



**Kevin Holt**  
CIO, US Value Equities



#### 重點

- 股票市場備受環球貿易戰憂慮衝擊，而由於面對緊縮貨幣環境，投資者亦憂慮經濟增長或會放緩。
- 特別是，當不少周期性行業正反映情況接近衰退的大規模經濟放緩，個別周期性行業出現投資機遇。
- 我們認為，過去波動偏低的行業現時估值昂貴，而部分行業相對以往面對結構性挑戰。

自美國2016年總統選舉以來，股市顯著上升，期間受阻情況不多。隨著2019年將至，除非出現意料之外的衰退，否則相信美國經濟仍相當強勁，並可支持若干行業的股價走高。我認為財政刺激措施和積極放寬監管應可在來年繼續帶來效益。然而，美國經濟前景並非毫無風險，投資者亦非可以安枕無憂－貿易緊張局勢（最主要是中美之間）和利率現水平與未來走勢的憂慮，均令股市蒙上陰影。

歷史上的貿易戰均以雙輸告終，因此及時解決糾紛更為重要。貿易衝突越持久，通脹升溫、經濟增長放緩和股市受衝擊的可能性越大。儘管對企業盈利的影響難以準確量化，但隨著2018年即將結束，越來越多公司表示持續的貿易戰正為公司盈利帶來負面影響。一家環球電力管理公司預料2019年將有1.10億美元的成本與貿易關稅相關，可能會透過提高價格轉嫁予消費者。一家大型工業企業在10月份表示，雖然並非均與貿易戰有關，但第三季生產成本上漲的幅度較價格升幅超出5,000萬美元。我相信假如貿易談判結果理想，應有助紓緩市場對眾多較受經濟影響的企業的憂慮。

#### 我們對能源業感到樂觀

我們認為能源股是現時市場基本因素改善的最佳機遇。油價出現數十年來最大跌幅後，大型能源公司自2014年起削減資本開支近50%。<sup>1</sup>由於不少石油項目均為長期項目，可能需時三至五年，因此削減資本開支對未來生產構成顯著影響。投資不足，加上環球消耗量日增，導致供不應求，閒置石油產能跌至紀錄新低。在需求並未大幅回落的情況下，環球消耗量在可見未來應會持續高於供應。

此外，必須指出的是，能源企業一直改變行政總裁的薪酬方式。公司能源委員會現時重視盈利能力多於產量，而委員會亦僅會撥款予投資資本產生可接受回報的項目。這種近期發生的轉變使企業財政狀況更穩健，賺取更可觀的自由流動現金，而且在不少情況下，更推動企業回購估值處於歷史低位的股份。

然而，上述的基本因素改善，仍不足以令投資者相信能源企業是吸引投資機遇。問題是：企業會否重拾超支的壞習慣，或能否維持資本紀律？我們認為，踏入11月後，能源股已反映油價處於每桶50美元的水平，而預期長期油價將平均介乎60至70美元。我們認為，這顯示能源股的價格具顯著上升的潛力。

#### 我們對消費必需品業保持審慎

相反，我們對市場上傳統屬於抗跌類行業持審慎態度。這類行業在過去十年用作類似債券資產，並視為「避險資產」。現時，消費必需品業的收益增長持平或下跌，而且估值相對過往並不吸引，顯示有必要加以審慎。預期由於競爭加劇導致大賣場零售商推出減價促銷活動，上述情況因而進一步惡化。

我們相信，不少食品及消費產品公司對業務的投資不足，已把營運溢利率降至不可持續的水平，而且當中很多公司與債券價格息息相關，在加息環境下，這情況或使其成為高風險投資。然而，假如貿易憂慮持續，相關股票或有望表現出色，因為投資者在短期內尋求相對周期性股份較保守的替代股票。

#### 總結

展望2019年，估值的重要性將下降，增長股和低波動股將主導投資環境。鑑於因子和量化型投資策略顯著增加，股市走勢已主要由承險／避險推動，而不是增長與價值之間的角力。我相信一旦投資者對上述主要問題感到安心後，資金或會顯著轉向價值股，包括對宏觀環境較敏感的領域。

<sup>1</sup> 資料來源：Bain & Company，“Accelerating Capital: 2018 Oil & Gas Industry Planning Outlook” 2017年11月22日。大型石油公司削減資本開支，由2013年2,150億美元減至2016年1,180億美元。

## 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。