能恰好是解决方案。」

Tony Kim - 贝莱德环球机遇团队投资组合经理

「中国的大数据规模将超越美国。中国有5亿智能手机用户，但渗透率仅55%，因此仍大有上行空间。」

Rui Zhao - 贝莱德科学主动管理型股票投资团队投资组合经理



专题展望：中国

中国经济增长靠稳使2016年初弥漫市场的焦虑气氛出现缓和。但部分原因是由于历史重演：大举增加向国企及地方政府发放贷款的规模。中国的债务占国内生产总值比率飙升逾200%。过往从未有任何大型经济体在这么短时间内累积如此庞大债务。详情见“[中国信贷困局图表](#)”。从以往先例来看，信贷规模过大往往会导致泡沫破灭。然而，中国的情况有所相同。中国几乎没有外债（导致部分新兴市场国家信贷危机的主因）。中国政府正着手改善局面，例如将短期银行债务转化为长期债券，并采取措施鼓励私营企业及家庭增加贷款。中国如不尽早解决面临的严重问题，爆发危机的风险就越大。

目前中国面对双管齐下的困境：促进短期经济增长是首要任务，同时为长远利益须尽快解决举债过高的问题。

环球各国利率趋升且美元进一步强势，使中国面临严峻挑战。这些因素导致资本外流及储备匮乏，不单迫使人民币贬值，也导致国内银行间利率上升。详情见“[人民币潜在风险](#)”图表。若中国为缓解人民币汇价下滑的冲击而让外汇储备继续下降，可能引发市场猜测政府会为控制资本外流操控人民币汇价，出现一次性大幅贬值。届时可能对其它新兴市场货币及资产价格造成冲击。我们预期人民币汇价会于2017年继续缓慢下跌，但大幅贬值的可能性极小。我们密切留意是否出现任何受压迹象，包括资本外流增加，特别是贸易摩擦增多或中国固定收益市场突变。

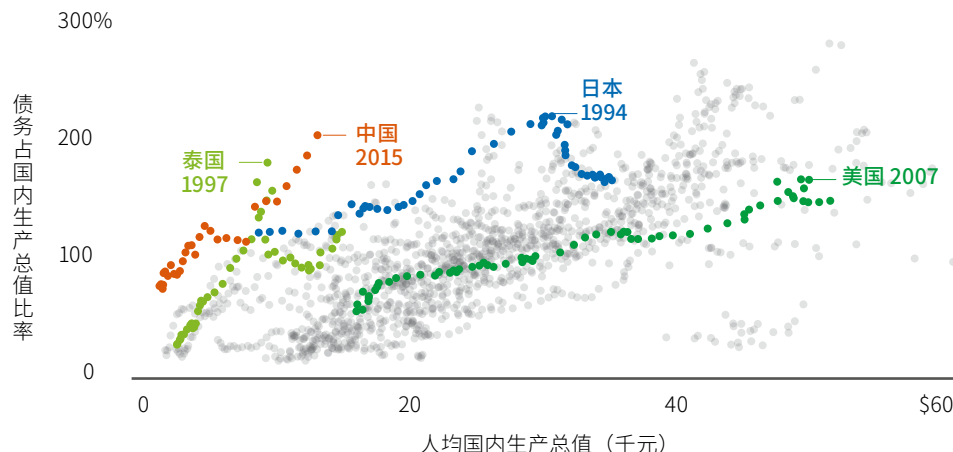


「供需错配是信贷困境的主要成因……这是深层次结构性问题。因此任何对策均无法立竿见影，不过政府的措施正逐渐发挥效果。」

朱悦 - 贝莱德中国股票投资团队主管

中国信贷困局

1952年至2015年非金融私人债务相对经济发展呈上升趋势

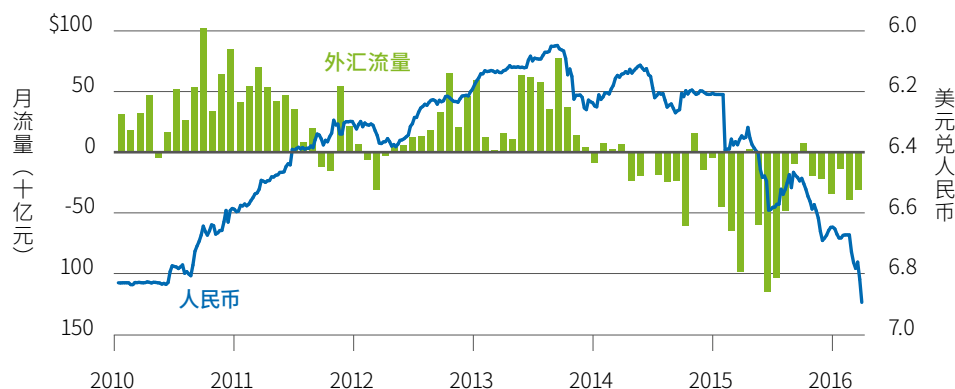


信息来源：贝莱德智库、国际清算银行及国际货币基金组织，2016年11月。

注：点状图显示自1952年至2015年37个国家私人非金融负债占国内生产总值比重与人均国内生产总值的比较。人均国内生产总值以2009年美元购买力平价为基础。部分国家数据并不完整。

人民币潜在风险

2010年至2016年中国境内外汇流量及人民币汇价走势



信息来源：贝莱德智库、汤森路透、国家外汇管理局及中国人民银行，2016年11月。

注：所示流量为三个不同计量标准统计的中国内地净外汇流量三个月平均移动数据：中国人民银行外汇数据依据其货币资产负债表、外汇储备及其统计的中国内地商业银行外汇结算量。负数代表净货币流出，或买入外汇及售出人民币。

专题展望：风险

2017年政治风险密布，可能对长期经济及国安带来风险。特朗普政府的贸易及安全政策仍未揭开面纱。目前不乏不确定因素，例如白宫发放可能引起国际社会误解或造成更严重后果的言论，也不排除出现贸易争端的可能。英国于3月底前启动脱欧程序，展开为期两年的磋商，这将决定对经济活动影响的程度。详情见“重大事件日程”图表。荷兰、法国及德国大选结果将反映民粹主义抬头对欧盟及欧元的影响程度。与此同时，市场预计，美联储在暂停及重启缓慢加息进程后，会加快上调利率的步伐。中国共产党将召开第19次全国代表大会，预计习近平会进一步巩固权力。

2017年依然将充满政治风险。民粹主义兴起可能导致各国政策变动，会对市场产生深远影响。

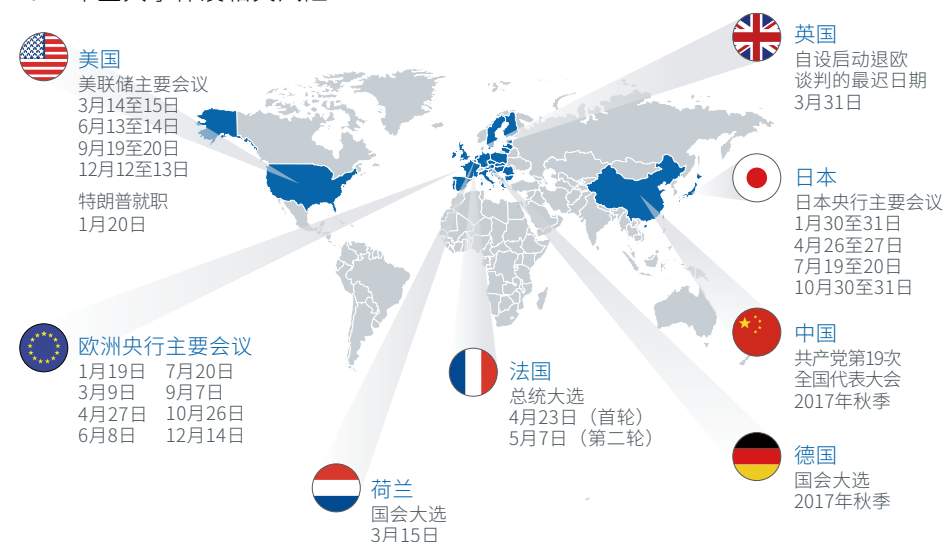
贸易加权美元飙升至接近历史高位导致全球金融环境紧缩风险加大。美元汇价急升可能导致新兴市场货币贬值，商品价格承受下行压力及中国资本外流风险上升。详情见“美元升值带来的风险”图表。此外，仍有约三分之一非美国企业债券以美元发行，根据巴克莱截至11月的数据，美元升值也使收入以本地货币计价的债务人负担加重。美元升值还促使新兴市场经济体及商品（贸易赤字减少及供应缩减）出现调整，为复苏奠定基础。

由于美联储会逐步缓慢上调利率，而欧洲央行及日本央行仍然实施宽松措施，我们预计美元在2017年会缓步上升。美联储主要成员可能在2018年初发生变动，会成为市场聚焦的主要不确定因素。

美元升值可能导致全球金融环境紧缩，但目前新兴市场资产及商品价格仍保持稳健。

重大事件日程

2017年重大事件及相关风险

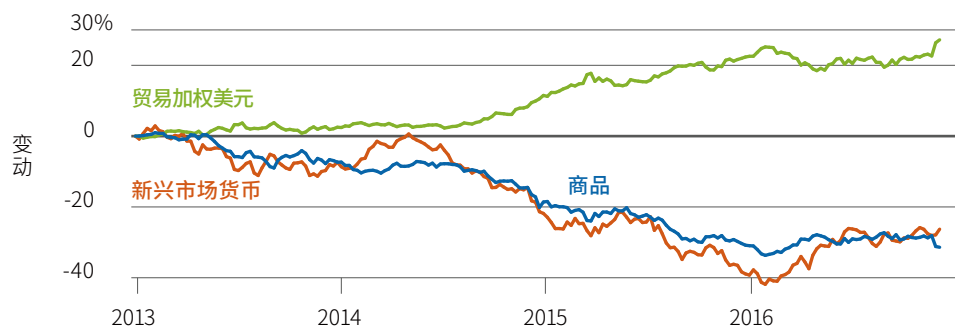


信息来源：贝莱德智库，2016年11月

注：美联储及欧洲央行会议将于会后设新闻发布会。日本央行会议将于会后公布央行展望报告。

美元升值带来的风险

2013年至2016年商品、新兴市场货币及美元



信息来源：贝莱德智库、摩根大通、彭博及汤森路透，2016年11月。

注：上图曲线显示自2013年1月起各资产百分比变动，商品数据根据彭博商品现货指数；新兴市场货币根据摩根大通新兴市场外汇指数；美元数据则根据摩根大通广义贸易加权汇率指数。

政府债券

随着全球再通胀趋势日益显著，我们认为通胀挂钩证券走势将胜于传统债券。美国通胀预期从低位反弹，中期通胀有望达到2.5%左右。详情见“抗通胀需求迫切”图表。欧元区通胀预期也随之上升，但涨幅较小。近期隐含通胀利率飙升使我们对通胀挂钩债券保持审慎，但预计2017年会进一步上涨。例如，英国通胀挂钩债券可得益于英镑贬值推升进口价格及整体通胀。

然而，我们认为部分传统政府债券仍然存在机遇，例如个别欧元区周边国家主权债券。因市场普遍预计民粹主义抬头可能使法国2017年大选结果出人意料，我们低配法国债券。我们认为日本央行将10年期日本政府债券收益率目标保持在零水平，可抑制全球债券收益率上升。

我们看好抗通胀证券长期走势，但碍于价格似已超前反映市场状况，短期内风险仍存。

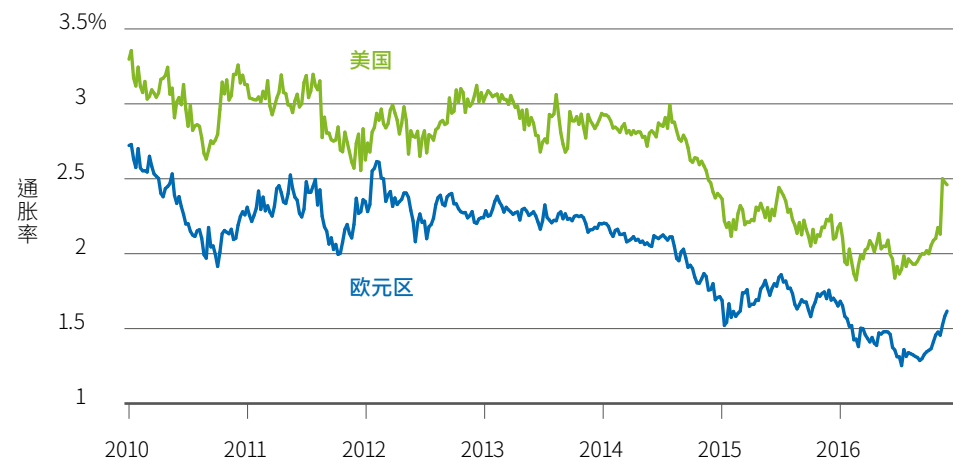
在美国大选引发的抛售潮之后，我们认为追求收益的投资者可涉猎美国市政债券市场发掘机遇。市政债券相比企业债券的收益率溢价首次升逾一个百分点。详情见“市政债券收益率溢价重拾升势”图表。

尽管如此，市场仍存在风险。市政债券市场在11月资金流出显著，一反去年以来资金稳定流入的趋势。若资金继续流出可能使市场在短期内承压。特朗普削减个人所得税的计划可能会降低处于最高税率层级的投资者免税利息收入实际价值。这可能使市政债券吸引力下降，并导致收益率上升。若政府采取任何先前共和党主张替个人利息免税额订定上限的举措，也可能不利市场走势。

我们认为，在经历大量卖出之后，美国市政债券存在投资价值，但一旦推行税务改革会降低免税额价值，构成市场风险。

抗通胀需求迫切

2010年至2016年中期通胀预测

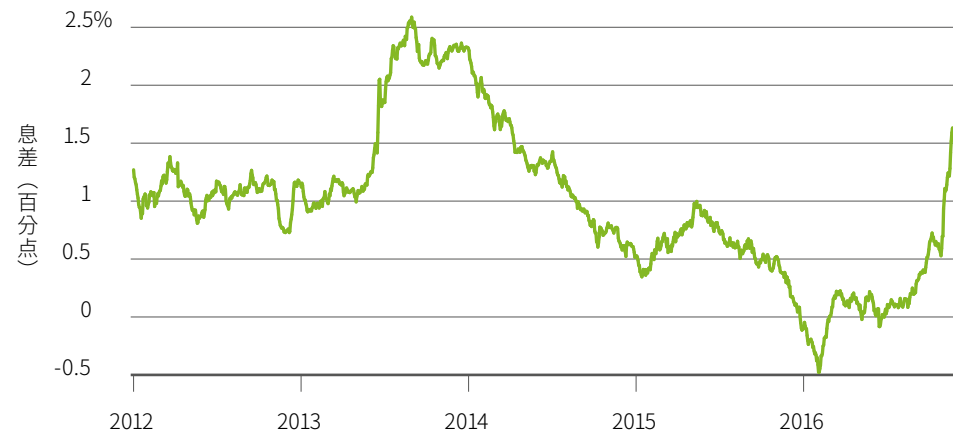


信息来源：贝莱德智库及彭博，2016年11月。

注：上图曲线反映近五年内市场对于五年远期通胀的预测。通胀预测数值以五年／五年远期通胀掉期为依据。

市政债券收益率溢价重拾升势

2012年至2016年市政债券与企业债券的息差



信息来源：贝莱德智库及彭博，2016年12月5日。

注：上图以百分点列示彭博巴克莱美国市政债券指数的税前等值收益率（假设最高实际边际税率为43.4%）与彭博巴克莱美国综合企业债券指数收益率的差距。

信贷

美元续强，加上贸易保护主义抬头，导致新兴市场债券风险上升，但在美国大选结束后债券收益率逐步攀升，可见当前价格走势已反映部分风险。新兴市场本地及硬通货债券收益率仍然远高于美国国债。详情见“新兴市场吸引力”图表。整体来说，我们偏好新兴市场硬通货债券，倾向超配商品输出国（受惠于全球再通胀）的高收益主权债券，并低配倚重制造业出口的新兴市场（较受贸易壁垒风险影响）低收益债券。

我们对新兴市场本地货币债券持审慎态度，但推行宽松货币政策的个别国家有望带来投资契机。我们也看好企业债券，因该类债券的存续期普遍较新兴市场主权债券短，更能抵御全球利率上升的风险。

我们认为新兴市场硬通货债券较具投资价值，但会慎防环球收益率急升、美元延续强势或贸易纠纷等风险。

在经济增长步伐加快的环境下，信贷相比政府债券更具优势，我们认为债券投资者能从风险中寻得回报。信贷相比政府债券更能抵御利率持续上升的风险。当前信贷收益率虽然不及金融危机前水平，但在收益率偏低的债券市场中仍具吸引力。详情见“信贷吸引力”图表。鉴于近期信贷息差收窄，我们偏好质素较高的信贷。许多投资者转投银行债务证券，以防利率上升，但目前债券息差水平偏高，且利息浮动债券走势早已反映美联储进一步收紧银根的因素。

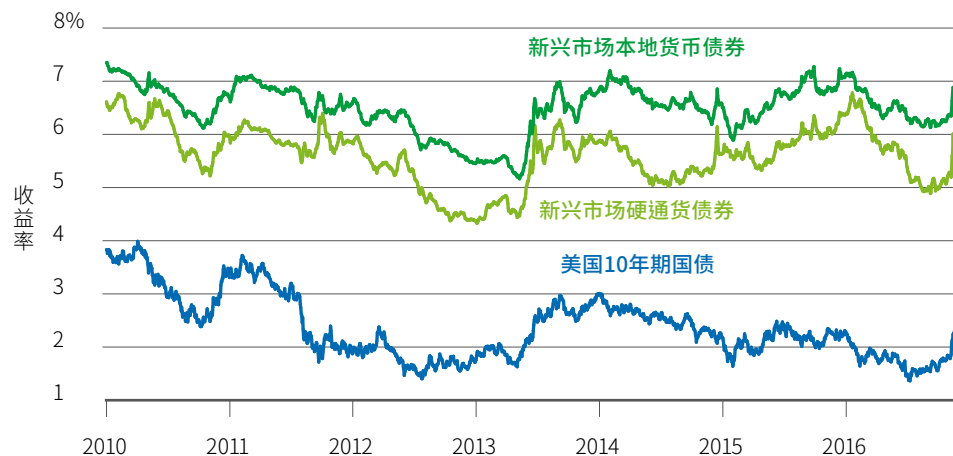


「2017年市场可能经历连番转折。量宽措施规模缩小、施政重点由紧缩政策转向扩张性财政政策及波幅重返正常水平等情况均在预期之内。」

Sergio Trigo Paz - 贝莱德新兴市场固定收益团队主管

新兴市场吸引力

2010年至2016年新兴市场债券与美国10年期国债的收益率

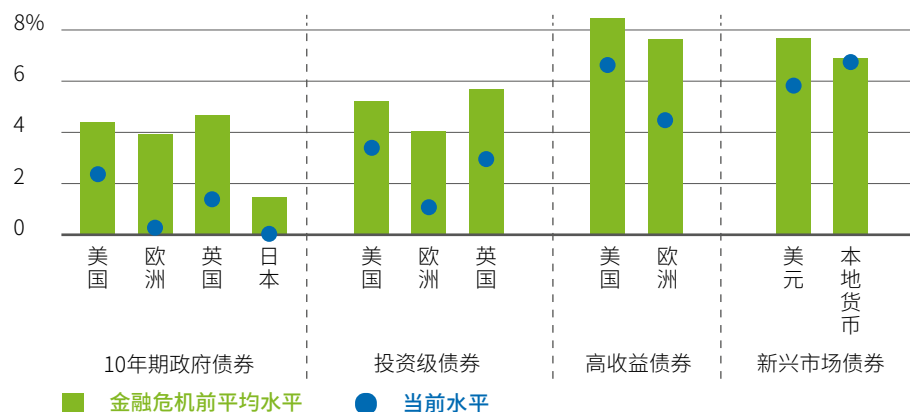


信息来源：贝莱德智库、摩根大通及汤森路透，2016年11月。

注：新兴市场本地货币债券以摩根大通环球新兴市场多元化综合政府债券指数为依据，而新兴市场硬通货债券则以摩根大通环球新兴市场多元化综合债券指数为依据。

信贷吸引力

个别资产收益率：比较当前及金融危机前平均水平



信息来源：贝莱德智库、汤森路透、美银美林及摩根大通，2016年12月。

注：金融危机前平均水平适用于截至金融危机前五年期间（2003年至2008年）。企业债券以美银美林旗下美国企业债券总指数、欧洲企业债券指数、英国企业债券指数、美国高收益债券总指数及欧洲高收益债券指数。新兴市场美元债券以摩根大通环球新兴市场多元化债券指数为依据；新兴市场本地货币债券以摩根大通新兴市场多元化政府债券指数为依据。

股票

全球企业盈利前景，在美国及新兴市场企业带领下渐有起色。详情见“**盈利好转大势已定**”图表。

踏入2017年，企业盈利有望重拾增长，加上资金继续流入各行业股票（如金融股），应可带动美国股市造好，但在资金流入急增且指数屡创新高后，短期内我们倾向保持审慎。全球各地呈再通胀迹象，而新兴国家经济持续好转，且当地市场估值低廉，有鉴于此，我们看好新兴市场股票。风险包括美元延续强势及贸易纠纷。

我们对欧洲股票维持中性部署。欧元走弱且全球经济呈再通胀迹象，应对出口商和周期性行业有利，但政治、政策及贸易方面存在风险。

基于日元转弱、全球增长势头好转且盈利前景向好，我们在现阶段超配日本股票。

展望2017年，企业盈利预测屡获上调，应会利好大部分股市走势。

据我们所见，资金持续从“债券替代品”流出，并大举流入可受惠于再通胀的股票（如价值型股票）。2016年上半年市况如出一辙，而自11月美国大选结束以来，资金转向之势更加明显。详情见“**资金转向渐趋明显**”图表。

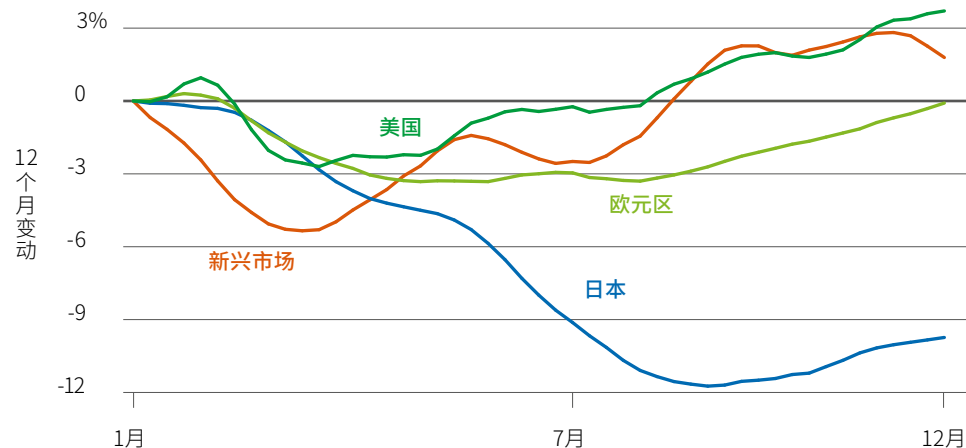
债券收益率曲线上升，加上政府拟放宽监管规例，应对美国金融股有利，尤其是地区性银行股。此外，我们认为美国健康护理行业不乏机遇，例如个别生物科技股。健康护理股估值偏低，显示药品价格续受下行压力，同时反映奥巴马医保方案不确定性的风险，但我们看好行业的长远需求增长前景。

市场可能出现短暂回落，但随着资金逐步流入周期性及价值型股票，美国大市有望于2017年重拾升势。若要提高收益，我们偏好股息增长型股票，因根据过往经验，在收益率趋升的环境下该类股票表现优于高息股。

我们看好美国地区性银行股、个别健康护理股及派息增长前景理想的企业。

盈利好转大势已定

2016年美国、欧元区、日本及新兴市场企业盈利预测变动

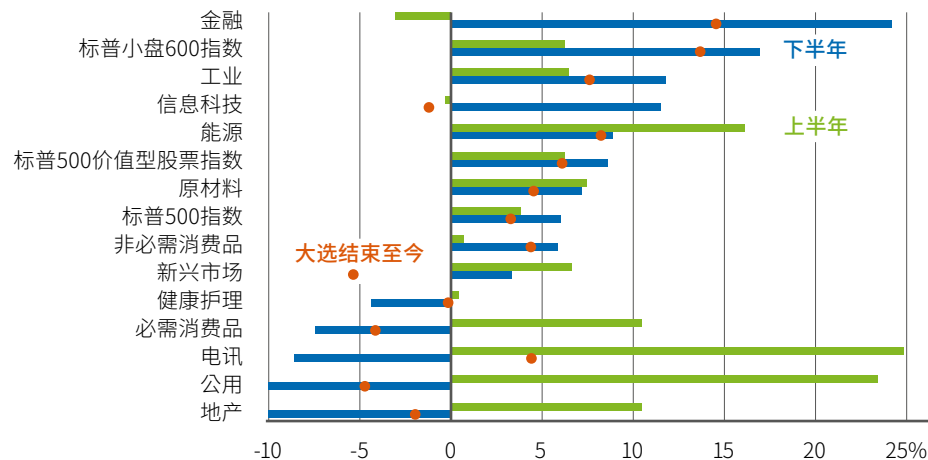


信息来源：贝莱德智库、MSCI及汤森路透，2016年12月2日。

注：上图曲线反映MSCI美国、新兴市场、欧洲货币联盟和日本指数的12个月盈利预测变动。2016年1月初预测数据的基值调整至零。

资金转向渐趋明显

2016年美国股市及新兴市场表现



信息来源：贝莱德智库、标普、MSCI及汤森路透，2016年12月5日。

注：上列柱形图显示2016年上半年（绿）及下半年至今（蓝）多款标普500指数及MSCI新兴市场指数的总回报。图中圆点反映11月8日美国大选结束至今的回报。

资产总览

我们对各类资产首季表现（按美元计）的观点。

资产类别		观点	附注
股票	美国	—	施政重心转向扩张性财政政策，且政府着手放宽监管规例，均会利好后市走势，但政策落实时机及执行细节充满变数。估值走高。我们看好价值型股票、金融股、健康护理股及股息增长型的股票。
	欧洲	—	欧元转弱且全球各地呈再通胀迹象，加上欧洲央行推行超宽松货币政策，对周期性行业和出口商甚为有利，但市场仍充斥不确定性，如英国脱欧、多国选举临近和未来美国贸易政策方向。
	日本	▲	利好因素包括日元走弱、环球增长持续好转及企业日益重视股东利益。日本央行调控10年期债券收益率至接近零水平，应对市场有利。风险包括日元汇价重拾升势及工资增长蚕食企业利润。
	新兴市场	▲	经济改革、企业基本面稳步改善及估值合理等因素应会利好新兴市场股票。发达市场呈再通胀现象且增长趋势向好，亦会带来正面影响。风险包括货币政策转向及贸易纠纷。
	亚洲（日本除外）	▲	金融业改革进度理想，且经常账盈余增长趋势向好。中国现正推进经济转型，而市场走势反映投资者忧虑中国增长放缓。我们看好印度及个别东南亚市场。
固定收益	美国国债	▼	再通胀不利长期债券走势。美联储放慢加息步伐，应对短期债券有利。我们认为美国通胀挂钩国债比传统债券吸引。机构按揭债券估值高昂，而存续期风险主要影响收益率较高的债券。
	美国市政债券	—	市场资金外流，加上税务改革恐会削弱免税市政债券的吸引力，均不利后市走势。不过，近期估值下跌，已大致反映上述风险。
	美国信贷	▲	基于经济增长扩大，信贷相比国债更具吸引力。整体来说，鉴于信贷市场估值趋升，我们偏好优质及投资级债券。浮息银行债券有助抵御加息的冲击，但估值过高。
	欧洲主权债券	—	我们看好个别周边国家债券，因该类债券收益率较高，并可受惠于欧洲央行措施。鉴于大选临近，我们对法国及德国维持中性部署。
	欧洲信贷	—	有见市场估值偏高，我们保持中性部署。收益率曲线走峭且银行股价上涨，利好个别金融业债券（包括次级债券），但意大利银行业存在隐忧，带来潜在风险。
	新兴市场债券	▲	经济呈再通胀迹象，应对新兴市场有利。风险包括美元汇价及全球利率走高、自由贸易受阻及中国货币政策。不过，当前估值已反映大部分风险，而据我们所见，个别范畴不乏机遇，尤其是硬通货债券。
	亚洲债券	▲	虽然估值略欠吸引，但净发行量偏低，且市场基本面向好（如杠杆水平趋稳），均利好亚洲硬通货信贷走势。若然美国调整施政方针以致全球贸易受损，势对倚重出口的新兴市场构成不利影响。
其它	商品及货币	—	短期内，供应正常化及再通胀有助稳固石油及工业金属价格。鉴于美国增长前景转强且各地利率政策出现分歧，我们预计美元保持强势，尤其是对比日元及新兴市场货币。

▲ 偏高比重 — 中性持仓 ▼ 偏低比重

仅供派发于合格境内专业投资者及机构投资者使用 — 不得对外公开（请参阅重要披露）

为什么选择贝莱德

贝莱德协助环球投资者，包括环球大型机构法人及政府，达到投资目标，我们提供：

- 综合的创新解决方案
- 环球市场及投资洞见
- 专业的风险及投资组合分析

贝莱德智库

贝莱德智库提供贝莱德经理的交流，并提供研究结果及发表投资观点。我们的目标是帮助基金经理获得更出色的投资成果，并为客户和决策者提供具洞见的看法。

贝莱德副董事长与贝莱德智库主管
Philipp Hildebrand

环球首席投资策略师
董立文 (Richard Turnill)

经济与市场研究团队主管
Jean Boivin

执行编辑
Jack Reerink

本文仅向合格境内专业投资者及机构投资者派发，任何其他人士不应依赖本文。资料来源：贝莱德。投资涉及风险，过往业绩不一定是未来业绩的指引。任何预测并不能保证。读者应自行选择是否依赖本文提供的数据。投资海外市场涉及的风险包括外汇风险、流通性有限、政府减少规管，以及市场受不利的政经及其他发展影响而大幅波动。债券投资涉及利率及信贷这两大风险。一般而言，债券的市值将随着利率上升而相应下跌。信贷风险是指债券发行商可能无法奉还本金和利息。投资价格及其收益可升可跌，并不能保证。投资者可能无法取回原本投资金额。投资价值亦可能受到汇率影响。本文不应被依赖视作预测、研究或投资建议，亦非对任何证券买卖或任何投资策略作出的建议、要约或招揽。本文所载属于2016年12月之意见，并可随时因随后情况变化而更改。本文所载之数据及意见，均来自贝莱德视为可靠之专有及非专有的来源，并不一定巨细无遗及保证准确。指数表现数字仅供参考之用。投资者无法直接投资于指数。

贝莱德是Blackrock, Inc 的注册商标。所有其他商标均为其各自拥有人的财产。M-20170110-0020

© 2016 BlackRock, Inc版权所有。

BLACKROCK®

贝莱德