



**Nick Mustoe**  
首席投資總監



### 重點

- 我們認為結構性增長股（例如科技股）估值過高的情況難以持續。
- 對習慣貨幣寬鬆環境的市場來說，在央行政策過渡至較「正常」水平期間，很可能面對挑戰。
- 歐洲市場的估值看來較美股顯著吸引，特別是對經濟趨勢較敏感的股類，例如銀行股。

現時，環球增長前景好淡紛呈的趨勢更為顯著。雖然去年我在投資展望中談論的經濟同步擴張範圍已經收窄，但仍足以帶動企業盈利增長。在政策持續改變的環境下——量化寬鬆轉變為量化緊縮，而且利率持續上升，美國經濟仍保持增長，但其他市場的動力則減退。

在環球金融危機過後的十年，環球經濟增長的情況如何？美國經濟依然由財政刺激措施及仍有利於本土經濟的金融狀況帶動。歐洲和日本的經濟增長仍然穩健，但步伐顯著放緩。另一方面，中國經濟動力逐漸減弱，在資產負債表槓桿偏高及中美貿易局勢緊張的情況下，中國政府能否透過重新推出信貸和財政刺激措施成功重燃經濟活動仍屬未知之數。全球貿易前景不明朗，加上美元流動性收緊，使區內的新興市場經濟體受壓，即使受壓程度各異。

現時，我們顯然處於過渡階段，全球各地央行逐漸步入較「正常」的時期。對習慣寬鬆環境的市場來說，要順利過渡殊不容易。預料期間市況可能反覆波動。即使環球股市在2018年10月底連升兩日，也無法擺脫被陰霾籠罩的現實：這是超過六年以來表現最差的月份（自2012年5月以來）。若干全球最大規模的科技集團公布的盈利預測令人失望，觸發投資者廣泛拋售持倉，令市場再次憂慮史上最長牛市即將結束。

整體來說，大部分股市前景正面，歐美兩地的第三季企業盈利令人略感安慰。然而，投資者持續憂慮利率上升及環球經濟放緩，令金融市場受壓。市場最關注的事項包括：中美貿易關係在年底可能持續惡化；美國將於未來數月調高向中國商品開徵的關稅；以及貿易談判破裂。

過渡期對美國股市的影響更為顯著，因為在2018年美企調回海外盈利的一次性措施為美股提供支持，大部分調回的資金用於回購股份或增派股息。然而，踏入2019年，該措施對美股的支持可能不及今年。

### 預料商業周期結束

美國股市顯然預料商業周期見頂，因此憂慮經濟衰退將至，並影響到較受市場追捧的結構性增長股（例如科技股）近日的資金流入。我們仍然認為該行業的估值過高。我們致力把握美股與全球各地股市之間的估值差異，並認為真正的投資機會在美國以外的市場。



美國股市顯然預料商業周期見頂，因此憂慮經濟衰退將至。

相對過往任何時間，現時美股均較其他地區昂貴，尤其是科技股。在今年，FAANG六大科技股(Facebook、Amazon、Apple、Netflix、Microsoft及Google母公司Alphabet)主導市場表現，受惠於社會進行數碼革命，這些科技股似乎可望持續錄得增長。面對貿易緊張局勢升溫，科技公司的增長率亦被視為較強韌。市場繼續收窄投資範疇，聚焦於增長，甚少關注估值。年初至今，上述六隻科技股為全球股票回報帶來約三分之二的貢獻。我認為這將無以為繼。

我仍專注於估值，以及市場長遠提供可持續回報的潛力。因此，就締造回報的能力而言，我對歐洲、英國和亞洲市場未來數年的前景較為樂觀。以歐洲為例，我認為現時該市場提供若干最佳的投資機會。整體來說，歐洲市場的估值看來明顯較美股吸引，特別是對經濟趨勢較敏感的股類，例如銀行股。

我們認為相對於內在價值，現時優質企業的股價存在大幅折讓。隨著寬鬆貨幣政策的年代結束，加上利率趨升，市場可能傾向追捧較便宜的股類，例如金融服務股，這類股份一般受惠於加息趨勢。鑑於市場憂慮英國脫歐，英國股市的估值看來極低。相對環球股票，大多數英國股票的估值

均處於甚低水平，可見市場價格已反映大部分「利淡消息」。

與此同時，鑑於近日股價下跌，有跡象顯示投資者可能逐漸沽售增長股，轉持價值股。亞馬遜 (Amazon) 及 Alphabet 均公布收益遠遜預期，觸發其股價下跌，並錄得多年來最龐大的跌幅，為其他股類提供收窄表現差距的空間，例如能源股和健康護理股。

雖然自10月初以來，美國的宏觀經濟前景並無惡化，但其他市場卻陸續傳出令人失望的消息。在撰文之時，英國仍在進行脫歐談判，而英國國會還有機會投票否決任何已達成共識的協議，在這情況下，英國未必有充足的時間（或歐盟不願

意）在明年4月前就新協議進行談判。意大利政府與歐洲當局的分歧仍有待解決，而中國和歐元區今年的經濟增長步伐較預期緩慢。

鑑於今年的經濟增長較2017年放緩，預料市場在明年仍憂慮周期結束。然而，我們相信中期來說，經濟增長的幅度足以為大部分股市帶來可觀的回報。



鑑於今年的經濟增長較2017年放緩，預料市場在明年仍憂慮周期結束。

## 重要信息

上述文件擬僅供景順意圖提供的人士而設，只作資料用途。它並非要約買賣任何金融產品，亦不擬且不應分派予公眾人士、或以此作為依據。不得向任何未獲授權人士傳閱、披露或散播上述文件的所有或任何部分。

上述文件的某些內容可能並非完全陳述歷史，而屬於「前瞻性陳述」。前瞻性陳述是以截至本文件日期所得資料為基礎，景順並無責任更新任何前瞻性陳述。實際情況與假設可能有所不同。概不保證前瞻性陳述（包括任何預期回報）將會實現，或者實際市況及／或業績表現將不會出現重大差距或更為遜色。

上述文件並無將任何個人的投資目標、財務狀況或其它特定需要納入考量。我們鼓勵投資者在作出投資決定之前，應考慮個人投資目標、財務狀況及需求的適切性。

閣下應注意本文件：

- 可能包含談及非本地貨幣的金額；
- 可能包含並非按照個別人士所居住國家之法律或條例所準備的財務資訊；
- 可能並未討論涉及外幣投資的風險；
- 並未討論當地稅務議題。

文件呈列的所有資料均源自相信屬可靠及最新的資料來源，但概不保證其準確性。所有投資均包含相關內在風險。請在投資之前獲取並仔細審閱所有財務資料。文內所述觀點乃根據現行市況作出，將不時轉變，而不會事前通知。有關觀點可能與景順其他投資專家的意見有所不同。

於部分司法管轄地區分發和發行上述文件可受法律限制。持有本文件作為營銷材料之人士須知悉並遵守任何相關限制。本文件並不構成於任何司法管轄地區的任何人士作出未獲授權或作出而屬違法之要約或招攬。