

繁體中文文字記錄資料由香港貿易發展局提供，根據嘉賓現場發言整理而成，未經講者審核。

主持人：早上好，歡迎各位參加我們 2017 展望工作坊。這是由 UBS 特別贊助，這也是第五年 UBS 贊助在香港舉辦的亞洲金融論壇。今天在這個工作坊我們會跟各位分享對 2017 年的展望。同時我們也是要告訴各位，我們是如何得出這樣一個展望的。而且我們有自己的首席投資辦公室，並且在我們辦公室有許許多多的專門的分析師，他們會去整合全球各種各樣的數據，幫助我們得出對全球經濟的展望。其實，我們不僅僅是在瑞銀集團內部有這樣的專業分享，同時也跟其他的合作夥伴、合夥人一起去分享和交流。今天在臺上有三位嘉賓：第一，葉浩華先生，惠理基金管理公司固定收益投資主管。第二，鄧體順先生，瑞銀財富管理投資總監辦公室董事總經理、大中華區首席投資總監及首席中國策略師。第三，施德銘先生，瑞銀財富管理投資總監辦公室董事總經理，大宗商品主管兼亞太區外匯主管。

接下來請各位分享一下他們對股票，對固定收益、對大宗商品的觀點以及存在什麼樣的機會。最後有一個提問環節。

2016 年很多人說有許多大家無法預料的事件發生，導致了更高的市場波動性。首先問各位專業的嘉賓，可不可以分享一下您對 2016 年的總結，您學到了什麼？我自己學到的就是不要相信所有投票的結果。我想知道 2016 年事情會如何影響 2017 年投資策略？

鄧體順：謝謝你們今天過來參加由瑞銀贊助的一場活動。回顧 2016 年主要有三大觀察：我們不要關注政治這樣一些關注點，我們應該關注的是經濟熱點。像去年全球經濟的發展，2016 年經濟增長跟之前預期是一致的，比如我們預測 2016 年全球 GDP 增長 3.1%，去年實際 GDP 增長跟這個大致相同。第二，2016 年我們有很多波動性，全球的市場像坐過山車，但是全年下來組合回報不錯。像 MCI、股票指數回報接近 6%。我們要持續保持投資。第三，我們要分散化投資組合，這樣投資會是不錯的。股票、債券依然能夠帶來回報。這是我們對 2016 年三點觀察。

葉浩華：這是一個非常好的問題。而且確實我們需要思考一下這個問題，回顧 2016 年可以看到有黑天鵝事件，但是如果再來仔細思考，這是許多年寬鬆的貨幣政策導致的。全年我們可以看到廣告宣傳和媒體的作用，而且我們也可以看到貧富之間的差距。如果你有投資的話，回報會不錯。但是這個並沒有對實體經濟帶來很好的影響。民粹主義的崛起也是我們看到的一個現象。

施德銘：外匯市場 2016 年也是發生巨大變化。對我們來講最重要一點就是要比

較謙虛。你說要去預測，很多時候最終出來的實際情況跟你的預測完全不一樣，所以我們也要足夠謙虛的態度。我們要看看大宗商品，有誰會想到大宗商品會如此大幅上漲呢？有一些人以為這個資產類別會很糟糕，結果它的表現卻很好，所以 2017 年也需要記住這一點。

主持人：三天后特朗普就會就職演講了。特朗普是否真的能夠給美國帶來很好的經濟增長？

鄧體順：現在媒體娛樂圈已經有很多人進行各種各樣宣傳了，而不是實際經濟上產生的影響。他自己也說在就任總統之前，他已經創造了很多就業崗位，包括那些示威遊行，那些也算創造就業崗位。共和黨的政綱主要是對企業是友好的，基礎設施投入，這也是特朗普主要的政綱。這是美國精英階層、公眾認為基礎設施需要改善，所以特朗普恰恰是迎合了大家的要求。另外，減稅這塊，包括營業稅、企業稅，這些都是跟商界相關。另外一個政策，關注美國就業率、再工業化，這些也是他關注的。當然也會同樣給美國經濟更大的振興的一個因素。我們可以看到過去幾個星期裡，大選也是很多人不斷在討論。

主持人：大選後市場是大漲的。投資者在想，大選的結果能夠導致市場上漲，但是一旦真正就職後是否會有相反的方向呢？投資者需要對哪個行業特別關注、對哪個行業特別小心？

鄧體順：這是一個很好的問題。一方面長期來說，美國經濟還是最有競爭力的經濟，他們有全球最佳的企業，不僅在國內市場是主導，而且國際市場領先的企業也是主導的。實際利潤的增長，瑞銀認為 EPS 增長確實會是美國整個市場增加主要的驅動因素。市場過去這幾個星期大幅上漲了。但是你看看股票的估值，當前 PE 估值比歷史上高 90%，也就是估值有點過高。我們投資者要持續持有，也是有加倉的機會。在不同行業方面，銀行業會受益，因為整個監管的放寬。商業銀行收益和盈利性也會改善。另外還有高科技行業。要小心的行業就是傳統製造業會繼續丟失市場份額，像傳統的汽車行業，我們必須保持警惕的就是跟船運、船舶相關的行業，這些行業可能會面臨轉折點。因為特朗普會面向國內經濟，而不是國際經濟。

主持人：我們通常會說通脹會回到美國。過去我們看到全球利率都是非常低，現在美聯儲開始加息，不僅去年，而且從前年開始加息。美國加息未來的方向是什麼樣？美聯儲在今年會加息幾次？

施德銘：從我們角度來說，我們看法是比較一致的。你如果看一下市場變化，我們對於市場大家都是做好準備要加息的。對於我們來說，我們對於特朗普究竟能

帶來什麼呢，我們是有懷疑態度的。如果他想加稅的話，應該在 2018 年三季度、四季度的時候會發生的。對於目前來說我們有一個非常強勁的美元，這個也需要被消化。還有很多資本、資金、政策上的收緊，所以我們覺得在未來應該會有兩次加息。但事實上我對於美聯儲說有三次加息這個指導原則，其實是有一點失望的。因為加息三次意味著美國經濟發展會非常好，但是我不是非常確定。現在美國 GDP 增長應該是維持 2.4%，這是非常不錯的。當然了，特朗普也說到美國經濟會有一些刺激政策等等。

主持人：香港絕對會受到美國利息變化的影響，特朗普是如何有什麼樣的貿易政策，如何來落實他的選舉承諾，我們都是有注意的，你對特朗普有什麼看法？

葉浩華：我對特朗普不是非常瞭解，我們看看市場，市場上基本有兩點：第一，特朗普當總統。意味著美國經濟會通脹。第二，保護主義。我個人認為並不會有非常大的貿易保護主義。如果真的發生的話，也會影響美國經濟。總體來說，我認為一個非常強的美國經濟是會影響到中國。

主持人：對於利率來說，你有什麼看法？作為一個固定收益管理者來說，你有什麼看法？

葉浩華：現在我們看到會有兩到三次升息，但是這些都是基於期望值，基於人們相信特朗普團隊的辦公室會把競選時候的承諾都實現了的基礎上才有這樣的情況。但是對於我們來說，特朗普這個人是沒有辦法兌現自己承諾的。我們並不認為我們現在經濟上面臨的問題可以由一任政府解決，我們還有 QE 問題。QE 問題是多年印鈔造成的問題，我不相信一屆政府就可以把這個問題解決。接下來六個月內，當然利率會上升的，因為市場上認為特朗普會成功，但是如果你只要看到特朗普有一個政策失敗，整個市場都會有相反的反應。

主持人：去年我們一直在擔心中國的政策、擔心中國的經濟，Thomas，你是否關切中國的硬著陸，你覺得中國政府是否可以在 2017 年以後能夠穩住局面？

鄧體順：我們對於中國的硬著陸是不擔心的。我對中國關注了 22 年。硬著陸是投資者在過去 22 年都非常關心的問題，這並不是一個新的情況。2000 年的時候，04、05 年那個時候人們也非常擔心中國經濟硬著陸，但是在過去十年，中國確實成為了世界上最大的經濟體，也創立了非常多的財富。我們現在擔心的是什麼呢？人們非常關切的是一些下面的因素，比如說它的增長，我們可以看到中國會持續的變成，在全球來說會生產出最多的工程師，還有在海外學習的中國學生很多人都回到中國了。這些人他們會把技術、管理才能帶回中國，這也會繼續驅動中國經濟發展。除此以外，我們還看到中國城市化的發展。中國現在城市化還是

在繼續發展。50%-60%城市化，和很多發達國家相比還是非常落後的，這方面還有非常大的空間可以發展。

在去年中國整體的經濟是放緩了。但是我們並不擔心中國的硬著陸。

主持人：對於人民幣你的看法是什麼？

施德銘：人民幣會到 7.72，這是一個非常重要的一點。人民幣的疲軟會是在美元疲軟的情況下也會疲軟下來。人民幣目前是在貶值，你不要把人民幣跟美元一起看，美元在今年是一個弱的貨幣。可能很多人有疑問，因為美聯儲在升息。但是升息並不能保證貨幣的強硬。目前看逆差非常嚴重，今年會有美元的疲軟。還有一點我要非常的小心第一季度流動性會有什麼情況，因為我們有非常多現金流的控制。2017 年在美國以外，會有非常多的活動，我認為這也會對於美元強勁走勢也會帶來影響。所以你要有足够的投資多樣化，除此之外，我們也有美元潛在的弱化的現狀。

主持人：Gordon 你是否同意 Dominic Schnider 的說法？

葉浩華：我同意，但是我們時間線要短一點，我相信人民幣很有可能中短期是疲軟的，6-9 個月內。不僅僅是中國，中國情況其實是穩定下來了，另外是由於美元的強勁，特朗普的貿易政策。特朗普可能會讓人們失望，中國可能會變好，今年後期會看到有一些變化。但是從今年會有一些疲軟。

主持人：作為一個固定收益基金管理者來說，你認為它會如何影響你對中國的投資、尤其中國信貸的投資？

葉浩華：在現在大背景下現在不能冒這個貝塔風險，我們關注強有力收入的公司，我們要做我們的盡職調查，好好做作業。從逐個公司裡面跑贏大市方面獲得回報。一些機遇是不會受到利率變化的影響，也不會受到大市風險的影響。比如一些由事件驅動或者一些受壓的資產方面，帶來的壓力和風險，他們會可以在市場上帶來不錯的回報。

主持人：我簡單問一下有關不同的資產類別，我們看一下股權。2016 年有這麼多不同的不確定性，但是股市並沒有讓人們失望，美國的市場，還有英國的市場，英國市場受到英國脫歐非常大的影響，但是以英鎊計價來說，他又跳回到 14%。所以我們看股票估值的時候，你覺得是否有更多對股票重新估值的空間，如果沒有的話，對於這些股票恢復可能性有多大？

鄧體順：這是一個非常好的問題。我們對美國市場進行評判的時候，我們目前估

值是非常昂貴的，占了歷史記錄的 90%。PE 值確實在改善空間非常狹小。推進是來自盈利的收入。盈利的很幸運的是會有很多增長的。首先經濟會增長，所以這兩個因素我相信結合起來會不斷地支持股票的股價。有關中國的股票，我們需要分開看海外市場、國內市場。海外市場是我們關注的市場。對於 PE 值來說，他比傳統值還要低一些。我們現在 PE 是 10-11 倍，傳統是 12 倍以上。所以目前的情況，它的交易 PE 是要比歷史值低。所以他還是有空間可以上升。對於 EPS 來說，他的盈利可以穩定下來。我們總收入可以變成我們淨利潤，但是我們也確實承認有一些風險，首先是特朗普的風險。因為特朗普對中國的態度非常強硬，他說對中國貿易徵收 45% 關稅，他說中國是匯率操縱國。從近期來說我們不知道特朗普會做什麼，但是我們的歷史告訴我們，美國的總統會按照 75% 的說法來做。如果他對他競選時候的承諾做到 75% 的話，對市場會帶來一些風險。對所有投資者來說，我們是建設性的，但是短期來說你要對短期的風險要做好準備。

主持人：關於固定收益的問題，歐洲的央行、日本的央行也會改變他們的資產購買的步伐。債券一般在高通脹情況下它的表現就不太好。當然我們還沒有到高通脹的情況。我們現在是否還應該持續持有債券呢？回報目標或期望應該是什麼呢？很多我們這個區域的投資者不僅僅是買發達市場債券，也買亞洲的債券，Gordon 你怎麼看呢？考慮到目前通脹前景我們應該怎麼辦？還有美國現有的政策以及美元的走強，當然還有人民幣貶值，所有這些因素對亞洲債券會產生什麼影響？

葉浩華：首先你要瞭解不是所有的債券都是平等的去建立的，有一些債券對利率非常敏感，有一些卻不會。債券在信用市場上其實是有很多的不同的因素，他們對於利率是有不同的反映。首先我不相信加息的週期會導致我們債市牛市的結束。第二，我們可以看看在日本和歐洲的情況。他們都有他們自己的問題，日本在不斷進行毫無休止的 QE，而歐元區也沒有太好的前景。他們不僅僅有經濟的問題，也有社會的問題，還有像民粹主義抬頭，還有恐怖主義興起。而且對於脫歐他們也不知道該怎麼辦。日本 5 億左右的人口，應該來說是一個滯脹的情況。就算美國現在變得越來越強，也會是一個緊縮的前景。如果從歷史低的水平進行加息，我們還是不可達到正常的利息水平。不會這麼快就進入正常水平。所以我們看到在固定收益這塊你不要輕易去放棄。在不確定的時候其實最為謹慎的投資方式就是讓錢回到口袋裡。我們關注能夠帶來更高收入，而且在市場當中尋找機會。強勢的美元對亞洲經濟來說，我們可以看到對利息敏感的債券不太好，特別是主權債券。當然更強的美元意味著更強的美國的經濟，這當然對世界經濟是有支持的，所以企業債、公司債會比政府債表現更好，所以要看你是用什麼樣的債券工具。我們現在去得出債市的牛市已經走到頭的結論還為時太早。

主持人：如果今天讓你推薦總體債券的敞口，你如何推薦呢？我的債券在組合裡應該怎麼樣？

施德銘：從我們這邊還是願意接受信用風險，而且越高越好。當然了，我不會面臨國債的風險。久期這塊我們還是比較中立的。現在利率曲線也在上升，可能這裡有一個震盪區間。而利息這塊有很多不確定性。我們必須要保持謙虛，兩三年前有人會想到美國利率這麼低，而且特朗普選舉結果也是很多人吃驚的，所以我們看到市場上很多不確定性。當然我們是願意接受信用風險敞口。這個信用風險是較低的質量，緩衝風險可以給你提供一些保護。如果特朗普非常成功，通脹會給你一些支持，抵消更高的國債曲線衝擊。

主持人：我們看看大宗商品和外匯這塊，關於石油，您認為 2017 年油價會繼續上行還是下行？

施德銘：接下來 12 個月，對油價這塊我們還是比較看好的，整個這 12 個月還要看 2017 年整年的情況。歐派克、主要產油國說會減少生產，可能一天 20、30 萬桶。這樣價格就會到 60-65 美元/桶。所以能源這塊我們是看多的，這也是我們今年最感興趣的主題。另外，自律。這是由供應端驅動的。需求 2-3% 的上漲，會有更多的買方。到夏天會有一個拐點，價格往上走的時候我還是比較擔心合規的情況，產油國價格更高的話，可能他們會進行欺詐。現在我們也看到美國這邊，最終供應，美國這邊可能是 40 萬桶/天。所以 60-65 美元是最高的價格。年底可能要小心，但是在這之前我們是看多的。

主持人：我們講了很多關於美國的情況。歐洲央行會改變資產購買的節奏，在外匯這塊，美元是否會走弱？

施德銘：美元現在價格是高估的，2017 年會有其他的因素，更少的貨幣政策的支持。日元也是一樣的，日本銀行當經濟走好的時候，他們就可以放棄一些貨幣政策。這些經濟體比美元經濟體表現更好，所以我們可以看到美元優勢，特別跟歐洲貨幣相比。亞洲貨幣會有升值的潛力，當然不包括人民幣，因為他是結構性的問題。我說美元之外的經濟今年會更好，這個不包括中國。中國還是在增長速度在降低，在減緩。另外資本外逃是結構化的，人們想要分散化它的投資，所以資本外逃會持續發生。政府當然在努力控制資本外逃，但是他還是依然會發生。

主持人：你們可不可以分享一下這 12 個月的目標，歐元、美元，美元、日元

施德銘：歐元美元 115、120，日元匯率應該是低於 110。另外我們對黃金看多，這個貨幣政策不會收緊，所以通脹又回來，貴金屬會是很好的投資。

主持人：Thomas Deng，你剛才說要保持投資。很多人就想到股票、債券，可

能也會想到現金，是不是就這些東西了？還有沒有其他地方可以投資呢？

鄧體順：很好的問題。對於我們今天在座各位來賓來說，其中一個推薦的就是要提高回報，進一步降低風險。我們就要去增加一些另類投資進入組合裡面。如果我們看看一些最好的機構投資者，他們是如何創造卓越的回報呢？你可以看看哈佛大學，他們是 350-360 億美元的組合。過去這幾年他們是把整個這個組合增長了 100 倍回報。12.3%的彙報，每隔十年你的錢就能夠增長 3.3 倍。再乘另外 3.3，也就是 20 年，體的錢就增長 10 倍。10 倍再乘另外一個 10 倍，也就是 100 倍。一共 40 年就 100 倍。哈佛大學其中一個策略把大部分資產配置到私募股權以及房地產以及他們所說的絕對回報，也就是對沖基金。過去 10-30 年裡，表現最佳的是私募股權、另類投資，所有的投資者都是長期投資者的話，你就應該考慮另類投資。因為有 60% 資產配置到另類投資，那你就可以有更好的表現。如果你有更大比例資產投入非常高回報的資產類別，你整體的組合就能夠更好的回報。我這裡也是很樂意跟各位分享瑞銀作為世界最卓越的私人銀行之一，在過去 150 年裡，我們依然是能夠很好管理我們的客戶組合，其中一個就是我們的另類投資經理人做我們的合作夥伴、合夥人。如果您是我們瑞銀的合作夥伴或者客戶的話，您可以投資到一些其他私營沒有辦法進入的資產類別，所以請各位充分利用瑞銀的平臺，從而更好地投資一些更高回報的資產類別，從而能夠跟哈佛大學一樣有這麼高的回報。

主持人：Gordon，Thomas 說到不要忘記傳統的說法，未來在我們這個世界有非常多不確定性和變化。作為一個基金經理，你的投資戰略是什麼來適應這個不斷變化的世界，而且您是如何保證向你的投資者提供不錯的結果？

葉浩華：我確實據的投資者需要有一個新的思維的投資方式。在以前在雷曼的危機發生之前，以前掙錢非常容易。隨便買點東西，只要想著會上去，就可以了。但是在危機不斷的世界裡面，我們應該關注收入的創造。貝塔風險是非常高的。你應該關注到這些名字。根據我剛才說的，我們現在關注的是阿爾法的生產，我們試圖從我們自己獨立的名字裡面可以從中獲利。

主持人：是否意味著你們進入了中小型企業？

葉浩華：確實我們關注的領域、行業可能是不被大眾關注或者跟主流相悖的。或者說我們其他的競爭對手沒有相應的能力來分析這些領域。這些是我們在做的。

主持人：現在我們進入問答環節。

提問：我想請問一下對於人民幣離岸市場有什麼看法？因為最近是縮小了很多。

長期來說我們經常會說到人民幣國際化是有非常好的發展，但是短期的內容是什麼呢？

鄧體順：我努力回答一下。對於海外來說，有兩個方向需要考慮一下。我們認為人民幣是要貶值的。如果你可以換的話，把人民幣都換掉。我自己去年也換了很多人民幣。我們公司內認為人民幣要貶值，我很快就把人民幣換成了美元，可能你也需要考慮一下。第二，一旦人民幣兌換以後，你可以考慮一下不同的投資類別甚至是另類投資。另外你看看是否有任何的債券可以購買。有一些債券是非常健康的，可能在短期內可能在人民幣計價來說，短期匯率會貶值。但是長期你會獲得高的息票率、高的回報。

提問：在過去幾年中，對沖基金的回報跟五六年前相比是差強人意的，您認為這是不是一個傳統的資產管理已經進入到對沖基金領域在跟他們搶客戶。尤其這個區域你認為我們是否有一個夠的市場讓人們可以做一些其他大規模的另類的投資方式？

主持人：對沖基金過去幾年表現是不出色的，沒有滿足人的期望，是什麼造成的這些對沖基金必須差強人意。

鄧體順：像很多其他的行業一樣，對沖基金被非常關注的，我們市場上大多數對沖基金是沒有辦法來跑贏市場。有幾個對沖基金如果表現好的話，意味著其他對沖基金表現是不行的。為什麼他們的表現不如以前？首先你要需要謹慎選擇。第二，整個行業作為一個整體來說有以下幾個因素，全球財富創造不像過去那麼快。如果你看一下危機前，全球 GDP 增長是 6%，危機以後尤其是在過去兩年之中全球的 GDP 是原來的一半。你如果有一個派，他的增長不如以前那麼快的話，沒有人從中獲益的，所以這個餅的增長沒有以前快，僧多粥少。宏觀的角度來看，很多人都受到了一些銀行加入到實體的操作，很多的市場我們都是受到了影響。信息也是越來越便宜了，世界上任何一個地方發生的事情都是可以被利用。不同的信息對等會帶來不同的回報。

施德銘：從我們角度來講，我們告訴我們客戶，20%的資產應該是放在對沖基金裡面。如果每個人都按照我們的建議來做，那就意味著我們有非常多資本投入到對沖基金裡面。確實我們對於股權是非常關注，股權沒有以前那麼便宜了。人們是在尋找他們的機遇。這也就是為什麼對沖基金表現不良。宏觀上，有一些對沖基金他們的模型跟他們在過去告訴我們的時候是不一樣的。沒有他們告訴的時候那麼好。最重要的誰能夠給你正確非常不錯的回報。在全球如果要是有的話，資本是會流動的。



主持人：Gordon，作為一個基金經理，你是如何來發展你的投資戰略的？我們是否可以採取一些另類投資戰略？

葉浩華：在亞洲我們認為是有空間讓我們開發另類投資。亞洲是對於買空經常看到的一個市場，不管對與否，對市場都會造成震動。這是對沖基金經理可以利用的機遇。

主持人：各位你們對於 2017 年是有什麼預測？最看好什麼？

施德銘：比如說白金、黃金，他們的價格會持續增長。還有實際的利率會降低。還有一個比較疲弱的美元。

葉浩華：好好的做盡職調查，你對一些事件具體發生可以做出非常謹慎的投資。

鄧體順：我們會把我們錢更多放在另類投資裡，這個資產級別是亞洲投資者一直忽略的一個部分，他們應該持續關注這部分，希望他們給我們帶來不錯的回報。這裡的另類投資包括比如 PE、私募。

主持人：謝謝各位！感謝三位嘉賓。祝願各位 2017 年投資一切順利。謝謝大家！