

2013：去杠杆进行中 投资需要更谨慎

Alexander S. Friedman

世界并没有在2012年毁灭，与经济学家以及古代玛雅历法的“末日”预言相反，我们几乎毫发无损地度过了这一年。股票上涨，一些发达国家的债券收益率跌至几个世纪以来的最低水平，信用市场连续第4年回升。

2012年的主角是中央银行家们，他们再次深挖自己的“工具箱”，推出一系列非传统货币措施来化解金融危机，支持经济增长。欧洲央行先是阻止了一场银行业融资危机，后来又宣布了购买陷入困境的外国国家债券的广泛框架。美联储实施第三轮量化宽松措施（QE3），日本央行也扩大了资产购买计划。

央行上述措施的中长期效果还不明确，但是短期作用很明显：“最安全”资产的收益率大幅下降。2012年，我们看到10年期美国国债收益率跌至1790年有纪录以来的最低水平。特别引人注目的是，某些欧洲核心国家的2年期国债收益率在夏季某个阶段甚至一度下跌至负值。进入2013年，对收益率的追求可能比以往更加迫切。

2013年旧世界会怎样？

我们的基准观点是：全球经济将继续缓慢好转，但是增速将低于趋势水平，2013年全球经济增长率将在3%左右，高于2012年约2.5%的水平。随着美国总统大选和中国最高领导层换届尘埃落定，我们预期2013年将是政治上更为稳定的一年，政治家们将尽力避免出现重大政策疏失。

美国——走财政钢丝绳。我们预期美国经济将温和增长，2013年增长率略高于2%，主要受美联储极度宽松的货币政策以及美国房地产市场出现更多利好消息的推动。

2013年美国的一个关键问题，在于政治家们是否能利用美联储给予他们的喘息机会，推进艰难的改革。

欧元区——从衰退到停滞。对于欧元区，我们预计围绕债务危机的不确定性、财政紧缩以及广泛的去杠杆化，将导致2013年经济增长勉强略高于零，但总算是摆脱了衰退。德国仍将是本地区实力最强的大型经济体，但是由于外部环境疲软，增速仍可能在1%以下。欧元区总体经济的好转动力，可能主要来自2012年最疲软的经济体——意大利，因其已经度过财政紧缩的高峰期。

不幸的是，西班牙的情况变得更糟糕，这个国家还将继续在艰难的道路上行走。西班牙需要进一步实施相当于其GDP（国内生产总值）4%的财政紧缩计划，才能使财政重回可持续轨道。考虑到其银行业的贷款/存款比接近180%，很容易发生融资危机。我们预期债券收益率升高，将迫使西班牙在新年伊始即请求欧洲稳定机制（ESM）的援助。来自欧洲央行的帮助将降低西班牙的借贷成本，但也仅会为其推进旨在恢复竞争力以及债务可持续性的艰难改革赢得时间而已。

由于德国选民反对进行直接财政转移，因此我们预期2013年9月德国大选之前，不会有重大新措施出台来从根本上解决欧元区债务危机。换句话说，我们认为短期内政客们还会继续“踢皮球”。希腊的情况也一样，2013年希腊还会留在欧元区。然而，来自欧洲央行、国际货币基金组织以及欧盟这“三驾马车”的支持力度可能仍然太小，不足以将希腊推上可持续的财政支出道路，我们预期3年内希腊退出欧元区的概率大约为50%。

新兴市场经济再提速

2013年中国经济增长率有望达到8%左右。基础设施支出增加，推动投资增长；出口部门显露企稳迹象，近期数据显示出口同比增速远超10%。然而，投资者的一个关注重点是：中国新一届领导人对于经济再平衡有多大的决心，也就是从固定投资拉动转向消费拉动的经济增长模式的转变，能否持续。目前暂时只有极少迹象表明这种再平衡在进行中，



2013年政策发生突然逆转的可能性不大，因为连续性和稳定是新一届政府的重要目标。

对于整个新兴市场来说，2013年可能是增长加速的一年。巴西经济增长率预计将达到3%-4%。印度将从2012年5.5%的增长率提高至明年的6.5%。俄罗斯明年也有望保持目前3.5%的增长率。此外，通货膨胀

仍将处于控制之下，因为我们预计能源和食品价格对消费者价格指数影响较小。这些有利的宏观因素，再加上估值具有吸引力，将为2013

年的新兴市场股票带来支撑。

除股票外，我们还认为大多数新兴市场国家的信用基本面将改善，并将体现在固定收益产品的优异表现上。就固定收益产品而言，相对于主权债券，我们更看好公司债券，因其估值更具吸引力。我们强调指出，受益于2013年新兴市场经济走强，新兴市场货币，属于被低估的资

产类型。我们认为新兴市场货币可作为多元化外汇投资中主要货币的替代品，而且这是一种具有估值吸引力的资产类型，有升值潜力。

为2013年布局

对于固定收益资产，投资者应继续寻求收益率高于政府债券的其他品种，包括投资级债券、美国高收益债券、新兴市场公司债券等。虽然许多这些债券的收益率已经跌至历史低点，但是相对于政府债券的收益率溢价仍高于历史平均水平，而且基本面仍相当稳固。例如，美国高收益债券的收益率高出政府债券5.5个百分点，而在可预见的未来，此类债券的违约率仍可能低于历史平均水平。

就股票而言，我们预计2013年将是又一个有利年份。中央银行的宽松货币政策为股市提供支持，从中长期估值指标来衡量，股票的吸引力胜过债券——股票的风险溢价高达5.5%。然而仅靠低估值，极少能推升短期股票表现，还需依赖经济形势、公司盈利以及投资者情绪改善。对于另类投资，例如对冲基金，可重点关注相对价值和事件驱动策略。另类投资能为投资组合带来宝贵的多元化投资好处，因其与风险类资产的关联度低。

总之，世界经济仍处于旷日持久的去杠杆周期过程中。过去10年私人部门过度举债，现在已转移到公共部门，将债务降低至可持续的水平，是一个长期而痛苦的过程。可能导致经济增长持续低迷的后果，尤其是在发达国家。

考虑到去杠杆化和财政紧缩的前景，我们应该为金融市场的跌宕起伏做好准备。在这种背景下，需要极为谦虚谨慎的投资方式，而且要在地区、货币以及资产类型方面做到充分多元化。

(作者系瑞银财富管理全球首席投资总监)

中国消费者觉醒

Stephen Freedman 与 Patrick Ho

未来几年，中国将努力重新平衡其经济结构，向消费推动增长的方向转变。消费增速加快以及更加富有成效的投资，有可能使中国经济在2013年实现更快增长，并支持在该地区有敞口的公司股票。

如果中国新一届领导班子采取比预期更加果断的行动来平衡消费与投资，很可能产生意外的上行效果。这些行动可能包括强化社会保障体系，尤其是养老与医疗保险系统，从而减少居民为防止意外支出而对储蓄的高度依赖。进一步推进城市化，比如对实际上限制了人口流动的户籍制度采取更加灵活的做法等，也有助于促进消费，这从城市的消费倾向高于农村就可看得出来。

经济结构转变的好处，将体现在

国内消费对增长的贡献加大。而经常账户盈余的贡献缩小，这两项都意味着中国正在走上一条更具可持续性的发展道路。我们认为这是中国真正走强之路，好于通过政府牵头、以信贷作为投资资金来源刺激经济的做法，因为长期而言，这样做将加剧经济失衡。

虽然投资增速可能放缓，但是各种改革将使得投资更有成效。利率市场化、债券资本市场的发展、政府主导部门放松管制、跨境投资放开等等，将提高资源配置效率。产业升级的基础是创新，这需要更有效地保护知识产权。中国新一代领导集体可能加快制定相关法规，成立执法部门，并采用透明机制来对待知识产权问题。投资效率提升将转化为利润率提高，劳动者收入增加，中长期而言，消费也将相应提升。

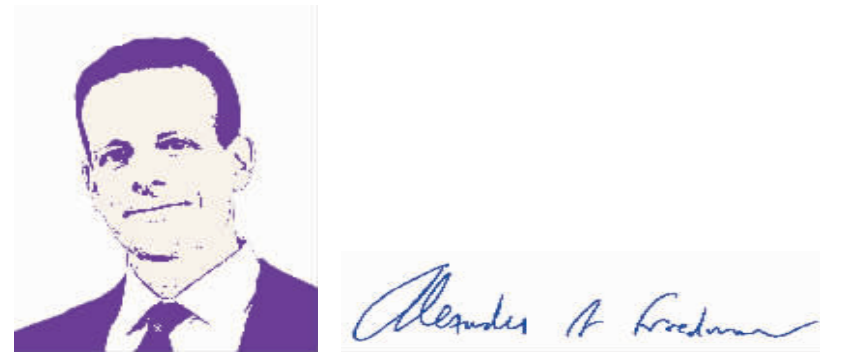
中国经济的这种再平衡过程，可

能对全球产生重大影响。鉴于中国在本地区举足轻重的地位，这种转变将带领亚太地区进入消费增长加速的新时代，对地区内部贸易的依赖度将上升，而对向世界其他地区出口的依赖度将下降。

投资者如何从这种情景中获益？虽然中国增长提速多少会有益于一些资源和工业化行业（例如大宗商品、材料和工业类股、澳元），但主要的受益者还是消费导向型投资。此外，虽然再平衡过程需要多年时间，但是有迹象表明，中国当局对于尽快实施必要的改革非常重视，这可能在中短期内为相关股票带来估值上升动力。

在亚洲股票中，韩国和中国台湾地区等地的消费电子产品（例如智能手机）出口商应该会受益。而在发达市场股票中，最大的受益者将是具有强大品牌和产品体系的跨国公司。

(作者系瑞银分析师)



“考虑到去杠杆化和财政紧缩的前景，我们应该为金融市场的跌宕起伏做好准备。在这种背景下，需要极为谦虚谨慎的投资方式，而且要在地区、货币以及资产类型方面做到充分多元化。”

未来几年需重建投资组合

Mark Andersen 与 Mads Pedersen

最近几年金融市场发生巨大变化，过去表现优秀的投资策略可能变得更具风险。投资者需要改变资产配置以顺应这种新情况。不同的债券构成，能使投资组合受益于风险并抵御风险。

最近几年金融市场经历了巨大变化，最重要的是，中央银行采取前所未有的政策行动，使得许多发达国家的债券收益率降至历史低点。这些措施帮助全球经济避免陷入萧条，但是也使投资者陷入两难。有些在过去表现优秀的投资策略（比如持有现金和政府债券等

“安全”资产），可能在未来变得风险更大，他们提供的回报率可能落后于通货膨胀率。投资者需要改变资产配置，以顺应这种新现实，同时仍可利用政府债券享受预期中的多元化投资的好处。

投资蓝图已经改变

由于美国、欧元区、英国和瑞士等经济体的官方利率几乎为零，因此对于现金最乐观的说法也只是：储蓄者可以拿回与存入的钱差不多的数额。但是由于从储蓄账户获得的利息极少，存款的实际价值显然被消费价

格通胀上涨持续侵蚀。

对于所谓“安全”的政府债券，前景也没好到哪儿去。许多政府债券的收益率只有不到2%，未来的可能回报率难以达到最近10年多数发达市场债券年化收益率约为5%的水平。当前债券收益率如此之低，即使正常的利率波动也能轻易摧毁这些债券的息票收益。例如，典型的政府债券指数收益率只要小幅上升0.5%-0.75%，就可能使回报率率跌至负数。如果10年期政府债券收益率回到“旧常态”，即4%-5%，投资者会严重亏损。

但这并不意味着在一个多元化的投

资组合中要彻底抛弃政府债券。因为，虽然我们预期长期债券不会带来像过去一样的强劲回报，但是在危机期间仍具有稳定组合的作用。

重建投资组合

我们给投资者的主要建议是，未来几年应降低现金和政府债券的配置，而应该增加期限较短的投资级公司债券、新兴市场债券以及高收益债券的仓位。虽然这些资产类型中的许多债券的收益率也跌至历史低点，但是他们提供的高出政府债券的收益率差，仍高于历史平均水平。因此，投资者因持有这

高评级债券与现金

这些资产类型为投资组合提供安全性。其收益率，尤其是发达国家的此类资产，目前接近历史最低，因此不会对投资组合的总体回报率做出很大贡献。但是，这些“安全”资产的好处是：市场危机期间他们通常可以提高价值。组合的波动性由此将下降，长期而言有助于组合更稳定增长。

股票

股票是投资组合中增长潜力最大的资产类型，因其回报率与经济增长直接相关，能为投资者的高波动性提供补偿。我们建议对个股和国家进行多元化投资，以降低风险。大量配置本国市场股票的同时，最好也配置相当数量的其他市场股票作为补充，比如美国、英国和瑞士股票以及增长潜力巨大的新兴市场股票。这样可以确保在全球不同增长模式的市场和行业之间进行分散投资。

信用产品

信用产品包括公司债券、高收益债券和新兴市场债券，此类资产通过相对较高的可重复性收入，为投资组合带来增长潜力。为降低未来利率升高可能导致的负面影响，我们建议投资者规避长期投资记债券。我们建议多数投资者除投资级公司债券外，也配置一定量的高收益债券和新兴市场债券。这两种债券的收益率较高，而且能带来分散投资的好处。较高收益能为投资者补偿相对较高的违约风险。为降低违约风险，我们也建议对这些市场进行充分多元化投资。

另类投资

另类投资包括对冲基金、房地产、私募股权基金和大宗商品，对于分散投资组合的回报率起着非常重要的作用。以下我们强调对冲基金和上市房地产的价值。

对冲基金。此类资产的业绩通常主要来自各资产经理的投资技巧，较少来自所投资的市场敞口。因此，一般来说对冲基金与其他市场的关联度较低，从而使其具有多元化优势。我们还预期配置对冲基金能为投资组合带来一定增长潜力。

房地产。我们建议对房地产进行全球多元化投资。房地产是对冲通货膨胀的良好工具，而且当前低利率环境导致融资成本创历史低点，对整个房地产市场都有支持作用，房价有上涨潜力。在上市房地产中，全球房地产投资信托（REITs）既可享受高股息收益率，而且在增长环境中还可受益于实物资产升值。此外，上市房地产还具有税务优化和流动性强的特点。

(作者系瑞银策略师)