



JANUS CAPITAL®
Group
駿利資產管理集團

投資展望

格羅斯撰

2016年8月



Masters and Johnson 的問與答

「性」一詞過去鮮會在投資展望中出現，我曾觸及政治和宗教等禁忌話題，但卻從未談「性」，這次可謂破例了。事實上，我學習性知識的經歷大概與大家差不多。14歲那年，媽媽問我知不知道小貓從哪裡來，我答「寵物店」，她便沒有追問下去或再深入解釋，相信媽媽早已認定我無藥可救。

身為人父後，我發誓不會對孩子重施故技，結果我從沒有與較年長的Jeff和Jennifer討論有關性的話題。他們現已年過40，幸好沒有受我的封建思維影響。然而，踏入90年代，由於社會開放，家長必須從小向孩子灌輸性知識。因此，當Nick於1988年出生時，我和Sue深知必須在他取得駕照及我們領取社會保障前，向他解釋他的「身世」。Nick當然並非領養回來，而是加州首批試管嬰兒，令他更加獨特（至少對我們而言），我們認為他也有權知道真相。以性教育而言，Nick很受教，在8、9歲時，某天他突然問起「嬰兒從何而來」，於是我們詳細地給他解釋他的誕生過程—醫生從爸爸和媽媽的體內抽取精子和卵子，然後在試管中混合，便形成嬰兒。他對故事似乎頗為受落，我們亦能避免長篇大論解釋男女之別。

不過，數年後Nick看到「Victoria's Secret」的傳單時，我們便遇上最大的難題。Sue通常會盡快扔掉傳單，但這次卻被Nick捷足先登，他不但對那些平庸的模特兒極感興趣，也對品牌的名字充滿好奇。他問：「爸爸，Victoria's Secret是甚麼？」我腦中立刻浮現兩個問題，究竟他想問Victoria's Secret這個品牌是甚麼，還是想問Victoria的秘密是甚麼？如為前者，相信他只是對傳單好奇；若為後者，便涉及我一直避而不談的話題。我答道：「不太清楚。」然後拿走他手上的傳單，如Sue一樣的把它掉進垃圾桶，並企圖轉移話題：「你知道小貓從哪裡來嗎？」他答：「寵物店。」我不禁舒一口氣，一方面為他的正常反應感到欣慰，另一方面亦很滿意自己在如此敏感的90年代履行了父母的責任。

現今的經濟及金融市場也有同樣重要的問題，我整理出其中幾條，希望藉此說明現況，亦避免像解答「小貓來自寵物店」或「Victoria's Secret是甚麼」時般含糊。問題如下：

1)以信貸為本的金融體系何時會崩潰／瓦解？

當可投資資產風險過高，而回報過低時，金融體系便岌岌可危。雖然危機尚未出現，但低／負回報信貸正逐漸被換成概念上及實際上的黃金或現金。屆時體系將會去除一切槓桿，以現金為核心，黃金等實物資產則作為較高風險的外部資產，而且更加可取。央行能創造銀行儲備，但若風險過高而回報過低，銀行未必願意提供貸款。若情況持續，不斷創造信貸的策略便無法在零息環境中發揮作用。

2)資本主義能否在零息環境中有效運作？

不能，低息或會令資產價格上升，並在過程中破壞儲蓄及負債為本的營商模式，令銀行、保險公司、退休基金及小型商戶無法償還未來債務及支付退休福利。央行似乎未有察覺低息的負面影響，若長時間維持低息政策，將會影響實體經濟，無法實現預期收入，投資開支亦會停滯不前。

3)歐洲央行、日本銀行及英倫銀行每月買債1,800億美元的量寬措施能否持續？最終會如何收場？

量寬措施可以持續，但優質資產的供應會減少，引致多項重大技術問題，當中涉及回購和負利率。央行其實已將所有利息款項退回相關的庫房，變相造成免費發債的局面。央行其後向私人市場出售債務的承諾永遠不能兌現，量寬最終只能延長債務到期日或無止境地滾存債務。聯儲局現正採取此方法，但假如日本銀行延長債務到期日至50年，將成為其他央行的參考。

若長時間維持低
息政策，將會影
響實體經濟，無
法實現預期收
入，投資開支亦
會停滯不前。

4) 投資者何時會得知現行全球貨幣政策能奏效？

幾乎所有資產都倚賴增長及通脹（最好是實質增長），若兩者皆欠奉，至少要有名義增長及輕微通脹。名義增長的重要性在於能讓國家、企業或個人提高收入以償還債務，部分資金會用作支付利息支出，其餘則透過償債基金支付理論上或實際上的本金。若沒有後者，信貸為本的經濟最終會淪為「龐氏融資」個案，終究會倒下。因此，必須留意名義本地生產總值增長，美國、歐元區及日本的名義增長必須分別達 4-5%、3-4% 及 2-3%。

5) 投資者應怎樣做？

在高風險／低回報的環境中，當然要降低風險及接受低於歷史水平的回報。但是否要把資金調往別處？當然，但市場甚少提供雙位數回報。除非名義增長達到可接受的水平，否則多個資產類別也更有可能出现負回報及損失本金。我不喜歡債券，也不喜歡大部分的股票或私募股權，反而認為經折讓的土地、黃金及實際廠房和設備等實物資產更加可取，但由於財富被金融化，個人投資者已沒有能力購買這些資產。何不投資於駿利環球全天候債券基金？我大部分資金都投放在此。

大家不妨放下憂慮，到海邊盡情玩樂，還要記得到寵物店走走。祝大家有個美好的夏天！



JANUS CAPITAL®
Group
駿利資產管理集團

於香港由駿利資產管理亞洲有限公司發行。本文件未經香港證券及期貨事務監察委員會審閱。

本文件除依據協議遵守適用的法律、規則及法令外，並不構成投資建議或證券買賣要約或建議。駿利資產管理集團及其附屬公司就本文件全部、部分或轉載資料違法分發予任何第三者概不負責，且不保證所提供的資訊為準確、完整、即時或擔保使用之結果。正如所有投資，投資者應注意所涉及之固有風險。

本文件之分發或所載之資料有可能受法律限制，在其所屬之司法管轄區或任何情況下使用屬違法時即不能使用。

本文意見係作者於2016年8月作出，可能隨時依據市場或經濟面的改變而有變動。該評論僅就廣泛主題加以闡述，不應視為對個別持股或市場產業的投資建議或推薦。

文內反映某項策略的未來金融或經濟預測或期望，或有關一般市場預測或期望的陳述，以及對任何駿利策略的未來作業計畫與目標的陳述，均屬前瞻性的陳述。實際績效或事件可能與任何該等前瞻性陳述的預測、估計、假設或預期出現重大的差別。除前瞻性陳述所列的因素外，其他可能引致差別的重要因素包含一般經濟面，如通脹、經濟衰退和利率。駿利概不作出聲明，以顯示其任何投資組合是否於目前或曾經持有文內的任何撰述或例子。本文的撰述僅作分析一般市場或經濟面之用，並非買賣證券的建議或顯示作者的持股。投資涉及風險，往績並非未來表現之保證。投資過程不保證能夠持續帶來成功投資。

在擬備本文時，駿利合理地相信所有以公眾來源的資料為準確及完整。

投資者應諮詢閣下之銷售機構建議有關產品是否適合閣下並已說明有關產品如何能夠符合閣下的投資目標。投資決定乃屬於閣下所有。如閣下有任何疑問，應聯絡閣下之銷售機構。

駿利為美國Janus International Holding LLC之註冊商標。© Janus International Holding LLC.

KY0216(3T)1216.HK.retail