

简体中文文字记录资料由香港贸易发展局提供，根据嘉宾现场发言/ 普通话传译整理而成，未经讲者审核。

主持人：早上好，欢迎各位参加我们 2017 展望工作坊。这是由 UBS 特别赞助，这也是第五年 UBS 赞助在香港举办的亚洲金融论坛。今天在这个工作坊我们会跟各位分享对 2017 年的展望。同时我们也是要告诉各位，我们是如何得出这样一个展望的。而且我们有自己的首席投资办公室，并且在我们的办公室有许许多多的专门的分析师，他们会去整合全球各种各样的数据，帮助我们得出对全球经济的展望。其实，我们不仅仅是在瑞银集团内部有这样的专业分享，同时也跟其他的合作伙伴、合伙人一起去分享和交流。今天在台上有一位嘉宾：第一，叶浩华先生，惠理基金管理公司固定收益投资主管。第二，邓体顺先生，瑞银财富管理投资总监办公室董事总经理、大中华区首席投资总监及首席中国策略师。第三，施德铭先生，瑞银财富管理投资总监办公室董事总经理，大宗商品主管兼亚太区外汇主管。

接下来请各位分享一下他们对股票，对固定收益、对大宗商品的观点以及存在什么样的机会。最后有一个提问环节。

2016 年很多人说有许多大家无法预料的事件发生，导致了更高的市场波动性。首先问各位专业的嘉宾，可不可以分享一下您对 2016 年的总结，您学到了什么？我自己学到的就是不要相信所有投票的结果。我想知道 2016 年事情会如何影响 2017 年投资策略？

邓体顺：谢谢你们今天过来参加由瑞银赞助的一场活动。回顾 2016 年主要有三大观察：我们不要关注政治这样一些关注点，我们应该关注的是经济热点。像去年全球经济的发展，2016 年经济增长跟之前预期是一致的，比如我们预测 2016 年全球 GDP 增长 3.1%，去年实际 GDP 增长跟这个大致相同。第二，2016 年我们有很多波动性，全球的市场像坐过山车，但是全年下来组合回报不错。像 MCI、股票指数回报接近 6%。我们要持续保持投资。第三，我们要分散化投资组合，这样投资会是不错的。股票、债券依然能够带来回报。这是我们对 2016 年三点观察。

叶浩华：这是一个非常好的问题。而且确实我们需要思考一下这个问题，回顾 2016 年可以看到有黑天鹅事件，但是如果再来仔细思考，这是许多年宽松的货币政策导致的。全年我们可以看到广告宣传和媒体的作用，而且我们也可以看到贫富之间的差距。如果你有投资的话，回报会不错。但是这个并没有对实体经济带来很好的影响。民粹主义的崛起也是我们看到的一个现象。

施德铭：外汇市场 2016 年也是发生巨大变化。对我们来讲最重要一点就是要比

较谦虚。你说要去预测，很多时候最终出来的实际情况跟你的预测完全不一样，所以我们要足够谦虚的态度。我们要看看大宗商品，有谁会想到大宗商品会如此大幅上涨呢？有一些人以为这个资产类别会很糟糕，结果它的表现却很好，所以 2017 年也需要记住这一点。

主持人：三天后特朗普就会就职演讲了。特朗普是否真的能够给美国带来很好的经济增长？

邓体顺：现在媒体娱乐圈已经有很多人进行各种各样宣传了，而不是实际经济上产生的影响。他自己也说在就任总统之前，他已经创造了很多就业岗位，包括那些示威游行，那些也算创造就业岗位。共和党的政纲主要是对企业是友好的，基础设施投入，这也是特朗普主要的政纲。这是美国精英阶层、公众认为基础设施需要改善，所以特朗普恰恰是迎合了大家的要求。另外，减税这块，包括营业税、企业税，这些都是跟商界相关。另外一个政策，关注美国就业率、再工业化，这些也是他关注的。当然也会同样给美国经济更大的振兴的一个因素。我们可以看到过去几个星期里，大选也是很多人不断在讨论。

主持人：大选后市场是大涨的。投资者在想，大选的结果能够导致市场上涨，但是一旦真正就职后是否会有相反的方向呢？投资者需要对哪个行业特别关注、对哪个行业特别小心？

邓体顺：这是一个很好的问题。一方面长期来说，美国经济还是最有竞争力的经济，他们有全球最佳的企业，不仅在国内市场是主导，而且国际市场领先的企业也是主导的。实际利润的增长，瑞银认为 EPS 增长确实会是美国整个市场增加主要的驱动因素。市场过去这几个星期大幅上涨了。但是你看看股票的估值，当前 PE 估值比历史上高 90%，也就是估值有点过高。我们投资者要持续持有，也是有加仓的机会。在不同行业方面，银行业会受益，因为整个监管的放宽。商业银行收益和盈利性也会改善。另外还有高科技行业。要小心的行业就是传统制造业会继续丢失市场份额，像传统的汽车行业，我们必须保持警惕的就是跟船运、船舶相关的行业，这些行业可能会面临转折点。因为特朗普会面向国内经济，而不是国际经济。

主持人：我们通常会说通胀会回到美国。过去我们看到全球利率都是非常低，现在美联储开始加息，不仅去年，而且从前年开始加息。美国加息未来的方向是什么样？美联储在今年会加息几次？

施德铭：从我们角度来说，我们看法是比较一致的。你如果看一下市场变化，我们对于市场大家都是做好准备要加息的。对于我们来说，我们对于特朗普究竟能

带来什么呢，我们是有怀疑态度的。如果他想加税的话，应该在 2018 年三季度、四季度的时候会发生。对于目前来说我们有一个非常强劲美元，这个也需要被消化。还有很多资本、资金、政策上的收紧，所以我们觉得在未来应该会有两次加息。但事实上我对于美联储说有三次加息这个指导原则，其实是有一点失望的。因为加息三次意味着美国经济发展会非常好，但是我不是非常确定。现在美国 GDP 增长应该是维持 2.4%，这是非常不错的。当然了，特朗普也说到美国经济会有一些刺激政策等等。

主持人：香港绝对会受到美国利息变化的影响，特朗普是如何有什么样的贸易政策，如何来落实他的选举承诺，我们都是要注意的，你对特朗普有什么看法？

叶浩华：我对特朗普不是非常了解，我们看看市场，市场上基本有两点：第一，特朗普当总统。意味着美国经济会通胀。第二，保护主义。我个人认为并不会会有非常大的贸易保护主义。如果真的发生的话，也会影响美国经济。总体来说，我认为一个非常强的美国经济是会影响到中国。

主持人：对于利率来说，你有什么看法？作为一个固定收益管理者来说，你有什么看法？

叶浩华：现在我们看到会有两到三次升息，但是这些都是基于期望值，基于人们相信特朗普团队的办公室会把竞选时候的承诺都实现了的基础上才有这样的情况。但是对于我们来说，特朗普这个人是没有办法兑现自己承诺的。我们并不认为我们现在经济上面临的问题可以由一任政府解决，我们还有 QE 问题。QE 问题是多年印钞造成的问题，我不相信一届政府就可以把这个问题解决。接下来六个月内，当然利率会上升的，因为市场上认为特朗普会成功，但是如果你只要看到特朗普有一个政策失败，整个市场都会有相反的反应。

主持人：去年我们一直在担心中国的政策、担心中国的经济，Thomas，你是否关切中国的硬着陆，你觉得中国政府是否可以在 2017 年以后能够稳住局面？

邓体顺：我们对于中国的硬着陆是不担心的。我对中国关注了 22 年。硬着陆是投资者在过去 22 年都非常关心的问题，这并不是一个新的情况。2000 年的时候，04、05 年那个时候人们也非常担心中国经济硬着陆，但是在过去十年，中国确实成为了世界上最大的经济体，也创立了非常多的财富。我们现在担心的是什么呢？人们非常关切的是一些下面的因素，比如说它的增长，我们可以看到中国会持续的变成，在全球来说会生产出最多的工程师，还有在海外学习的中国学生很多人都回到中国了。这些人他们会把技术、管理才能带回中国，这也会继续驱动中国经济发展。除此以外，我们还看到中国城市化的发展。中国现在城市化还是

在继续发展。50%-60%城市化，和很多发达国家相比还是非常落后的，这方面还有非常大的空间可以发展。

在去年中国整体的经济是放缓了。但是我们并不担心中国的硬着陆。

主持人：对于人民币你的看法是什么？

施德铭：人民币会到 7.72，这是一个非常重要的一点。人民币的疲软会是在美元疲软的情况下也会疲软下来。人民币目前是在贬值，你不要把人民币跟美元一起看，美元在今年是一个弱的货币。可能很多人有疑问，因为美联储在升息。但是升息并不能保证货币的强硬。目前看逆差非常严重，今年会有美元的疲软。还有一点我要非常的小心第一季度流动性会有什么情况，因为我们有非常多现金流的控制。2017 年在美国以外，会有非常多的活动，我认为这也会对于美元强劲走势也会带来影响。所以你要有足够的投资多样化，除此之外，我们也有美元潜在的弱化的现状。

主持人：Gordon 你是否同意 Dominic Schnider 的说法？

叶浩华：我同意，但是我们时间线要短一点，我相信人民币很有可能中短期是疲软的，6-9 个月内。不仅仅是中国，中国情况其实是稳定下来了，另外是由于美元的强劲，特朗普的贸易政策。特朗普可能会让人们失望，中国可能会变好，今年后期会看到有一些变化。但是从今年会有一些疲软。

主持人：作为一个固定收益基金管理者来说，你认为它会如何影响你对中国的投资、尤其中国信贷的投资？

叶浩华：在现在大背景下现在不能冒这个贝塔风险，我们关注强有力收入的公司，我们要做我们的尽职调查，好好做作业。从逐个公司里面跑赢大市方面获得回报。一些机遇是不会受到利率变化的影响，也不会受到大市风险的影响。比如一些由事件驱动或者一些受压的资产方面，带来的压力和风险，他们会可以在市场上带来不错的回报。

主持人：我简单问一下有关不同的资产类别，我们看一下股权。2016 年有这么多的不同的不确定性，但是股市并没有让人们失望，美国的市场，还有英国的市场，英国市场受到英国脱欧非常大的影响，但是以英镑计价来说，他又跳回到 14%。所以我们看股票估值的时候，你觉得是否有更多对股票重新估值的空间，如果没有的话，对于这些股票恢复可能性有多大？

邓体顺：这是一个非常好的问题。我们对美国市场进行评判的时候，我们目前估

值是非常昂贵的，占了历史记录的 90%。PE 值确实在改善空间非常狭小。推进是来自盈利的收入。盈利的很幸运的是会有很多增长的。首先经济会增长，所以这两个因素我相信结合起来会不断地支持股票的股价。有关中国的股票，我们需要分开看海外市场、国内市场。海外市场是我们关注的市场。对于 PE 值来说，他比传统值还要低一些。我们现在 PE 是 10-11 倍，传统是 12 倍以上。所以目前的情况，它的交易 PE 是要比历史值低。所以他还是有空间可以上升。对于 EPS 来说，他的盈利可以稳定下来。我们总收入可以变成我们净利润，但是我们也确实承认有一些风险，首先是特朗普的风险。因为特朗普对中国的态度非常强硬，他说对中国贸易征收 45% 关税，他说中国是汇率操纵国。从近期来说我们不知道特朗普会做什么，但是我们的历史告诉我们，美国的总统会按照 75% 的说法来做。如果他对他竞选时候的承诺做到 75% 的话，对市场会带来一些风险。对所有投资者来说，我们是建设性的，但是短期来说你要对短期的风险要做好准备。

主持人：关于固定收益的问题，欧洲的央行、日本的央行也会改变他们的资产购买的步伐。债券一般在高通胀情况下它的表现就不太好。当然我们还没有到高通胀的情况。我们现在是否还应该持续持有债券呢？回报目标或期望应该是什么呢？很多我们这个区域的投资者不仅仅是买发达市场债券，也买亚洲的债券，Gordon 你怎么看呢？考虑到目前通胀前景我们应该怎么办？还有美国现在的政策以及美元的走强，当然还有人民币贬值，所有这些因素对亚洲债券会产生什么影响？

叶浩华：首先你要了解不是所有的债券都是平等的去建立的，有一些债券对利率非常敏感，有一些却不会。债券在信用市场上其实是有很多的不同的因素，他们对于利率是有不同的反映。首先我不相信加息的周期会导致我们债市牛市的结束。第二，我们可以看看在日本和欧洲的情况。他们都有他们自己的问题，日本在不断进行毫无休止的 QE，而欧元区也没有太好的前景。他们不仅仅有经济的问题，也有社会的问题，还有像民粹主义抬头，还有恐怖主义兴起。而且对于脱欧他们也不知道该怎么办。日本 5 亿左右的人口，应该来说是一个滞胀的情况。就算美国现在变得越来越强，也会是一个紧缩的前景。如果从历史低的水平进行加息，我们还是不可以达到正常的利息水平。不会这么快就进入正常水平。所以我们看到在固定收益这块你不要轻易去放弃。在不确定的时候其实最为谨慎的投资方式就是让钱回到口袋里。我们关注能够带来更高收入，而且在市场当中寻找机会。强势的美元对亚洲经济来说，我们可以看到对利息敏感的债券不太好，特别是主权债券。当然更强的美元意味着更强的美国的经济，这当然对世界经济是有支持的，所以企业债、公司债会比政府债表现更好，所以要看你是用什么样的债券工具。我们现在去得出债市的牛市已经走到头的结论还为时太早。

主持人：如果今天让你推荐总体债券的敞口，你如何推荐呢？我的债券在组合里应该怎么样？

施德铭：从我们这边还是愿意接受信用风险，而且越高越好。当然了，我不会面临国债的风险。久期这块我们还是比较中立的。现在利率曲线也在上升，可能这里有一个震荡区间。而利息这块有很多不确定性。我们必须要保持谦虚，两三年前有人会想到美国利率这么低，而且特朗普选举结果也是很多人吃惊的，所以我们看到市场上很多不确定性。当然我们是愿意接受信用风险敞口。这个信用风险是较低的质量，缓冲风险可以给你提供一些保护。如果特朗普非常成功，通胀会给你一些支持，抵消更高的国债曲线冲击。

主持人：我们看看大宗商品和外汇这块，关于石油，您认为 2017 年油价会继续上行还是下行？

施德铭：接下来 12 个月，对油价这块我们还是比较看好的，整个这 12 个月还要看看 2017 年整年的情况。欧派克、主要产油国说会减少生产，可能一天 20、30 万桶。这样价格就会到 60-65 美元/桶。所以能源这块我们是看多的，这也是我们今年最感兴趣的课题。另外，自律。这是由供应端驱动的。需求 2-3% 的上涨，会有更多的买方。到夏天会有一个拐点，价格往上走的时候我还是比较担心合规的情况，产油国价格更高的话，可能他们会进行欺诈。现在我们也看到美国这边，最终供应，美国这边可能是 40 万桶/天。所以 60-65 美元是最高价格。年底可能要小心，但是在这之前我们是看多的。

主持人：我们讲了很多关于美国的情况。欧洲央行会改变资产购买的节奏，在外汇这块，美元是否会走弱？

施德铭：美元现在价格是高估的，2017 年会有其他的因素，更少的货币政策的支持。日元也是一样的，日本银行当经济走好的时候，他们就可以放弃一些货币政策。这些经济体比美元经济体表现更好，所以我们可以看到美元优势，特别跟欧洲货币相比。亚洲货币会有升值的潜力，当然不包括人民币，因为他是结构性的问题。我说美元之外的经济今年会更好，这个不包括中国。中国还是在增长速度在降低，在减缓。另外资本外逃是结构化的，人们想要分散化它的投资，所以资本外逃会持续发生。政府当然在努力控制资本外逃，但是他还是依然会发生。

主持人：你们可不可以分享一下这 12 个月的目标，欧元、美元，美元、日元

施德铭：欧元美元 115、120，日元汇率应该是低于 110。另外我们对黄金看多，这个货币政策不会收紧，所以通胀又回来，贵金属会是很好的投资。

主持人：Thomas Deng，你刚才说要保持投资。很多人就想到股票、债券，可

能也会想到现金，是不是就这些东西了？还有没有其他地方可以投资呢？

邓体顺：很好的问题。对于我们今天在座各位来宾来说，其中一个推荐的就是要提高回报，进一步降低风险。我们就要去增加一些另类投资进入组合里面。如果我们看看一些最好的机构投资者，他们是如何创造卓越的回报呢？你可以看看哈佛大学，他们是 350-360 亿美元的组合。过去这几年他们是把整个这个组合增长了 100 倍回报。12.3%的汇报，每隔十年你的钱就能够增长 3.3 倍。再乘另外 3.3，也就是 20 年，体的钱就增长 10 倍。10 倍再乘另外一个 10 倍，也就是 100 倍。一共 40 年就 100 倍。哈佛大学其中一个策略把大部分资产配置到私募股权以及房地产以及他们所说的绝对回报，也就是对冲基金。过去 10-30 年里，表现最佳的是私募股权、另类投资，所有的投资者都是长期投资者的话，你就应该考虑另类投资。因为有 60%资产配置到另类投资，那你就可以有更好的表现。如果你有更大比例资产投入非常高回报的资产类别，你整体的组合就能够更好的回报。我这里也是很乐意跟各位分享瑞银作为世界最卓越的私人银行之一，在过去 150 年里，我们依然是能够很好管理我们的客户组合，其中一个就是我们的另类投资经理人做我们的合作伙伴、合伙人。如果您是我们瑞银的合作伙伴或者客户的话，您是可以投资到一些其他私营没有办法进入的资产类别，所以请各位充分利用瑞银的平台，从而更好地投资一些更高回报的资产类别，从而能够跟哈佛大学一样有这么高的回报。

主持人：Gordon，Thomas 说到不要忘记传统的说法，未来在我们这个世界有非常多不确定性和变化。作为一个基金经理，你的投资战略是什么来适应这个不断变化的世界，而且您是如何保证向你的投资者提供不错的结果？

叶浩华：我确实据的投资者需要有一个新的思维的投资方式。在以前在雷曼的危机发生之前，以前挣钱非常容易。随便买点东西，只要想着会上去，就可以了。但是在危机不断的世界里面，我们应该关注收入的创造。贝塔风险是非常高的。你应该关注到这些名字。根据我刚才说的，我们现在关注的是阿尔法的生产，我们试图从我们自己独立的名字里面可以从中获利。

主持人：是否意味着你们进入了中小型企业？

叶浩华：确实我们关注的领域、行业可能是不被大众关注或者跟主流相悖的。或者说我们其他的竞争对手没有相应的能力来分析这些领域。这些是我们在做的。

主持人：现在我们进入问答环节。

提问：我想请问一下对于人民币离岸市场有什么看法？因为最近是缩小了很多。

长期来说我们经常会说人民币国际化是有非常好的发展，但是短期的内容是什么呢？

邓体顺：我努力回答一下。对于海外来说，有两个方向需要考虑一下。我们认为人民币是要贬值的。如果你可以换的话，把人民币都换掉。我自己去年也换了很多人民币。我们公司内认为人民币要贬值，我很快就把人民币换成了美元，可能你也需要考虑一下。第二，一旦人民币兑换以后，你可以考虑一下不同的投资类别甚至是另类投资。另外你看看是否有任何的债券可以购买。有一些债券是非常健康的，可能在短期内可能在人民币计价来说，短期汇率会贬值。但是长期你会获得高的息票率、高的回报。

提问：在过去几年中，对冲基金的回报跟五六年前相比是差强人意的，您认为这是不是一个传统的资产管理已经进入到对冲基金领域在跟他们抢客户。尤其这个区域你认为我们是否有一个够的市场让人们可以做一些其他大规模的另类的投资方式？

主持人：对冲基金过去几年表现是不出色的，没有满足人的期望，是什么造成的这些对冲基金必须差强人意。

邓体顺：像很多其他的行业一样，对冲基金被非常关注的，我们市场上大多数对冲基金是没有办法来跑赢市场。有几个对冲基金如果表现好的话，意味着其他对冲基金表现是不行的。为什么他们的表现不如以前？首先你要需要谨慎选择。第二，整个行业作为一个整体来说有以下几个因素，全球财富创造不像过去那么快。如果你看一下危机前，全球 GDP 增长是 6%，危机以后尤其是在过去两年之中全球的 GDP 是原来的一半。你如果有一个派，他的增长不如以前那么快的话，没有人从中获益的，所以这个饼的增长没有以前快，僧多粥少。宏观的角度来看，很多人都受到了一些银行加入到实体的操作，很多的市场我们都是受到了影响。信息也是越来越便宜了，世界上任何一个地方发生的事情都是可以利用。不同的信息对等会带来不同的回报。

施德铭：从我们角度来讲，我们告诉我们客户，20%的资产应该是放在对冲基金里面。如果每个人都按照我们的建议来做，那就意味着我们有非常多资本投入到对冲基金里面。确实我们对于股权是非常关注，股权没有以前那么便宜了。人们是在寻找他们的机遇。这也就是为什么对冲基金表现不良。宏观上，有一些对冲基金他们的模型跟他们在过去告诉我们的时候是不一样的。没有他们告诉的时候那么好，最重要的谁能够给你正确非常不错的回报。在全球如果要是有风险的话，资本是会流动的。



主持人：Gordon，作为一个基金经理，你是如何来发展你的投资战略的？我们是否可以采取一些另类投资战略？

叶浩华：在亚洲我们认为是有空间让我们开发另类投资。亚洲是对于买空经常看到的一个市场，不管对与否，对市场都会造成震动。这是对冲基金经理可以利用的机遇。

主持人：各位你们对于 2017 年是有有什么预测？最看好什么？

施德铭：比如说白金、黄金，他们的价格会持续增长。还有实际的利率会降低。还有一个比较疲弱的美元。

叶浩华：好好的做尽职调查，你对一些事件具体发生可以做出非常谨慎的投资。

邓体顺：我们会把我们钱更多放在另类投资里，这个资产级别是亚洲投资者一直忽略的一个部分，他们应该持续关注这部分，希望他们给我们带来不错的回报。这里的另类投资包括比如 PE、私募。

主持人：谢谢各位！感谢三位嘉宾。祝愿各位 2017 年投资一切顺利。谢谢大家！