



Marco PIRONDINI
股票部主管、
美國投資組合經理



Howard WEISS
多元資產方案總監、
美國投資組合經理

摘要

- 過去 14 年的量化寬鬆措施令貨幣供應大幅增加，並扭曲資產估值。其後實施的量化減縮，及旨在緩和通脹壓力而加息，使固定收益投資者蒙受重大損失，並對傳統資產配置結構構成了挑戰。
- 我們認為，環球多元資產策略能夠把資金靈活配置於任何地區和資產類別，可為投資者提供更佳條件，以創造可持續收益，同時有助平衡當前市場的風險。
- 採用精細的資產類別定義方針，有望發掘許多投資者無法識別或把握但具吸引力的投資機會。
- 此外，以基準為本的策略必定可締造以基準為本的回報。相反，投資組合經理和投資者透過專注於對指數成份敏感度較低的策略，能夠聚焦於投資機會較大的市場領域，同時迴避風險與回報平衡欠佳的其他領域。
- 我們看好那些我們認為具有深厚估值支持深厚，且締造強勁自由現金流能力的資產。

基於各種原因，投資者目前面對的挑戰是，在市場可能大幅波動的環境下，如何在收益締造與保本需要取得平衡。整體而言，我們認為股市的風險高於過去十年：估值過高、貨幣當局的支持力度明顯減弱，且各國政府能夠提供的財政刺激措施可能已到達極限。就 2024 年 9 月 18 日，聯儲局宣佈降息 50 個基點，這是聯儲局自 2020 年以來首次降息。

面對上述挑戰及降息環境，我們認為投資者可採取環球多元資產策略，靈活投資於不同地區和資產類別，從而產生收益和實現資本增值。重要的是，採用較細緻的資產類別定義，或不受以基準為本限制的微型資產類別，可讓投資者在更廣泛類別中物色具吸引力的投資機會，因為最高級別的風險與回報特徵顯得較不利。

目前環境的挑戰

在目前經濟環境下，增長放緩、勞工市場狀況惡化，加上信貸息差上升，導致環球固定收益與股票市場出現錯位。全球大部份分析師預測，未來兩年的環球經濟增長介乎約 2%至 3%，接近衰退水平，反映經濟狀況困難，且預計整體經濟將會放緩。過去 14 年的量寬措施令貨幣供應大幅增加，並扭曲資產估值，包括銀行體系的超額儲備。相比之下，我們認為當局可能在未來十年維持量化緊縮措施，且整體經濟收縮的趨勢將會持續。

儘管投資者相信聯儲局將會繼續減息，以應對增長放緩的跡象，但核心通脹仍然高企，因為利率變動對可動用／可支配收入較高的人士影響不大。因此，減息幅度可能令人失望。

雖然資本市場估值反映，投資者普遍對經濟能夠避免陷入衰退感到樂觀，但我們認為經濟活動水平可能在未來數月不斷惡化。過去兩年的資金成本上漲，對減少消費者和企業開支略見成效。需求因而下降，促使企業實體縮減整體僱員人數，這從美國勞工統計局的數據可見。我們建議投資者在評估潛在投資策略時，應謹記這個預期的結果。

十多年以來，我們首次認為，於旨在締造收益的環球均衡策略內，提高固定收益配置屬合理之舉。

債券是否確實重拾升勢？固定收益發揮重要作用，但必須了解其風險

經歷 2022 年的市場調整後，固定收益與股票投資的相對估值為環球資產配置策略的債券部署提供更大空間。儘管如此，近期投資者對減息的樂觀情緒已略為逆轉改善趨勢，其中我們認為企業信貸格外易受調整影響。

圖 1：股票市場的盈利率與投資級別債券市場的長期平均收益率相若



資料來源：彭博，2024 年 8 月 30 日。標準普爾 500 盈利率指數。當收益率低於 0%，股票盈利率較為吸引；當收益率高於 0%，固定收益收益率則較為吸引。目前，收益率已重返長期平均值，或可反映投資級別固定收益投資的潛在機會。

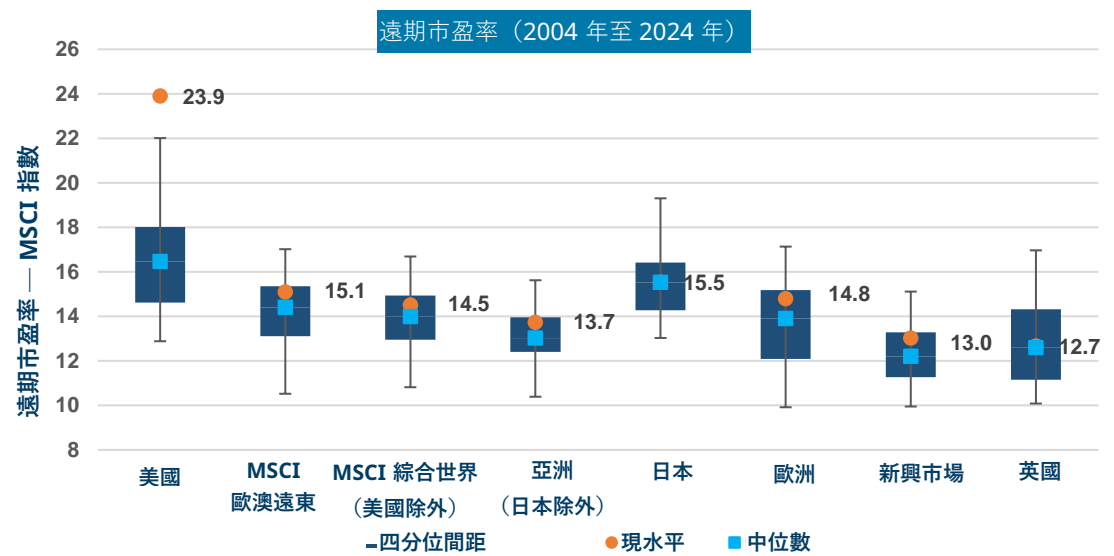
透過嚴謹的估值方法，投資者可成功物色流動性強勁，且市場價格適中的本土和環球證券

就大部份資產類別而言，利率在 2022 年和 2023 年顯著復常，回落至 2008 年環球金融危機前的水平。然而，名義收益率僅反映部份情況。通脹仍高於歷史指標，信貸息差實際上有所收窄。在此環境下，投資者在本周期階段因承擔信貸風險而獲得的整體補償較低，若經濟活動減弱，投資者此舉可能較為冒險。儘管收益率曲線倒掛，但多年來被排除的主權債券目前似乎較值得關注，加上市場憂慮新債發行量超過需求，使投資價值集中於短期債券。我們認為，隨著投資者更深入了解有關情況，應考慮逐步延長存續期。

環球投資的潛在機遇

鑑於增長因素投資的存續期較長，我們認為目前市場定價過高，但對擴大投資範圍的投資者來說仍充滿機遇。與歷史平均相比，儘管美國股票指數及其他環球股市的估值顯得較高，但八大成份股的集中度問題蓋過大市的行為和投資潛力。透過嚴謹的估值方法，投資者可成功物色流動性強勁，且市場價格適中的本土和環球證券，這類證券有望在不利的環境下創造吸引收益和資本增值。

圖 2：MSCI 地區指數的遠期市盈率

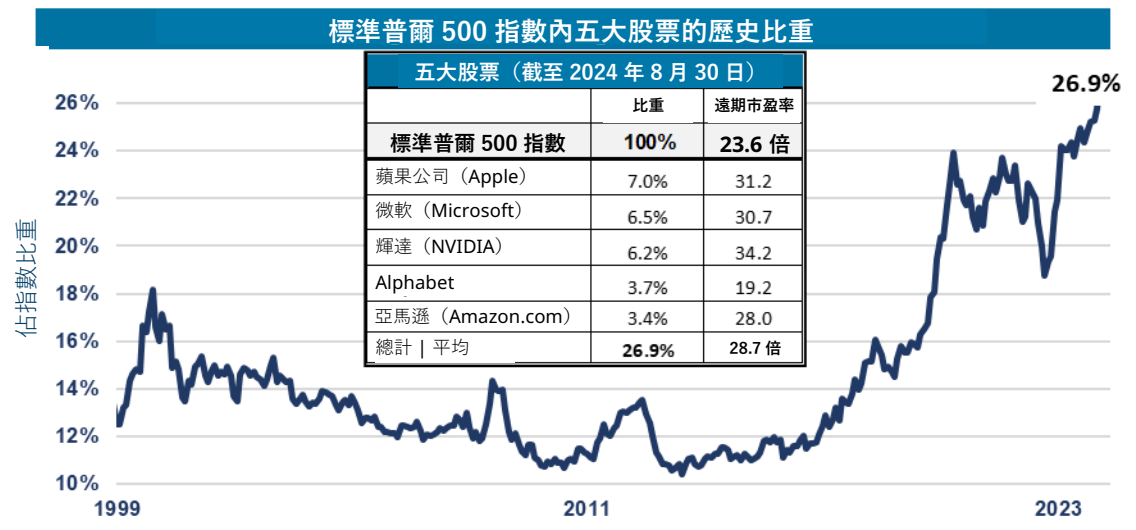


資料來源：彭博及 Amundi US。基於彭博的分析師普遍預測。數據截至 2024 年 8 月 30 日。

我們認為，在致力創造收益的環球均衡策略納入主權債券屬合理之舉。

我們目前取向的核心是，我們認為現時下行風險過大，不應為了取得較高潛在回報而增加風險配置。雖然投資者渴求收益，並已重新調整以應對收益率較高的環境，但我們建議投資者保留部份資本，以便出現意料之外的機會時進行部署，這些機會通常在經濟狀況首見惡化跡象時湧現。短期利率高企為是提煉投資者耐性的機會。

圖 3：標準普爾 500 指數的集中度處於歷史高位



投資者尋求有效策略以提高收益，故應重視分散投資組合風險和考慮風險管理，最重要的是迴避過度投資的行業和估值過高的證券。

資料來源：彭博及東方匯理研究部。數據截至 2024 年 8 月 30 日。遠期市盈率是指股票目前價格除以分析師對估計一年期每股盈利的普遍預測。僅供說明用途，並非購買或出售股票的推薦。僅供教學用途。本文件不應被視為購買或出售任何上述證券的推薦。數據以過往表現為基礎，並非未來回報的保證。

在充滿挑戰的環境下，「微型資產類別」的部份例子顯得吸引

雖然企業債券息差水平仍然偏窄，但股票掛鈎票據能夠將波幅轉化為應付票息流，因此提供吸引的另類選擇，以締造更高收益。這類投資包括相關股票成份，其基本因素質素（財務狀況和流動性等）可能優於投資級別或高收益領域內的企業債券。投資者應時刻評估現有的補償結構是否符合投資所附帶的風險。我們認為，儘管信貸息差可能隨著某些從新分配的因素而擴大，但股票掛鈎票據目前仍處於良好的平衡狀態。

與事件掛鈎的債券（例如災難債券）與天氣事件而非傳統市場相關，亦有望為投資者帶來與市況互不相關的潛在回報。2022 年發生的災難數目高於水平，加上市況惡化和利率上升，令流入事件掛鈎債券領域的資金總額減少，故在 2023 年和 2024 年為投資者創造最佳的定價環境。

若能夠細分規模較大的證券化信貸市場，以識別基本因素吸引的小型領域，房屋領域正是另一個機會來源。在 2022 年底至 2023 年初，隨著利率上漲、提早還款的情況跌至歷史低位，非機構按揭應收款項出現劇烈波動，但已到期貸款的相關抵押品價值升至新高。貸款價值比率低於 60%，且平均借款人 FICO 評分超過 740 分的資金池估值跌至相當折讓的水平。

股票方面，我們看好擁有過剩流動資金和估值支持顯著的公司。金融業是最符合上述條件的行業之一，特別是美國以外地區的傳統銀行，其股息率一般為 7% 或 8%。一如我們預期，加息令這類銀行的盈利隨之上升。此外，有別於美國同業，美國以外地區的傳統銀行並無大舉買入長存續期債券，且存款外流的情況較不嚴重，因此或會出現機會型擴張，或透過股息和股份回購將資本還給股東。在過去 20 年來，我們首次估計美國以外地區的銀行業表現優於美國銀行業。鑑於宏觀經濟趨勢或會持續惡化，我們偏好信貸風險低於平均水平的銀行。另一焦點領域是能源基建分類行業（包括管道和運輸），其過去八年的財政狀況和盈利顯著改善。整體而言，業內公司已降低槓桿水平，對利率變動的敏感度亦有限，且不論相關商品的價格如何，能源基建行業目前均能締造吸引的收益。我們確實預期，鑑於 a) 勘探及生產資本開支計劃擴大；b) 已發展市場經濟疲弱；以及 c) 中國經濟更顯著惡化，此市場領域在過去數年錄得的部份超額業績和資本回報可能逐漸減少。因此，我們沽售部份已升值持倉以獲利，但當中數家公司的估值仍較賬面值存在明顯折讓，並締造出色的自由現金流。

總結

在目前的經濟環境下，投資者在未來可能加劇的市場挑戰下，繼續物色潛在的收益型方案。投資者尋求有效提高收益策略時，應重視分散投資組合風險和考慮風險管理，最重要的是迴避過度投資的行業和估值過高的證券。我們認為，靈活的環球多元資產策略有助投資者實現保本和締造收益的目標。重要的是，我們深信，採用較細緻的資產類別定義，或不受以基準為本限制的微型資產類別，可讓投資者在其他情況下或許顯得不吸引的領域內發掘價值。

指數及詞彙釋義

- 股票掛鉤票據：一種債務工具，其結構是根據基礎股權投資的表現進行支付。ELN 與傳統債券不同，因為它們不提供固定利率；相反，收益與相關股票的表現掛鉤，相關股票可以是單一股票、股票集合或股票指數。
- 全球金融危機：2007 年中期至 2009 年初全球金融市場與銀行體系面臨極度壓力的時期。
- 國內生產總值：衡量一個國家在一定時期內通過生產商品和服務創造的附加值的標準。
- 通貨膨脹：物價普遍上漲，貨幣購買價值下降。
- 標準普爾 500 指數：追蹤 500 家美國上市公司的股票市場指數，是多種投資產品的基礎。
- 可持續收入：在一段時間內持續穩定地獲得投資收入。

重要資訊

本文乃由東方匯理資產管理有限公司編製。本文不擬被視為要約或招攬購買或出售證券，當中包括基金股份。本文所載的觀點及/或所提及的公司不應被視為東方匯理資產管理的建議。所有意見及估計可以隨時作出更改而毋須事先通知。在適用之法律、規則、守則及指引允許的範圍內，東方匯理資產管理及其相關公司對任何因使用本文所載之資料而引致的直接或間接損失概不負責。本文只能分發予獲准接受之人仕，及任何可能接受本文而沒有違反適用法例及條例之人士。本文並未得到香港證券及期貨事務監察委員會(“證監會”)的審閱。本文撰寫的目的只為提供資訊，並不代表已參考個別可能接收到本文人士的個別投資目標，財務情況及個別需求。有意投資者應就個別投資項目的適合程度或其他因素尋求獨立的意見。投資者不可單靠本文而作出投資決定。投資涉及風險。市場、基金經理以及投資的過往表現及經濟市場、股市、債市或經濟趨勢預測並非將來表現依據。投資回報以非港元或美元為單位可能因匯率波動而令投資總值下跌或上升。投資可跌可升。本文不擬提供於美國公民、美國居民或任何根據美國 1933 年證券法下的規則 S 所定義的「美國人士」。