

## 道明財富資產配置委員會 (TD Wealth Asset Allocation Committee) 概觀

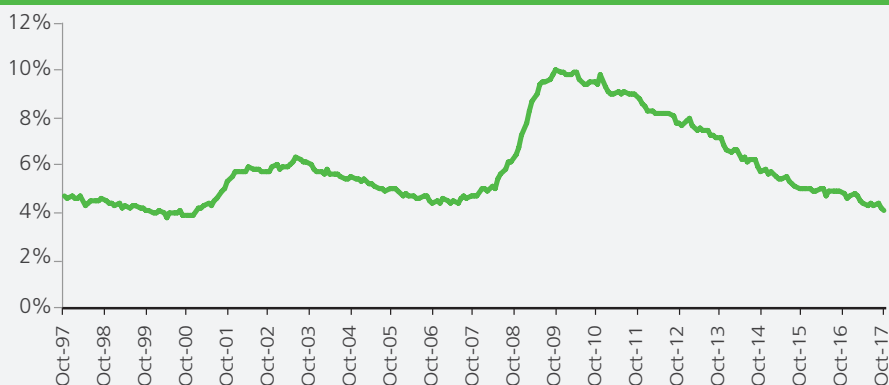
- 我們對前景持審慎態度，原因是全球經濟增長加速所引發的樂觀情緒，受到政策不明朗和持續結構性挑戰相互抵銷
- 多國央行正在讓其政策從應急變為中立，但預期更長期地處於更低水平的利率環境將持續
- 股票的中性評級反映強健的企業基本因素受到美股估值過高所抵銷
- 對國際股票的偏好是由具吸引力的估值，以及受更高增長和通脹而帶動的盈利增長潛力所促成
- 潛在的波動來源包括全球經濟的高度失衡，尤其是加國家庭債務，以及美國與其貿易夥伴之間的磨擦

整個 2017 年的常見主調是上升：經濟增長、企業盈利、股票、定息收益、就業數據和消費者信心，全部都是升、升、升。經濟增長還沒有真正的開足馬力，但在週期性復甦中持強，而且帶動上述其他方面上揚，是主要的推動力之一，讓我們目睹差不多十年來的首次全球經濟同步增長。

舉例來說，穩健的經濟增長有助於刺激企業盈利和股市顯著走高。許多區域的股票指數都有雙位數字的升幅，並達到了歷史新高；其中歐澳遠東 (EAFE) 指數和新興市場股票受惠於經濟改善和具吸引力的估值，表現都優於北美股市。

經濟增長也推高就業數據，10 月份的美國失業率達到 17 年來最低水平，而加拿大亦連續 11 個月錄得就業增長。這全都足以激發消費者信心，而美國經濟評議會消費者信心指數 (Conference Board Consumer Confidence Index) 達到自 2000 年以來最高點。

### 美國失業率 1997 年 10 月至 2017 年 10 月



資料來源：美國勞工統計局 (U.S. Bureau of Labor Statistics) 的統計數字；2017 年 10 月 31 日數據。

### 美國經濟評議會消費者信心指數 1998 年 10 月 31 日至 2017 年 10 月 31 日



資料來源：Bloomberg Finance L.P.；2017 年 10 月 31 日數據。

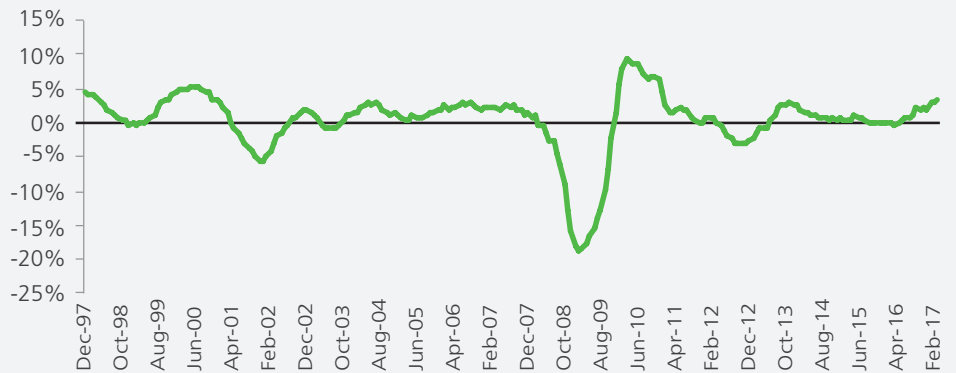
在經濟和就業情況如此強健的局面下，我們目睹貨幣政策的轉捩點開始出現。在金融危機爆發近十年後，這些改善情況終於使部分中央銀行開始降低寬鬆政策的應急程度。美國聯邦儲備局正在領先地朝著政策正常化的方向邁進，透過適度地調高其主要利率，並小心地開始撤回其量化寬鬆計劃，一直緩慢地走向中立政策。在 2017 年內，加拿大央行和英倫銀行都已適度地調高其主要利率，移除與金融危機過後很久才發生的異常事件（分別是油價急跌和英國脫歐事件）相關的刺激措施。然而，三大央行都保持高度寬鬆的態度，打算在繼續走向中立的同時仔細考慮相關數據的發展。

### 道明財富資產配置委員會的立場

進入 2018 年，經濟指標繼續處於強勢，貿易、採購經理指數、工業生產、就業創造和建築活動全都造好。這應會進一步支持 2018 年的經濟穩健增長。我們預計將有約 3.5% 的全球增長，我們稱之為「金髮女孩」(Goldilocks) 增長——不太熱，但也不太冷。

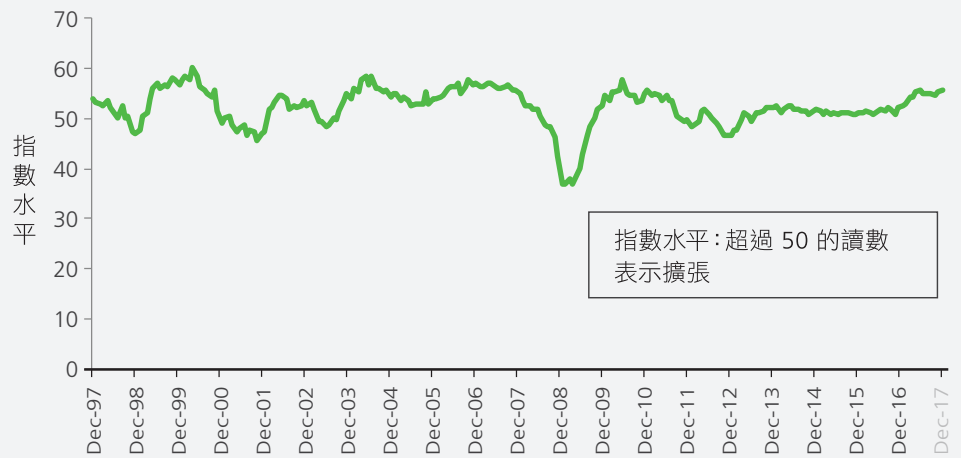
因此，我們預期各地央行將繼續走向政策正常化。可是，儘管經濟增長和生產正在改善，通脹依然疲弱，而此趨勢大概會在 2018 年持續下去；高企的債務水平、人口趨勢和科技全都有限制價格的作用。疲弱的通脹應會緩和顯著調高利率的需要，所以我們相信各地央行明年只會略為加息，這將讓固定收入的投資者面對一個延續的低收益率環境。持續的低利率將對當前的股票估值乘數有利，而穩健的經濟增長可能會推動企業盈利增長。這兩個因素都應會促使股票繼續其上升趨勢，

### 七大工業國的工業生產增長 (百分率) 1997 年 12 月至 2017 年 9 月



資料來源：Bloomberg Finance L.P.；2017 年 10 月 31 日數據。

### 全球採購經理指數 1997 年 12 月至 2017 年 10 月



資料來源：Bloomberg Finance L.P.；2017 年 10 月 31 日數據。

雖然我們並不預期 2018 年升幅將會如同 2017 年的那麼可觀。

踏入 2018 年，我們正在觀察許多風險，包括地緣政治發展、全球經濟失衡、保護主義和中央銀行的行動，它們全都可能對金融市場產生影響。比方說，如果當前的保護主義情緒導致貿易戰，全球貿易隨之減少，可能會抑制經濟增長和導致通脹率上升，也可能對股票估值造成下行壓力。此外，各地央行調低其寬鬆程度，有可能會犯了政策

上的錯誤。雖然在不再需要應急措施的時候減少這些措施是適當做法，但要將貨幣政策收緊至更正常的程度，同時不會對經濟增長造成不良影響，也不會威脅金融的穩定性，這將需要巧妙的平衡技巧。鑑於各地央行目前是前所未有的寬鬆，也沒有一個該如何前進的路線圖，所以我們預期它們會緩慢而謹慎地前進。然而，政策失誤仍然有可能發生，並可能引起波動，給投資者帶來一個困難的環境。

在這樣的背景下，我們對資產類別的整體定位維持不變，即是對股票和固定收入持中性立場。雖然我們預期股票將於 2018 年跑贏固定收入投資，但並不相信於此時增持股票的附帶風險將為投資者帶來適當的回報。儲備一些彈藥也許是明智之舉，當市場出現回落，便可增加持倉量。就固定收入而言，雖然債券可能只有低回報，但它們讓投資組合更多元化和穩定。這種好處很重要。因此，我們仍然認為應當採取平衡的方針，並偏好一個具有以下特點的多元化投資組合：

1. 優質股票，它們有能力在一個低增長的環境中增加盈利和股息，從而為投資者保護其積蓄的真正價值。
2. 部分現金配置以提供穩定性和保障資本安全。
3. 優質的加國政府債券和投資級別企業債券配置，以便提供一些收入、多元化和穩定性。

**下文敘述我們目前對個別資產的立場。**

## 股票

- 增持國際股票
- 對美國和新興市場股票持中性比重
- 減持加拿大股票

2017 年股市暢旺，然而我們預期 2018 年將有較溫和的回報。總的來說，我們預料股票將帶來中單位數字的回報。我們目前的地域偏好是國際股票，因為北美和歐洲的公司勢將受惠於正在改善

的經濟增長（在金融危機後明顯落後），國際股票的估值與北美和歐洲的比較，相對吸引。

我們對美國和新興市場股票持中性立場。在美國，相對於固定收入的收益率，自由現金流強勁而具吸引力。此外，企業稅下調可能會大為增加企業盈利，而這些因素似乎還沒有充分反映在市場價格中。然而，估值很高。我們認為持續的低收益率環境應會支持目前的估值水平，但並不預期估值將從當前水平大幅擴張。在新興市場，股票可能受惠於良好的全球經濟增長。主要區域的政治風險已減弱，商品價格似乎已穩定下來，這應對新興市場的股票有利，但高企的債務水平令人關注，加上流動性下降的可能性，緩和了我們的樂觀程度。

我們主張減持加拿大股票。加拿大於 2017 年有強健的經濟增長，但我們相信增長步伐將於 2018 年放緩。我們長期以來對高債務水平的副作用提出警告，而經濟合作與發展組織 (OECD) 最近一項研究指出，加拿大的家庭現在是全球負債最多的。我們預計這將導致個人消費減少，特別是在加拿大央行於 2017 年加息和收緊按揭貸款規則後，銀根更緊。這是令人關注的情況，因為個人消費一直是加國經濟增長的主要推動力。商業投資可能會彌補不足，促進經濟增長。然而，北美自由貿易協議 (NAFTA) 的談判結果是未知之數，不明朗的氣氛似乎會限制商業投資。如果經濟增長真的減慢，公司將更難使其盈利增長。

## 固定收入

- 對現金、加國政府債券、投資級別企業債券和通脹掛鉤債券持中性立場
- 盡量減持高收益和環球債券

如上文所述，經濟增長持強，而加拿大央行和美國聯邦儲備局已開始調高其主要利率。如果增長於 2018 年繼續加強，加拿大央行可能會進一步加息，這是合理的預測，但我們預期上調幅度溫和。美國的加息行動亦應溫和，因為通脹仍然受到抑制。雖然美國聯邦儲備局的領導層將有變，由鮑威爾 (Jerome Powell) 出任主席，但我們相信這將是順利進行的轉變，他將遵循由現任主席耶倫 (Janet Yellen) 定下來以數據為依歸的謹慎路向。

隨著各地中央銀行謹慎提高主要利率，短期債券的收益率可能繼續低企，疲弱的通脹可能會緩和良好經濟增長對長期債券收益率的影響，所以我們預期長期債券的收益率亦將保持低位。總的來說，我們的展望是債券帶來如同票面息率的回報（低單位數字）。雖然收益率和回報可能偏低，我們仍然認為固定收入是投資組合的一個重要元素。

我們對加國政府債券持中性立場，原因是它們使投資組合更多元化和穩定，並帶來一些收入。我們亦對投資級別企業債券中立。息差已收窄，但在對企業健康狀況有利的經濟環境下，它們與政府債券相比，仍然有收益率上的優勢。盈虧平衡點已逐漸上升，但從歷史角度來看仍處於合理水平，所以我們維持對通脹掛鉤債券的中性評級。

我們對高收益債券的評級是盡量減持，原因是它們頗為昂貴，而且息差窄，使風險與回報關係處於沒有吸引力的動態。在環球債券方面，我們目前亦主張盡量減持。在歐洲和日本，名義和實際收益率甚低，沒有吸引力；雖然部分新興市場有一些各別機會，但它們卻附帶著不對稱風險。

## 加元／美元投資

- 減持加元
- 增持美元

加元於 2017 年保持強健，然而我們相信加元已接近其價格範圍上限，預期其表現於 2018 年較美元遜色，這主要是由於兩國的央行政策和經濟增長前景不同所致。

## 黃金

- 對黃金持中性立場

我們相信投資於黃金可提供保險作用，防備極端結果的風險。由於環球經濟的不平衡，全球仍有實質的風險存在，但近期的政治風險看來已經減輕。

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 2018 年！

## 道明財富資產配置委員會

道明財富資產配置委員會成立之目的，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。委員會的三個首要目標為：提出主要的市場論題，提供宏觀資產配置，指出市場主要風險。

### 委員會成員：

主席：

道明資產管理有限公司行政總監兼首席投資總監  
道明銀行集團 高級副總裁  
**Bruce Cooper, CFA**

道明資產管理有限公司副總裁兼董事  
**Michael Craig, 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. 董事總經理  
**Kevin Hebner, PhD**

道明資產管理有限公司副總裁兼董事  
**David McCulla, CFA**

道明資產管理有限公司董事總經理  
**Robert Pemberton, CFA**

道明財富首席財富策略師  
**Brad Simpson, CIM, FCSI**

道明資產管理有限公司董事總經理  
**David Sykes, CFA**

道明財富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**



本文內之陳述由道明資產管理有限公司 (TD Asset Management Inc.) 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。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。本文資料並不提供財務、法律、稅務或投資建議，衡量個別投資、稅務或交易策略時，應考慮個別人士的目標和風險承受能力。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 WAAC 的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替代品。道明資產管理有限公司是道明銀行 (The Toronto-Dominion Bank) 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。