

市場展望

季度投資策略

2016 年第一季

新一年的展望

對投資者來說，2015年是磨人的一年，他們面對連番的急劇波動，在很多情況下只獲得小幅回報或負回報。在上一年度的來年展望中，我們所作的預測是低增長、低收益率、低回報，以及金融市場的加劇波動，而大多數投資者都敏銳地注意到這些預言成真。不幸的是，道明財富資產配置委員會(TD Wealth Asset Allocation Committee)預期2016年將有更多同樣現象出現：不時有更大的波動性伴隨著溫和回報。我們仍然相信，在這個充滿挑戰的環境中，最佳的應對方法是持有由優質資產構成的多元化投資組合。2015年突顯了分散投資的價值，很多投資組合因為有美元成分而得力於這貨幣的強健走勢。

2015年內有許多事件佔據了頭條位置，包括希臘退出歐元區的可能性、中東和俄羅斯／烏克蘭的地緣政治緊張局勢、伊波拉病毒爆發，以及恐怖組織伊斯蘭國(ISIS)的越益殘暴。此外，投資者擔憂呆滯的經濟增長和暴跌的商品價格，金融市場恢復波動是不足為奇。

波動是分散地出現，貨幣、固定收入和股票市場全都於這一年內不時地波動，似乎沒有投資者可以避免。首先感受到影響的是外匯交易員。當瑞士央行於年初出乎意料地使瑞士法郎與歐元脫鉤，瑞郎相對於歐元和美元都升值，有逾20%的單日升幅。由於貨幣於一天內的變動往往是幾個基點，如此規模的變動令許多交易者倉忙應對。

於第二季內，債券收益率於5月飆升，這是由於歐元區勝於預期的

經濟數據推高了通脹預期，以及油價短暫地回穩，受影響的是固定收入投資者。最後而同樣重要的一點是，股票投資者於夏季感受到波動增加的影響，當時中國經濟增長放緩被視為反映着全球總需求減少，對經濟增長放緩的憂慮因而加強。在此波動形勢下，多個股票市場於8月底經歷了短暫的技術性調整，從各自的高峰水平下降10%。

不幸的是，油價的調整卻非短暫性質。油價於2014年6月開始下滑，跌勢持續，至今油價已下跌了50% (見圖1)。因應價格下跌，北美鑽探活動顯著減少，但世界其他地方卻增加產量，特別是中東地區，這意味著庫存量停留在接近歷史高位的水平。然而，需求仍強，尤其是在美國、中國和印度，我們相信當庫存量開始下降，油價將會改善。目前的價格遠低於生產的邊際成本，我們並不認為這是可持續的水平。

金融和石油市場令人感受到刺激，經濟增長則不同，於2015年內毫無刺激可言。雖然歐洲經濟取得進展，美國繼續努力地緩慢而穩定前進，但世界其他地方的表現呆滯甚或惡化。中國的增長明顯地放緩，包括加拿大和日本等多個國家進入或瀕臨技術性衰退，逼使國際貨幣基金組織和部分主要的中央銀行於這一年內多次調低其預測。

市場展望摘要

焦點範疇	投資問題	建議
分配股票與固定收入投資	股票或債券較吸引？	我們選取股票多於債券，並著重股息增長型股票。
分配加美與國際股票投資	加拿大、美國還是國際市場的股票最為吸引？	我們對主要的國際市場持中立態度，但偏好已發展市場多於新興市場。
分配企業與政府債券投資	投資級別加拿大企業債券或政府債券較吸引？	我們主張增持投資級別企業債券而非政府債券，因為前者兼具增量收益率和較短年期的優點。我們對高收益債券持謹慎態度。
加元與外幣投資	涉及外幣的投資將提高還是減低加國投資者的總回報？	我們相信加元現處於與其公平估值一致的水平，維持中立的立場不變。



圖1：西德州中級原油 (WTI) 價格



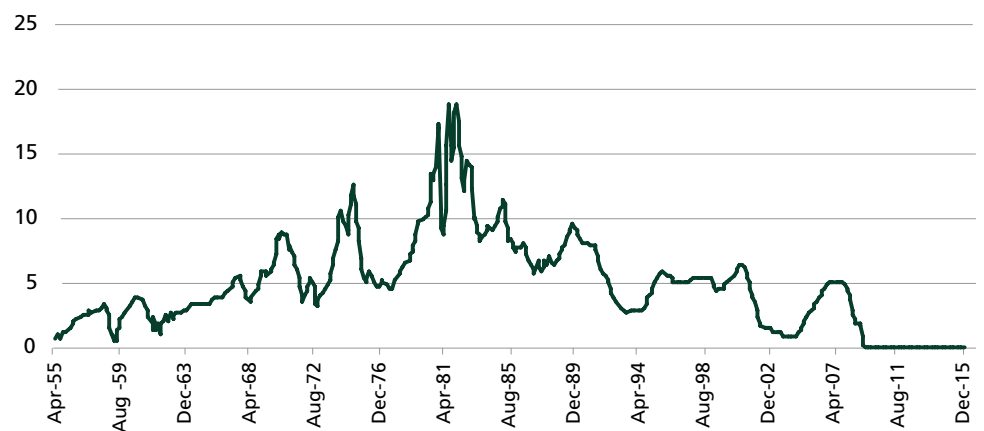
資料來源：道明資產管理 (TD Asset Management)、Bloomberg Finance L.P.；2015年11月30日數據。

在經濟增長乏力的形勢下，43個國家為了刺激正在減慢的經濟，紛紛採取寬鬆措施，全球的中央銀行大量趨向前所未見的寬鬆。加拿大央行於年內兩度減息，使旁觀者大感意外；隔夜利率於1月從1%調低至0.75%，再於7月下調至0.5%。接近年底時，央行還宣布準備於有必要時使用非常規措施(例如負存款利率和資產購買計劃)。在歐洲，歐洲央行於年初展開一項資產購買計劃，並於接近年底時宣布延長該計劃。它繼續降低存款利率，使存款利率進一步下降至負值區內。事實上，負利率盛行於整個歐元區，目前幾乎有2萬億歐元的歐元區政府債券提供負收益率。在東半球，日本央行維持接近零的利率，並繼續其大規模的資產購買計劃；中國人民銀行則數度減息，取消存款利率上限，並降低對銀行存款準備金的要求。

在寬鬆增加的趨勢下，美國聯邦儲備局是一個離群者。儲備局於2014年後期結束其量化寬鬆計劃，之後仍然採取支持態度，於2015年內大部分時間把主要利率維持在零至0.25%的範圍內，儘管市場曾

普遍推測它會於年內較早時加息。聯儲局確實於12月開始幾乎是10年來的首個收緊政策週期，略為提高聯邦基金利率。它承諾會採取漸進的方式，並表示聯邦基金利率可能會有一段時間是繼續低於正常水平。我們相信聯儲局會緩慢和謹慎地行動，並預期這是聯儲局歷來最寬鬆的收緊週期。同樣重要的一點，是要注意即使利率開始在美國攀升，在絕對和歷史的基礎上仍然是極低的利率，我們相信低利率將維持一段相當長的時間。

圖2：美國聯邦基金利率 (1954 - 2015)



資料來源：道明資產管理 (TD Asset Management)、美國聯邦儲備局；2015年12月10日數據。

2016年市場展望

我們對2016年的展望與對上一個季度的沒多大分別。鑑於高企的債務水平、目前的人口趨勢和疲弱的總體需求，我們認為低增長環境將持續存在，這也意味著寬鬆的央行政策、低利率和低盈利增長將會持續。整體而言，我們預期2016年將有輕微的投資回報。此外，我們相信不時會出現更強的波動，有很多潛在的波動源頭存在，包括新興市場的風險、家庭和政府的高額債務，以及央行缺乏靈活性。

在此環境下，道明財富資產配置委員會維持其立場，即是股票持中立態度，主張減持固定收入。我們依然偏好多元化的投資組合，把投資分散於優質的國內和全球股票(有能力在低增長環境中增加盈利和股息)、保障資本安全的現金部分，以及帶來一些收入和多元化的投資級別企業債券。我們對新興市場和高收益債券都持謹慎態度，偏好已發展市場和投資級別債券。

股票

加拿大股票於2013年和2014年都帶來雙位數的回報率，於2015年則錄得損失，而美國股票的總回報則取得以本地貨幣計值的極小收益。在更遠的另一方，歐洲和日本股票帶來強健的回報。在這一年，我們看見過去5年快速增長的盈利步伐放緩，預期盈利於2016年內保持溫和。目前的環境令公司在收入增長上面對更大的挑戰，盈利增長因而也面對更大的挑戰，尤其是許多公司已經大量地削減了成本。因此，我們的預測是低至中等的單位數盈利增長。由於盈利增長溫和，估值已經接近或處於其公平價值，我們預計股票回報亦將是溫和的。

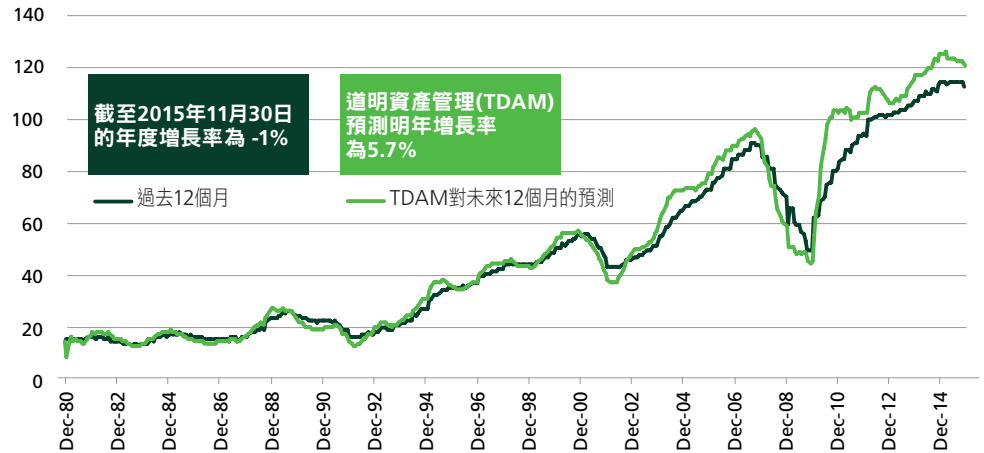
儘管如此，我們仍繼續選取股票多於固定收入，原因是我們預期股票將跑贏債券，後者相信將帶來跟票面利率相若的回報。股息率仍具吸引力，尤其是相對於債券收益率來看，我們認為股息在日後將是回報中更加重要的一部分。我們繼續偏好能提供穩定和逐漸增加收入流的優質派息股票。

地域上的投資分配

我們偏好已發展市場多於新興市場。在新興市場，估值吸引，但高企的債務水平、正在減慢的經濟增長和轉弱的商品價格帶來風險，這些風險可能會因為聯儲局開始調高利率而增大。已發展市場也有債務高企的問題，不過基本經濟因素看來較強。

加拿大股票回報於2015年疲弱，主要是由於能源和商品價格大幅下降，能源和商品是加國經濟和加國大圍股市指數的重要構成部分。商品價格走低的影响已拖累企業盈利，並使國內經濟受壓。然而，很多公司將受惠於美國經濟改善，較低的

圖3：標準普爾500指數的年度每股盈利（歷史與預測）



資料來源：道明資產管理 (TD Asset Management)、Bloomberg Finance L.P.；2015年11月30日數據。

加元應對製造商和出口商有利，而油價復甦將是一股重要的順風。

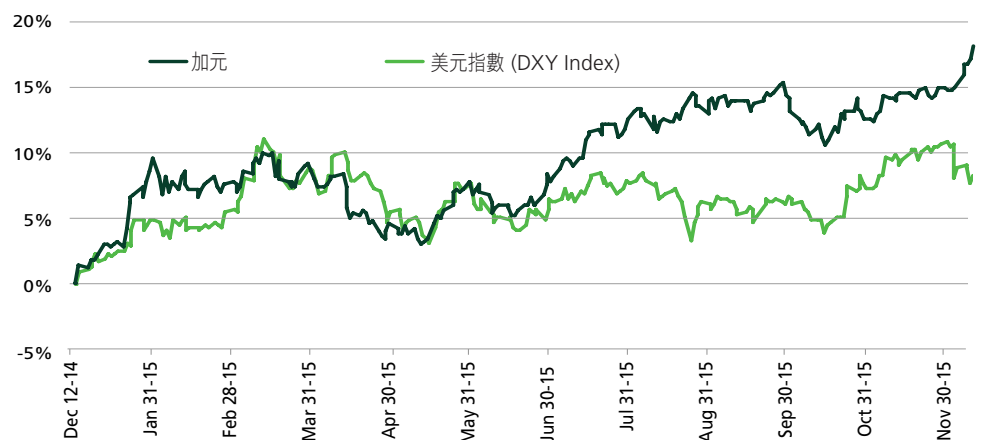
在美國，強健的美元可能繼續對美國企業盈利構成逆風，但經濟增長和就業都正在改善，應有助於優質企業增加盈利，儘管增長步伐比近年較為緩和。

雖然歐洲仍面對挑戰，但經濟增長正在改善，有合理地吸引的估值，而疲弱的歐元應對企業盈利增長有支持力。此外，歐洲央行最近延長量化寬鬆計劃，這應會提供流動性，並使利率保持低企。

固定收入

債券市場於2015年起伏不定，收益率波動，這是因為投資者不斷推測聯儲局會否和於何時開始加息，而通脹預期則根據近期的經濟數據發布和油價而上下移動。概括地說，聯邦政府債券受惠於安全投資轉移而有良好表現，但信貸市場疲弱，利差擴大，利潤下降，經濟增長前景減弱。在能源業疲弱和流動性受關注之際，高收益債券尤其受壓。儘管利差擴大，收益率仍低。

圖4：美元強勢



美元指數衡量美元相對於一籃子全球主要貨幣加權價值。

資料來源：道明資產管理 (TD Asset Management)、Bloomberg Finance L.P.。

聯儲局於12月調高聯邦基金利率，並沒有令我們的基本看法改變。我們仍然相信，我們處於一個長期利率「更長時間地保持較低水平」的環境。在這樣的環境中，我們認為投資組合的固定收入部分，其作用將是提供適度的收入和多元化的好處。我們預期債券將提供跟票面利率相若的回報，這是我們主張減持的原因。我們選取投資級別企業債券多於政府債券，這是因為它們在收益率上的優勢，而鑑於波動增加的可能性，我們增持現金。

高收益債券的確有更高的利率，而利差於2015年內顯著擴大，但從歷史角度來看，利差仍低，特別是在商品領域之外。此外，商品價格和流動性有限的可能性仍然令人關注。因此，我們對高收益債券維持偏低比重。

加元與外幣投資

加元於這一年內顯著減弱，主要是由於加拿大央行兩度減息和商品價格下跌。較弱的加元應有助於出口商、製造商和國內消費。對於持有未被對沖的美國和國際投資的投資者來說，這是很利因素，

因為當他們的回報兌換為加元時，價值會明顯增加。對加拿大投資者而言，持有美元資產可以是一種促進分散投資的重要方法，特別是當美元在較反覆的市場環境中取得良好表現的時候。

另一方面，美元於這一年相對於大多數其他貨幣強健，推動因素是美元常被視作避風港，以及聯儲局的貨幣政策開始與其他中央銀行背道而馳，大部分央行都正在增加寬鬆程度。美元走高對美國的出口、經營國際業務的美國公司盈利，以及持有國際投資的美國投資者產生負面影響。

由於商品價格低廉，加國經濟增長乏力，加元可能會有一段時間維持在目前的低水平。由於美國的貨幣政策與加拿大的背道而馳，加元有可能進一步轉弱。然而，我們相信加元接近公平價值，維持對加元中立的立場，加元顯著進一步下降的可能性不大。

當新的一年來臨，道明財富全體人員祝願您有一個快樂、健康和繁榮的2016年。

道明財富資產配置委員會：

道明財富資產配置委員會 (TD Wealth Asset Allocation Committee) 成立之目的，是貫徹為道明財富 (TD Wealth) 提供對主動式資產配置的意見和指引。為實踐這重要職責，委員會的三個首要目標為：提出主要的市場論題，從宏觀層面提供資產配置的方針，指出市場主要風險。

道明財富資產配置委員會成員：

主席：

道明資產管理有限公司首席投資總監

道明銀行集團高級副總裁

Bruce Cooper, CFA

道明資產管理有限公司董事總經理

Anish Chopra, CA, CFA

美國道明資產管理有限公司

董事總經理

Glenn Davis, CFA

Epoch Investment Partners, Inc.

定量研究和風險管理總監

Kenneth Hightower, PHD, CFA

道明財富協理副總裁

Martha Hill, CFA

道明資產管理有限公司董事總經理

Robert Pemberton, CFA

道明資產管理有限公司董事總經理

David Sykes, CFA

道明財富的美國財富投資策略師

Sid Vaidya, CFA, CAIA

道明資產管理有限公司董事總經理

Geoff Wilson, CFA



除非另有說明，本文所載乃截至2015年12月31日資料。本文內之陳述由道明財富(TD Wealth)提供，僅供資料說明之用。本文根據相信為可靠的資料匯編而成，此聲明乃部分或全部基於第三者所提供的資料，但不保證其內容的準確和全面性。圖表僅供解說之用，並不反映任何投資的未來價值或未來表現。本文資料並不旨在提供財務、法律、稅務或投資建議，衡量個別投資、交易或稅務策略時，應考慮個別人士的目標和風險承受能力。道明財富、道明銀行(The Toronto-Dominion Bank)與其聯屬機構及相關實體對任何資料錯漏或導致的損失或傷害概不負責。本文的部分陳述可能會包含前瞻性陳述，它們屬預測性質，可能包括例如「預期」、「預料」、「打算」、「相信」、「估計」和類似的前瞻性字句或它們的否定式版本。前瞻性陳述是基於對未來整體經濟、政治和相關市場因素，例如利率和匯率、股票和資本市場、整體商業環境的當前預期和推算，假設稅法或其他法律或政府規例或災難性事件沒有改變。對未來事件的預期和推算本質上是會受到未能預見的風險和不確定性影響。此等預期和推算，將來可能是不正確的。前瞻性陳述並非對未來表現的保證。實際情況可能會與任何前瞻性陳述中所明示或暗示的大不相同。這些偏離可以由很多重要因素促成，包括上文所列出的因素。您應完全避免依賴前瞻性陳述。道明財富資產配置委員會 (TD Wealth Asset Allocation Committee, 簡稱 WAAC) 由道明集團內不同的投資專才組成。WAAC 的使命是每季發表市場展望報告，簡明扼要地表達對未來 6 至 18 個月內市場狀況的看法。WAAC 所提供的指引並非對未來結果的保證，而市場上實際發生的事件可能會跟季度市場展望中所明確指出或默示的大不相同。WAAC 的市場展望並非投資意見的代替品。道明財富是代表由道明宏達理財加拿大有限公司 (TD Waterhouse Canada Inc. – Member of the Canadian Investor Protection Fund)、道明宏達理財私人全權託管投資有限公司 (TD Waterhouse Private Investment Counsel Inc.)、透過道明銀行提供之道明財富私人銀行 (TD Wealth Private Banking) 及透過加拿大信託公司 (The Canada Trust Company) 提供之道明財富私人信託 (TD Wealth Private Trust) 所提供的產品與服務。Epoch Investment Partners, Inc. 是道明銀行的全資附屬公司及道明資產管理 (TD Asset Management) 的聯屬公司。道明資產管理透過在加拿大的道明資產管理有限公司 (TD Asset Management Inc.) 和在美國的 TDAM US Inc. 營運。兩者都是道明銀行的全資附屬機構。彭博 (Bloomberg) 及 Bloomberg.com 是在特拉華州註冊的有限合夥公司 Bloomberg Finance L.P. 或其附屬公司擁有的商標及服務標誌。保留一切權利。所有商標分別為其擁有機構之產權。© 道明 (TD) 標誌和其他商標是道明銀行的產權。此中文譯本僅供參考之用，一切以英文原文為準。