

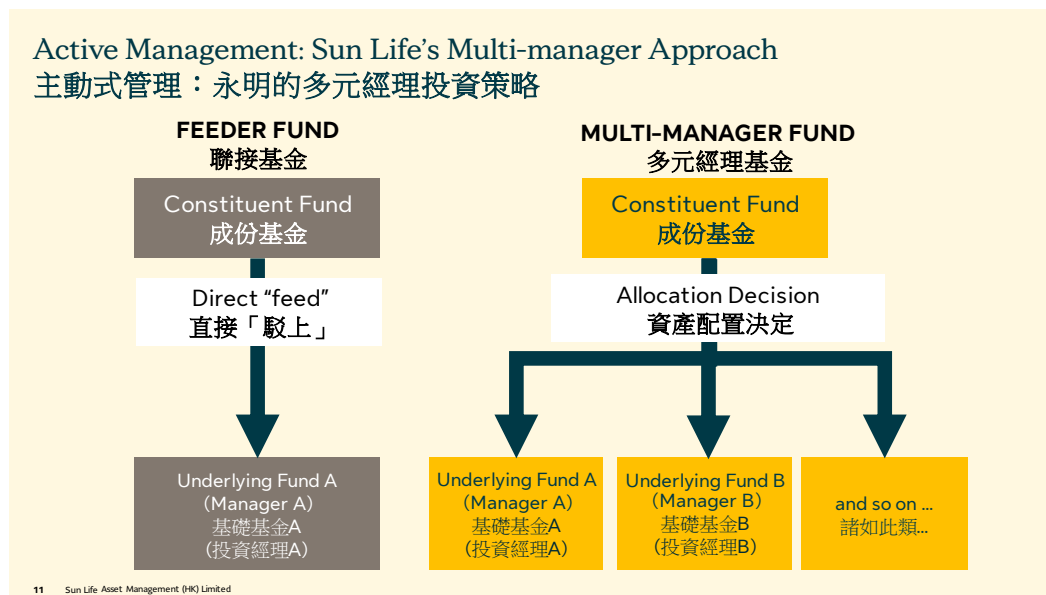
市場觀點解讀

引言

隨著美國的通脹升幅高於預期，市場重燃對通脹回升的憂慮，環球股市和債市由年初的高位回落。雖然聯儲局表示暫時未有迫切性減息，我們認為聯儲局有可能推遲今年首次減息的時間，不過整體而言，環球央行的指標利率，較大機會於今年見頂。面對市況不明朗，我們綜合了投資者近日較常提出的問題，並在此分享我們的觀點。

問：什麼是多元經理模式？

答：



多元經理管理模式允許在表現出色的基金管理人之間積極分配資產，不但可以受益於多位管理人的投資專業知識，亦可以靈活應對市場環境變化，從而降低集中於單一基金管理人風險。

長期投資就像蓋房子一樣。依靠單一工具不會讓你走得太遠，因為在整個施工過程中，你可能需要鋸子用於切割，錘子用於釘釘，刷子用於油漆等等。重要的是，您必須在一個工具箱中擁有用於處理所有類型工作的不同工具和配件。同樣，我們的多元經理基金投資方法將幫助您應對不同經濟條件的挑戰，或有助實現您的長期財務目標。投資者必須不斷評估正在發生的市場狀況，並採取戰術性應對，並選取最適合應對當前市場環境的管理者，積極配置資產。

港股篇

問：近年港股積弱，有甚麼亮點值得投資者留意？

答：

- 過去數年，港股表現未如理想，涉及多項因素，包括新冠疫情、中美息差、內房資金鏈問題、地緣政治局勢等。不過，目前港股估值（市盈率[^]、市帳率^{*}等）不但低於疫情前水平，更處於 10 年平均的負兩個標準差水平，分風險因素如疫情對經濟的壓力已消退或被市場消化，加上港股企業積極進行股份回購，根據彭博資料，截止 3 月 20 日，今年已來港股回購金額已超過 400 億，創下新高，相信現估值水平具長線回升空間。
- 另一方面，港股與中國經濟的關連度高，而中國正邁向新一階段的經濟轉型。今年「兩會」的政府工作報告提到，「新質生產力」將是未來中國發展的大方向，綠色能源、數字經濟和科技創新等領域是較多人認知的重點。其實當中亦包括傳統行業的升級，例如將以往勞動密集的生產過程自動化，提升現有產業鏈的質素和效率等。例如：根據中國工信部資料，2022 年中國的工業機械人裝機量佔全球比重超過 50%、機械人產業營業收入超過 1,700 億人民幣，維持雙位數增長。
- 經濟轉型期間或帶來陣痛，及不能一步到位。參考過去中國經濟發展周期，由 1980 年代改革開放、1990 年代傳統製造業崛起、2000 年代加入世貿，到 2010 年代消費升級，期間均有不少挑戰和跌宕，但最終均創出新的經濟格局，考驗投資者的耐性。

[^]：市盈率指現價除以每股盈利。一般而言，市盈率高可能代表現價較高或每股盈利較低，即估值較貴；相反，市盈率低可能代表現價較低或每股盈利較高，即估值較平。

^{*}：市帳率指現價除以每股淨值。一般而言，市帳率高可能代表現價較高或每股淨值較低，即估值較貴；相反，市帳率低可能代表現價較低或每股淨值較高，即估值較平。

問：現時組合內的港股錄得一定程度帳面虧損，可以如何處理？

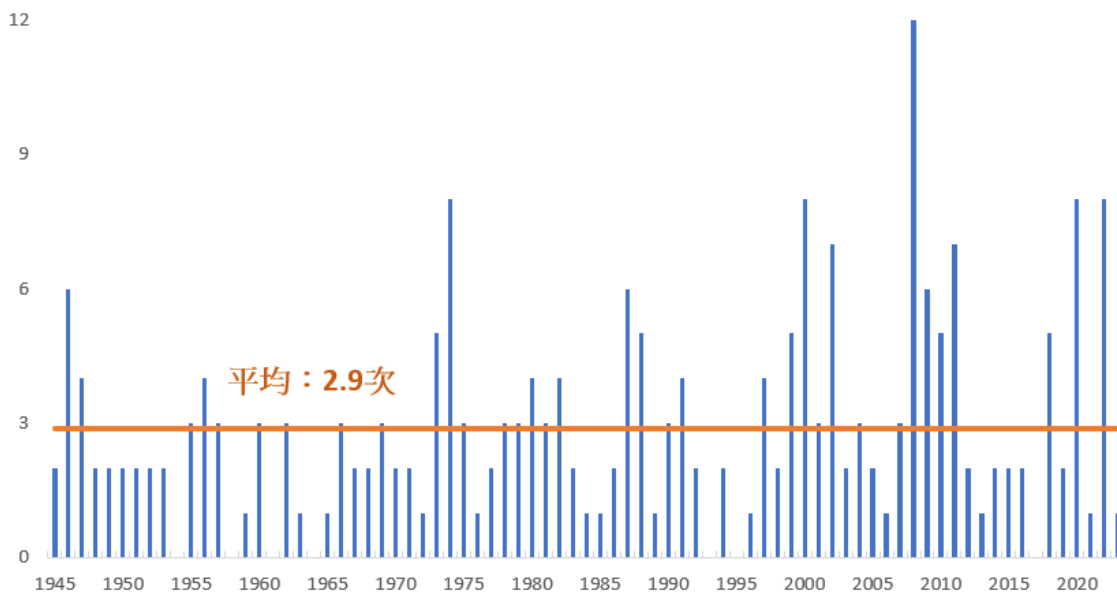
答：

- 投資者可視乎本身的投資年期及現有組合的集中程度，決定港股佔整個組合的比例。一般而言，港股的市場周期較長和波動性較高，對年輕的投資者而言，港股佔比可較高，因為他們有更多投資時間來承受相應較高的風險。
- 隨年紀增長，如果現有組合較集中於港股，則可考慮將組合分散，例如歐美等成熟市場。如果投資者仍偏好本土或鄰近地區的話，亦可考慮包括台灣地區的大中華市場或更廣泛的亞洲，港股在這些地區中亦佔一定比例。
- 強積金成員可將其強積金投資分作 2 個部分：1. 現有投資組合；2. 新供款部分。如果現有組合已較集中於港股，並希望分散投資，可在新供款部分提高其他地區的比例，逐漸將投資組合變得更多元化。當然，成員亦可將現有投資組合的港股作轉換，但此做法需要留意市場走勢，未必適合日常無暇管理強積金的成員。

問：如果投資者希望重新配置組合，但近期歐美股票的波動性增加，相對進取的投資者有沒有其他選擇？

答：從中長線投資的角度而言，歐美成熟市場的經濟體較穩健，可以成為投資組合中佔比較重的核心部分。以美國為例，當地企業的股本回報率[^](股本回報率高可能代表企業淨收益較高，代表企業替股東賺錢的效率越高)亦高於環球其他地區，甚或是新興市場，為股東創造回報。短線調整為長線投資者帶來更吸引的投資機會。根據彭博資料，自 1945 年至今，美股 1 年內平均出現約 3 次 5% 或以上的回調，但長線仍可錄得雙位數的年度化增長。

自 1945 年標普 500 指數出現 5% 或以上調整的次數



資料來源：彭博、永明資產管理

- 大中華及亞洲亦是分散投資的另一策略，而它們在估值上亦較歐美市場具優勢。大中華市場包括中國內地、香港及台灣地區，根據彭博及明晟資料，以 MSCI 金龍指數為例，港股、台股及 A 股分別佔 48%、38% 和 9%。三地各有投資特色：港股較多中國大型的科網公司和金融機構，或受惠中國的數字經濟轉型、台股則集中半導體製造商，有望得益於發展愈趨成熟的 AI 技術、A 股則較多內地消費、工業等板塊的投資機會。
- 至於亞洲市場，則進一步包括印度、南韓等國家，有助降低港股在組合的集中程度。

[^]：股本回報率指企業淨收益除以股東權益，為企業盈利能力的其中一個指標。一般而言，股本回報率高可能代表企業淨收益較高，代表企業替股東賺錢的效率越高。

美股篇

問：今年是美國大選年，我們對美股有甚麼看法？

- 答：
- 根據彭博資料，統計自二戰後 19 次美國大選年的標普 500 指數表現，僅 2000 及 2008 年錄得負回報，而該 19 年的平均回報則約 10.5%，與長線平均年回報率相若。若以當選總統的黨派分類，民主黨人當選的年份平均回報約 8.3%，共和黨人當選年份的平均回報約 12.4%⁴。風險方面，上述期間內選舉年的股市波動性略高於非選舉年。

1945 – 2023 年期間非美國大選年 標普 500 指數 1 年波幅的平均	1945 – 2023 年期間美國大選年 標普 500 指數 1 年波幅的平均
14.5%	15.1%

資料來源：彭博、永明資產管理

- 由此可見，選舉或引致短線市場震盪，但可視之為吸納機會。長線投資上，投資者可更留意貨幣政策、經濟數據、企業盈利等基本因素。

問：美國通脹回升，減息預期降溫，貨幣政策不明朗，加上地緣政治持續令人擔憂，美股未來的前景如何？是否值得繼續持有？

- 答：
- 一如我們之前看法，美國通脹存在波動性，添加息口走勢的不確定性。不過，今年下半年減息仍是我們的基本預測，儘管今年內的減息幅度未必如市場原先預期般大
 - 根據彭博資料，考慮到美股第一季的回報已高達 10%，市場調整是意料之內。但基於美國經濟保持韌性，和企業盈利繼續強勁，料可支持美股中長線的投資氣氛，我們對於股票市場的看法仍然傾向正面。
 - 至於地緣政治有所惡化，股市借勢回調是無可避免，但歷史顯示相關事件對股市的影響應是短暫的。除中東外，最近的例子包括仍持續中的俄烏戰事，2022 年 2 月開打後對美股構成一定壓力，但隨市場逐步消化相關訊息，之後仍能回升並創下歷史新高。短期調整有機會提供理想的入市點。

問：美股過去一段時間不斷創新高，是否出現泡沫？現在投資會否高追？

答：

- 從估值分析，現時美股的預測市盈率仍遠低於 2000 年科網股泡沫時期。加上現今科技龍頭企業業務穩定，坐擁大量現金進行研發或股份回購，與 2000 年大多數科技公司並無實際業務不可同日而語。
- 例如：納指於 2000 年科網股泡沫時期的市盈率超過 100 倍，但近 10 年平均只有約 27 倍；

		2000 年科網股泡沫時期	2024 年 4 月
納指	市盈率	超過 100 倍	約 27 倍，與近 10 年平均相若
	每股自由現金流	0.5 美元	394 美元
	公司研發開支	6,500 萬美元	3.37 億美元

資料來源：彭博、永明資產管理

- 回顧歷史，美股曾面對多個市場危機：遠有 2000 年科網股泡沫爆破和 2008 年金融海嘯；近有 2020 年新冠疫情和 2022 年環球央行收緊貨幣政策，但最終均能收復失地並創下另一個歷史新高。
- 強積金採用平均成本法可有效降低短期市場波動對投資的影響。以 2022 年至 2023 年作例子，若投資者每月定額供款投資美股，在 2022 年市場下挫期間就能買入更多基金單位，當股市在 2023 年回穩時即可捕捉較大反彈。
- 同樣道理，若投資者已有一筆資產可用作投資，或可採取分注入市的方式，減低市場風險。



資料來源：彭博、永明資產管理

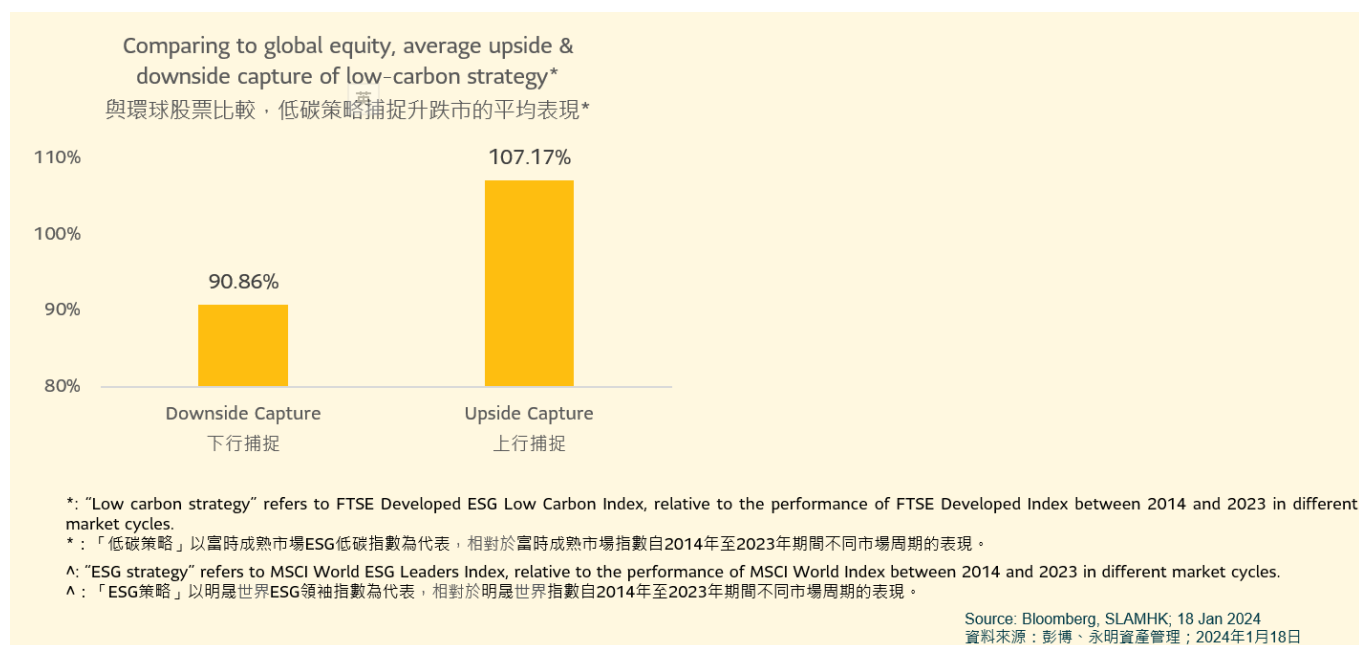
*：「一次性投資」是指由期間開始買入並持有至期間完結，所計算之投資回報。「每月供款」的計算是在指定期內將最終資產淨值比較總投資金額得出；方法是在每月最後一個交易日作定額投資，以當時價格購入適量單位，總投資金額則等於在指定期內每月供款的總額；而最終資產淨值則由在指定期內所購得的單位總數乘以該期間最後一個交易日的價格而得出。

環球低碳策略篇

問：投資環球低碳策略的好處是甚麼？

答：

- 環球: 投資於環球市場，有分散風險效果
- 低碳: 透過偏重於積極減碳的企業，可以發揮資金影響力，鼓勵企業積極減碳，從而達到保護環境的實質效果
- 較具防守性: 往績顯示，與環球股票比較，環球低碳策略在跌市時的跌幅較小，防守性較佳



問：低碳股票策略會考慮企業減碳目標，這些目標會由哪些機構監察？相隔多久重新覆檢？

答：

市場上有不同指數公司制訂各類型與 ESG 相關的指數，其中包括聚焦於環保(E)範疇的低碳股票指數。這些指數或具有可量化的目標，例如：碳排放及化石能源儲備比大市減少 50%、ESG 評級比大市高 20%等，並定期由指數公司檢視成效，確保對環境有正面影響。就指數組成而言，指數公司或每年重檢指數內的公司，因應上述目標調整權重。

問：近期低碳策略表現略為遜色，比美股與環球股市更差，是否代表環球低碳策略失靈？

答：

- 低碳/ESG 策略長遠表現不失禮: ESG 投資面世至今大概 20 年，期間學術界對於 ESG 策略能否改善財務表現的研究多不勝數，得出的結論為 ESG/氣候變化策略與財務表現(企業財務表現和投資者的回報)有正面關係，即是說, ESG 做得好，企業財務都好，投資者表現也好
- 環球低碳策略的好處是對環境有實質影響，環球股票具分散作用，以及相對具防守性。近年美國股市表現主要由幾隻大型科技股帶動，環球股票表現則由科技板塊帶動。環球低碳策略主要分散於不同板塊，短期表現爆炸力略遜。但係留意的是，偏重投資於個別板塊，風險相對高。

債券篇

問：債券如持有至到期，投資者理應可取回本金。為什麼債券基金價格會下跌？

答：

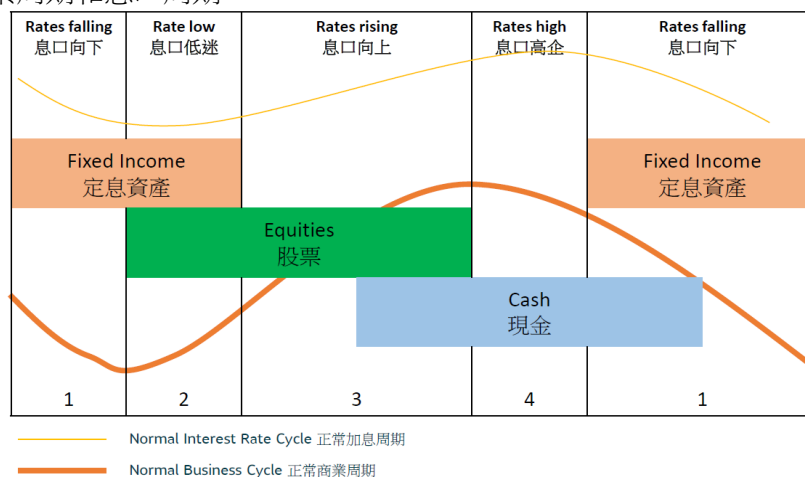
- 債券是由企業或政府(泛稱發債機構)發行的債務工具，目的是向外借貸來籌集資金。發債機構一般會承諾於指定日期償還本金和利息。如果你投資於債券，你實際上是借錢給發債機構。
- 借錢給人，我們最擔心的是債仔不還錢，即所謂的信貸風險。如果信得過發債機構，借錢給「他」然後穩穩定定等收息，到時收回本金，其實相當穩定。但由於債券有二手市場，好像我們日常買手錶手袋般，如果有人出高價，我們大可賣掉手錶、手袋賺錢。同樣地，如果有人出個好價錢，我們亦可以賣出手持債券轉手獲利。
- 債券基金與普通直債 (Straight Bond) 不同的是，債券基金一般會持有一籃子的債券，投資者按他們的投資金額擁有基金的部分權益。而直債很多時是有期限的，例如是 3 年期、7 年期、10 年期等。債券基金則沒有到期日，即使基金內有將到期的債券，但基金經理會自動投資於其他債券，所以投資者不會因而收回本金。基金公司會定期公佈基金價格，反映其持有的債券在二手市場價值。所以，相對於持有直債，投資於債券基金本質上是透過於二手市場買賣債券賺錢，而買賣價格視乎當時債券市場市況。

問：現時是否投資債券的好時機？

答：

- 債券作為一個資產類別，傳統上認為其波幅相對股票低，而相對現金/存款波幅略高，如果是為了賺取穩定利息收入而長期持有債券，投資債券的時機可以說是全天候的，因應自己何時要取回本金，並考慮信貸風險，作出符合自己風險承受能力的決定。
- 可是，如果以經濟周期和息口周期的角度去看，現時投資債券是穩定的選擇。因為現時的周期為息口預期向下、經濟面對滑落風險的階段(1)。定息資產在這個周期入面尤其受惠。

圖：不同的商業周期和息口周期



資料來源：永明資產管理

問：美國現轉向討論加息，是否對美股及債券不利？若是，客戶應如何部署？

答：

- 最近環球債券市場回吐，主要原因是美國經濟強韌，市場調整今年減息的預期。而市場下跌，可望提供分段低吸機會。
- 由於債券價格與息口呈反比關係，加息無可避免會對債券不利。但與 2022 年相比，根據彭博資料，當時聯儲局急速加息，聯邦基金利率由 0% 升到年底的 4.5%，就好像由地下跑上 10 樓般，大多數人會喘氣。我們認為即使美國掉頭加息，並不是毀滅性。
- 我們維持今年美國 10 年期國債孳息是區間上落的想法。對於長線投資者而言，債券可以發揮分散風險的作用。

免責聲明

本文章載列的所有資料僅供一般參考及分享一般投資知識用途，可能載有「前瞻性」資料，包括預測及孳息或回報估計，並涉及風險和不明朗因素。市場、經濟及政治狀況可導致實際業績顯著有別於當前預料或預估的業績。本文章載列的所有資料並不擬提供任何形式的保證或投資意見，亦不構成要約的招攬或要約，不應被視為任何合約或買賣任何投資產品的基礎。本文章所載觀點及預測可隨時更改，毋須事先通知。

投資涉及風險，所過去表現數據並非未來表現的指引。投資價值可升可跌，甚至變得毫無價值。投資者可能無法取回初始投資金額。本文章所載資料並未考慮個別投資者的目標、財務狀況或需要。永明資產管理（香港）有限公司、及其聯營公司及董事和僱員（統稱「永明資產管理」）概不會作出任何明示或隱含的保證或擔保，亦不會就資料的準確性、效益及完整性作出陳述。

本文章提供並可能使用的第三方資料根據相信屬可靠的資料來源，永明資產管理（香港）有限公司並沒有對有關資料作出獨立驗正、證實或審計。永明資產管理對於使用有關資料、或源自此文章的資訊、評論或意見造成的直接或間接損失概不負責，是否採用此文章的資訊、評論或意見由用戶自行決定。

本文章未經香港證券及期貨事務監察委員會或任何規管機構審核。

本文章由永明資產管理擁有。未經永明資產管理事先同意，不得修改或變更。