

2019 年第一季度

滙豐尚玉投資展望

助您構建投資組合



與您 成就更多

《滙豐尚玉投資展望》是特別為尚玉客戶編撰的刊物。我們將會與您探討全球的投資主題，同時剖析未來的挑戰與機遇。

在混亂的訊息中尋找方向

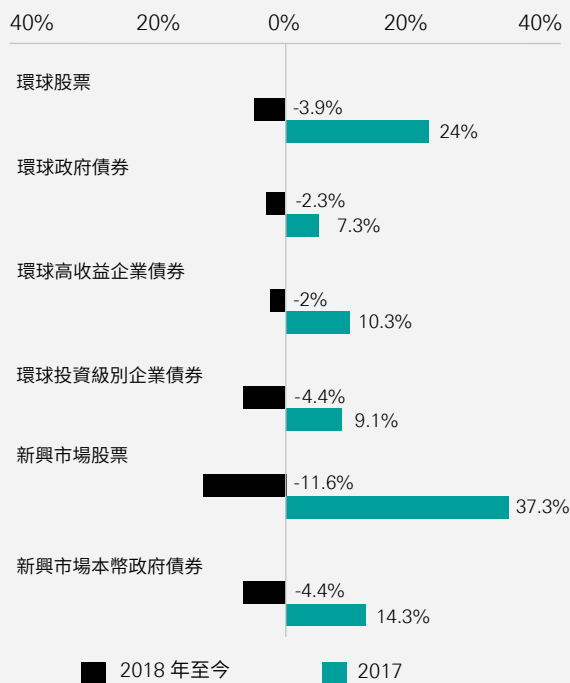


傅偉誠
特許金融分析師
滙豐零售銀行及
財富管理業務
集團財富管理副主管



曾偉仙
滙豐零售銀行及
財富管理業務
環球財富管理策略研究主管

部分資產類別的走勢



資料來源：彭博，截至 2018 年 12 月 5 日。投資涉及風險。往績並非未來表現的指標。僅供說明用途。

註：圖表顯示資產類別以美元計的總回報。各資產類別的表現由不同指數列示 – 環球股票：摩根士丹利全球總回報淨額指數；環球政府債券：彭博巴克萊環球綜合國庫券總回報指數；環球高收益企業債券：彭博巴克萊環球高收益企業債券總回報指數；環球投資級別企業債券：彭博巴克萊環球綜合企業債券總回報指數；新興市場股票：摩根士丹利新興市場總回報淨額指數；新興市場本幣政府債券：彭博巴克萊新興市場本幣政府債券總回報指數。

資料來源：

1. 根據美國全國企業經濟協會資料顯示。
2. 美國全國企業經濟協會，2018 年 9 月 28 日。

我們誠意呈獻第一期的《滙豐尚玉投資展望》。

在今日數碼科技的世界中，我們不斷受到金融市場的資訊所混淆 – 尤其在市況欠佳的時候，投資者往往難以分辨市場上短期的「混亂訊息」，並從不同的角度作出分析。

這正是我們編撰《滙豐尚玉投資展望》的目的：每季挑選及整理市場訊息，並提供專業的見解與剖析，讓客戶能作出更明智的投資決定。

在第一期，我們將會集中分析在近期波動的市況下，投資者應如何部署 2019 年的策略。執筆時，環球股票於本年錄得負回報，大部分跌幅均於 2018 年 10 月後出現。

我們認為，在經濟週期的後期階段，市況波動是預期之內。美國現在正處於歷史上最長的經濟擴張期之一，且已延續了接近 10 年¹。基於人類的本性，投資者感到緊張及等待出售投資的理由，確實不會令人感到意外。

此外，誠如滙豐環球投資管理的 Joseph Little 隨後所述，現在的波幅仍然低於長期平均水平，顯示我們所處的低波幅環境其實屬於反常態。

我們是否已開始看淡股市？尚未至此……

我們先評估事實。現時環球經濟增長穩健及企業盈利仍然強勁。雖然美國的利率處於上升軌道，但以歷史的標準來看依然偏低，並且能繼續刺激經濟。

近期對美國一些經濟學家進行的調查顯示，2020 年較有可能出現經濟衰退，而非 2019 年²。我們認同這種看法，亦意味著踏入 2019 年，我們看好股票多於債券。

當然，即使如此，若不採取任何部署以保障投資組合，是十分不明智的事。目前地緣政治的不明朗因素，例如英國脫歐及中美貿易關係緊張，可能會損害市場情緒及導致短期波動，且企業盈利的表現在經濟週期後期階段亦更有可能令人失望。

然而，保障投資者的有效方案，應以建立多元化的組合及選擇合適的投資為主，而不是完全不作投資。

例如，基於新興市場股票的估值改善及 2019 年增長的前景向好，我們已提升對該等股票的觀點。我們特別看好亞洲股市，因其估值更吸引。此外，利率上升令美國國庫券更具吸引力。在市況波動時，優質的政府債券可發揮保障投資組合的作用。

最後，祝願閣下來年快樂豐盛。

傅偉誠

曾偉仙



目錄

6 波動市況的一些隨想

在波動的市況下投資：應走或應留？

8 市場回顧

環球市場正在發生什麼事情？

10 投資觀點

應該投資什麼？

14 季度主題

2019 年初的四大投資主題

20 滙豐觀點

高流通性的另類投資及其在多元化組合中的價值

22 專家觀點

摩根資產管理：

使用另類投資管理組合風險

24 主要經濟事件

未來一季需要注意的事項

波動市況的一些隨想...



Joseph Little
滙豐環球投資管理
環球首席策略師

在波動的市況下投資：應走或應留？

我們是否預期 2019 年的市況將更為波動？若然是，觸發波動的因素是甚麼？

經過 2017 年的可觀投資回報後，投資者對 2018 年偶爾的市場波動感到突然及反應強烈。

然而，我們相信這只是回復到更典型的市況而已。環球股市近期的波幅仍然低於歷史平均水平，顯示我們其實是在 2017 年享受了異常平靜的市況，而非 2018 年過分波動。

未來，我們預期宏觀環境將「返回現實」，環球增長將傾向大趨勢，而環球通脹則持續溫和。至於經濟政策，尤其是美國，將趨向中性。這種環境將支持市場波幅維持在歷史平均水平。

由於市場調節至商業週期的另一新階段，以及多項主要趨勢的互動帶來的挑戰，因此在接下來的時期市況可能繼續波動。主要趨勢包括貨幣狀況緊縮、環球貿易爭端及地緣政治風險上升。與此同時，全球央行貨幣政策寬鬆的程度正在遠離緊急的水平，而美國大型的財政刺激措施明年亦將會大幅減少。

然而，重要的是我們評估 2019 年經濟衰退的風險仍然偏低。

在典型市況調整下，哪些資產類別一般表現較好？

市況調整時，政府債券（如美國國庫券） – 被認為是避險資產 – 由於投資者蜂擁購入這些他們認為較為安全的投資選擇，令其表現往往偏好。

然而，今年美國國庫券卻令人失望，在 2 月及 10 月份市況調整時表現落後。2 月份表現落後的主要原因是通脹上升的憂慮，而 10 月份則是因為聯邦儲備局的評論顯示美國利率可能升高於所謂的「中性利率」而表現落後。中性利率是指不會推動或損害經濟增長的利率水平。

2018 年，傳統的避險資產（如黃金等）亦表現欠佳。儘管有關資產在 10 月份的拋售潮當中為投資者提供了一定程度的保障，但年內的整體回報仍然令人失望。

雖然日圓、瑞郎等傳統的避險貨幣一直是分散風險的良好選擇，但我們相信現在美元可能是最佳的避險貨幣。在美國利率上升的恐懼及經濟過熱的跡象下，美元今年表現造好。

在最近及預期波動的市況下，投資者可考慮什麼策略？

我們認為，承受風險仍然是合理之舉，雖然現時的环境對風險資產類別而言已不再是那麼簡單直接。

儘管現時市場參與者的焦點是放在衰退風險與增長問題上，但現實是我們認為增長大幅放緩的風險似乎偏低。商業週期並非圍繞著時鐘運行，現時經濟及企業的基本因素持續良好 – 盈利及利潤週期仍然強勁，信貸違約率仍然偏低。

然而，現時存在許多不明朗因素，且宏觀與政治的事態發展亦會對市場反應造成重大影響。因此，投資者面對這些轉變時需作出相應的措施。

我們相信現在仍有很多「尋找增長」的機會，因為估值依然合理 – 一個我們稱之為「合理價格增長」的主題。

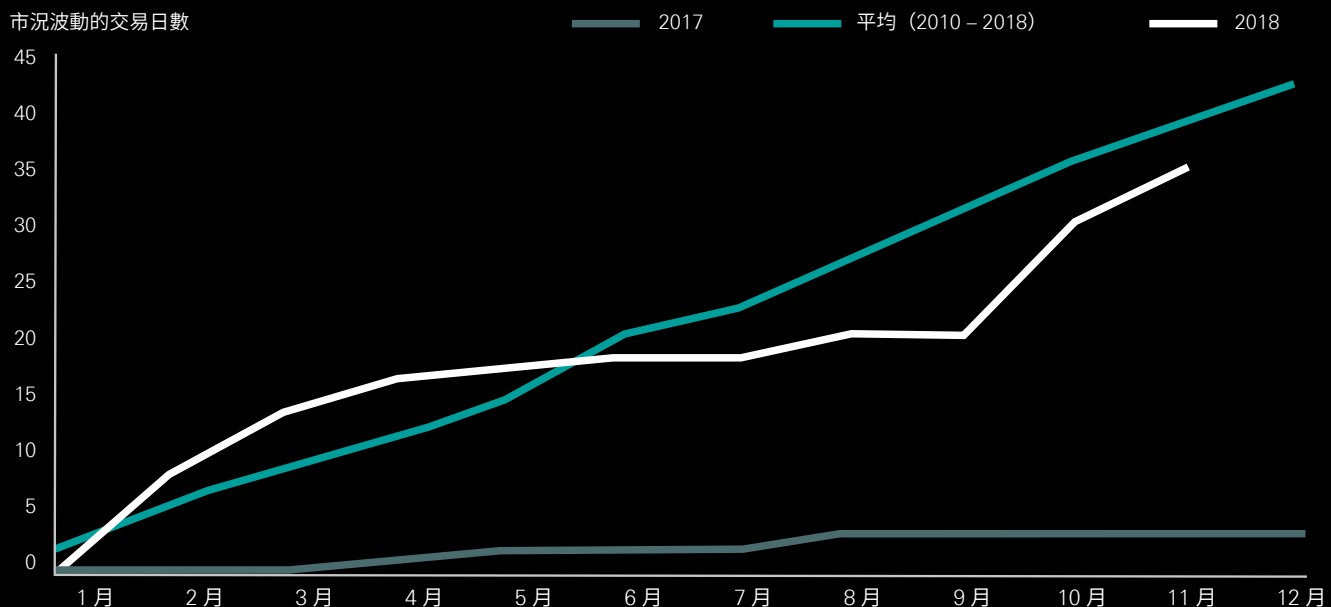
雖然債券於 2018 年的表現略勝一籌，但我們傾向透過環球股票而非環球債券達致有關目標。對我們而言，目前的估值顯示亞洲及新興市場股市更具優勢。

此外，美國利率重新定價已為美國定息資產建立了一個角色 – 尤其是短存續期的政府債券及信貸 – 是抵禦未來利率上升的方法。

然而，往績並不能預示未來表現。因此投資者在建立多元資產的投資組合時，務須採取靈活及積極的態度。

環球股市波幅仍低於歷史平均值

市況波動的交易日數

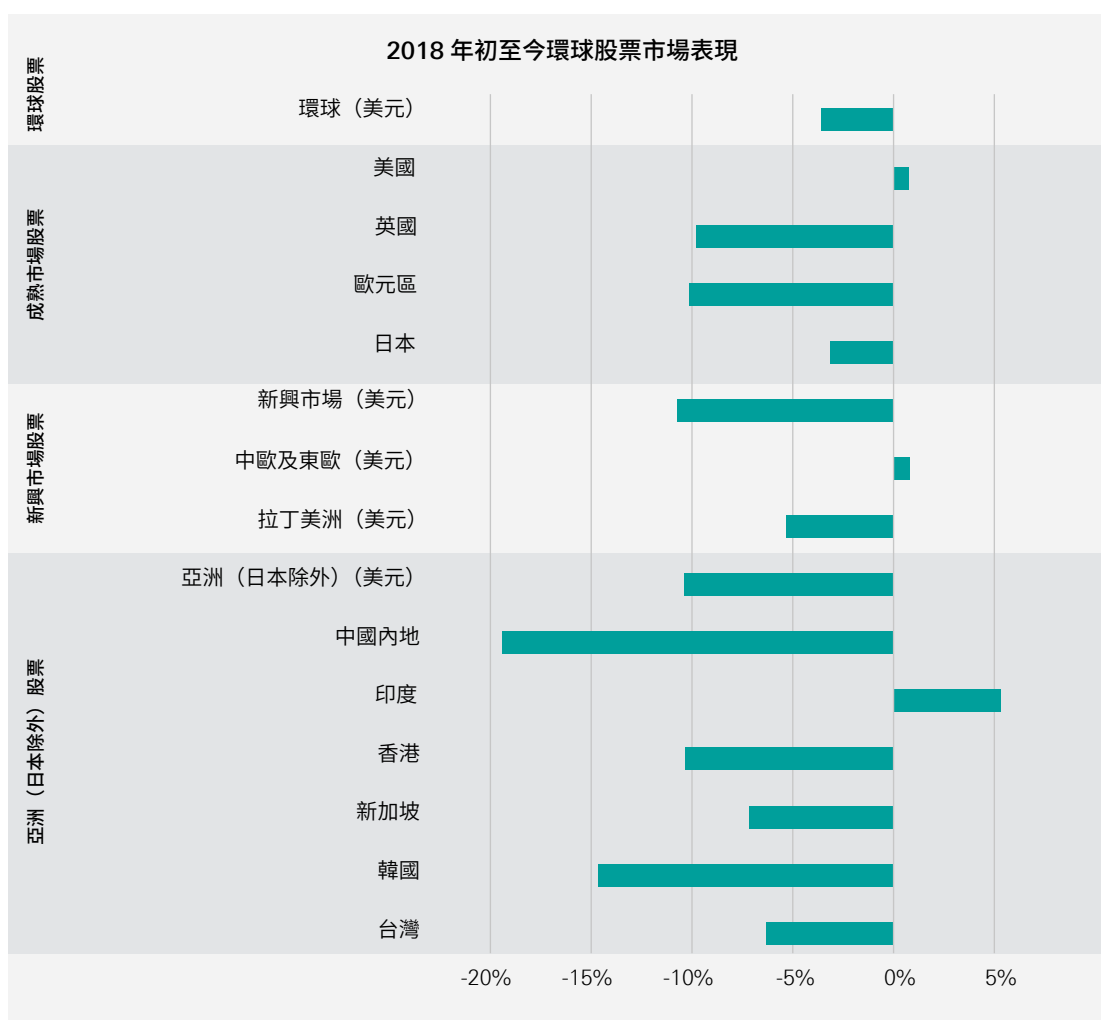


資料來源：彭博、滙豐環球投資管理，2018 年 11 月。註：環球股市以摩根士丹利全球淨額指數代表。市況波動的交易日數：定義為摩根士丹利全球淨額指數價格變動超過 1%（上升或下跌）的交易日數。

市場回顧

股市

對環球股市而言，今年最後一季實在是個挑戰，把年初大部分的升幅都蒸發了。在市場估值的憂慮、美國利率上升及對 2019 年經濟增長的擔憂下，在本報告撰寫之時，環球股市自 10 月初以來已下跌了約 7%，這表示環球股票於 2018 年下跌了接近 4%。



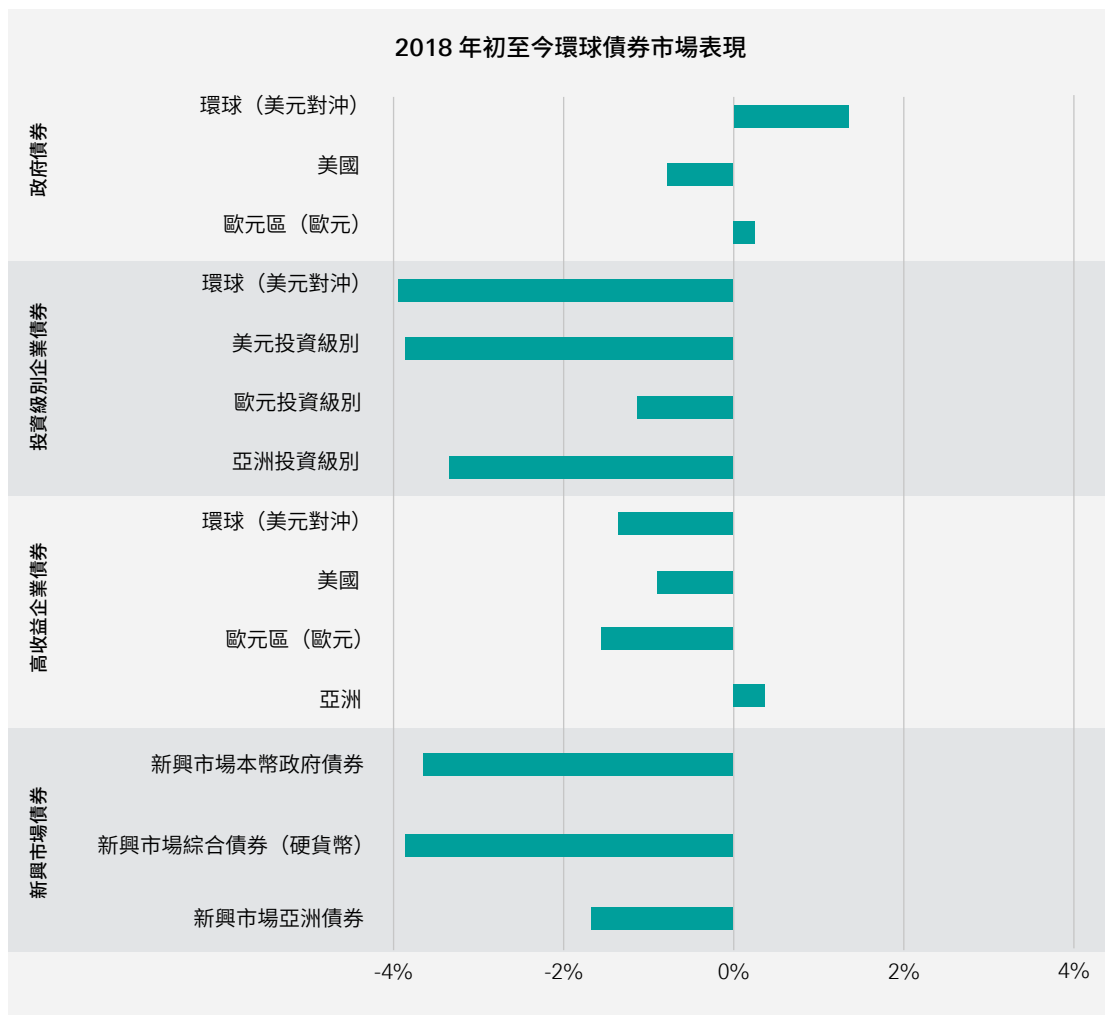
資料來源：彭博，截至 2018 年 12 月 5 日。投資涉及風險。往績並非未來表現的指標。

註：除非另有說明，否則資產類別的總回報以當地貨幣顯示。股票表現由不同指數列示：環球：摩根士丹利全球總回報淨額指數 (美元)；美國：美國標準普爾 500 指數 (美元)；英國：英國富時 100 指數 (英鎊)；歐元區：歐洲道瓊斯歐洲 50 指數 (歐元)；日本：日本日經 225 平均指數 (日圓)；新興市場：摩根士丹利新興市場總回報淨額指數 (美元)；中歐及東歐：摩根士丹利新興東歐市場總回報淨額指數 (美元)；拉丁美洲：摩根士丹利新興拉丁美洲市場總回報淨額指數 (美元)；亞洲 (日本除外)：摩根士丹利亞太 (日本除外) 總回報淨額指數 (美元)；中國內地：上證綜合指數 (人民幣)；印度：標準普爾 BSE SENSEX 指數 (印度盧比)；香港：香港恒生指數 (港元)；新加坡：新加坡富時海峽時報指數 (新加坡元)；韓國：韓國 KOSPI 指數 (韓國圓)；台灣：台灣加權指數 (新台幣)。

債券

由於美國經濟數據強勁及工資增長上升，美國政府債券（亦稱為國庫券）的息率上升。市場對加息的預期逐漸與聯邦儲備局的預期趨於一致，進一步推高了有關的回報。

國庫券息率上升意味著債券的市場價格下跌。年初至今，美國國庫券錄得負回報。今年以來，新興市場本幣政府債券下跌了近 4%，主要是由於美元轉強及新興市場資產整體的投資情緒轉弱所致。



資料來源：彭博，截至 2018 年 12 月 5 日。投資涉及風險。往績並非未來表現的指標。

註：除非另有說明，否則資產類別的總回報以美元顯示。債券表現由不同指數列示：政府債券 - 環球 (美元對沖)：彭博巴克萊環球綜合國庫券總回報指數 (美元對沖)；美國：彭博巴克萊美國政府債券總回報指數；歐元區：標準普爾歐元區主權債券總回報指數 (歐元)。投資級別企業債券 - 環球 (美元對沖)：彭博巴克萊環球綜合企業債券總回報指數 (美元對沖)；美元投資級別：彭博巴克萊美國企業債券總回報指數；歐元投資級別：彭博巴克萊歐元綜合企業債券總回報指數 (歐元)；亞洲投資級別：Markit iBoxx 亞洲 (日本除外) 投資級別企業債券總回報指數 (美元)。高收益企業債券 - 環球 (美元對沖)：彭博巴克萊環球高收益企業債券總回報指數 (美元對沖)；美元高收益：彭博巴克萊美國高收益企業債券總回報指數；歐元高收益：彭博巴克萊泛歐高收益債券總回報指數 (歐元)；亞洲高收益：Markit iBoxx 亞洲 (日本除外) 高收益債券總回報指數 (美元)。新興市場債券 - 新興市場本幣政府債券：彭博巴克萊新興市場本幣政府債券總回報指數；新興市場綜合債券 (硬貨幣)：彭博巴克萊新興市場硬貨幣綜合債券總回報指數；新興市場亞洲債券：Markit iBoxx 亞洲 (日本除外) 總回報指數 (美元)。

投資觀點 2019 年第一季度

最新資產類別觀點 (> 12 個月)

- ▲ 「偏高」，意味著在一個充分分散投資的典型多元資產投資組合狀況下，以及相對有關的內部或外界基準，滙豐環球投資會（或應該會）對該資產類別持正面傾向。
- ▼ 「偏低」，意味著在一個充分分散投資的典型多元資產投資組合狀況下，以及相對有關的內部或外界基準，滙豐環球投資會（或應該會）對該資產類別持負面傾向。
- ▶ 「中性」，意味著在一個充分分散投資的典型多元資產投資組合狀況下，以及相對有關的內部或外界基準，滙豐環球投資會（或應該會）對該資產類別沒有特定的負面或正面傾向。



▼ 政府債券

成熟市場

整體息率偏低意味著潛在回報並不吸引。然而，避險工具如高評級的政府債券仍然可為投資組合分散風險。

▲ 政府債券

新興市場本幣

基於新興市場貨幣的上升回報潛力，預期大部分國家的政府債券都甚具吸引力。



▶ 企業債券

環球投資級別

經濟環境仍然利好企業債券，使我們預期回報上升。

▶ 企業債券

環球高收益

企業的基本因素穩健，違約率偏低。我們看好較優質的高收益債券。



▲ 環球股票

環球增長繼續依趨勢發展，使股票比政府債券更為吸引。



▶ 商品

雖然商品期貨現時的潛在回報欠佳，但能有助投資者分散投資組合的風險。

資料來源：滙豐環球投資管理，截至 2018 年 12 月。

註：投資觀點根據 2018 年 11 月期間舉行的滙豐環球投資管理資產配置區域會議、滙豐環球投資管理於 2018 年 10 月 31 日計算的長期預期回報預測、我們的投資組合優化過程及實際投資組合比重等一系列組別而定。該等觀點不應視作投資建議、買賣投資的推薦或回報的保證，可予更改而毋須預先通知。如欲了解有關資產類別的觀點，請參閱最新一期的《滙豐每月專訊》或向閣下的客戶經理查詢。

地區股票觀點 (>12 個月)

- ▲ 「偏高」，意味著在一個充分分散投資的典型多元資產投資組合狀況下，以及相對有關的內部或外界基準，滙豐環球投資會（或應該會）對該資產類別持正面傾向。
- ▼ 「偏低」，意味著在一個充分分散投資的典型多元資產投資組合狀況下，以及相對有關的內部或外界基準，滙豐環球投資會（或應該會）對該資產類別持負面傾向。
- ▶ 「中性」，意味著在一個充分分散投資的典型多元資產投資組合狀況下，以及相對有關的內部或外界基準，滙豐環球投資會（或應該會）對該資產類別沒有特定的負面或正面傾向。



▶ 美國

美國經濟強勁，應會支持股市良好的表現。然而，估值昂貴、美國利率上升及企業利潤水平下降可能構成風險。



▲ 歐元區

在盈利改善的消息及超低利率支持下，歐元區股市提供吸引回報。



▲ 日本

日本股票依然便宜，且政府政策利好股市。



▲ 新興市場

近期市場調整後估值吸引。我們看好亞洲新興市場多於其他地區（例如拉丁美洲），因為這些市場的經濟增長較為強勁。

資料來源：滙豐環球投資管理，截至 2018 年 12 月。

註：投資觀點根據 2018 年 11 月期間舉行的滙豐環球投資管理資產配置區域會議、滙豐環球投資管理於 2018 年 10 月 31 日計算的長期預期回報預測、我們的投資組合優化過程及實際投資組合比重等一系列組別而定。該等觀點不應視作投資建議、買賣投資的推薦或回報的保證，可予更改而毋須預先通知。如欲了解有關資產類別的觀點，請參閱最新一期的《滙豐每月專訊》或向閣下的客戶經理查詢。



▶ 英國

英國股市的潛在回報不及其他市場吸引。
脫歐的不明朗因素仍是一項風險。



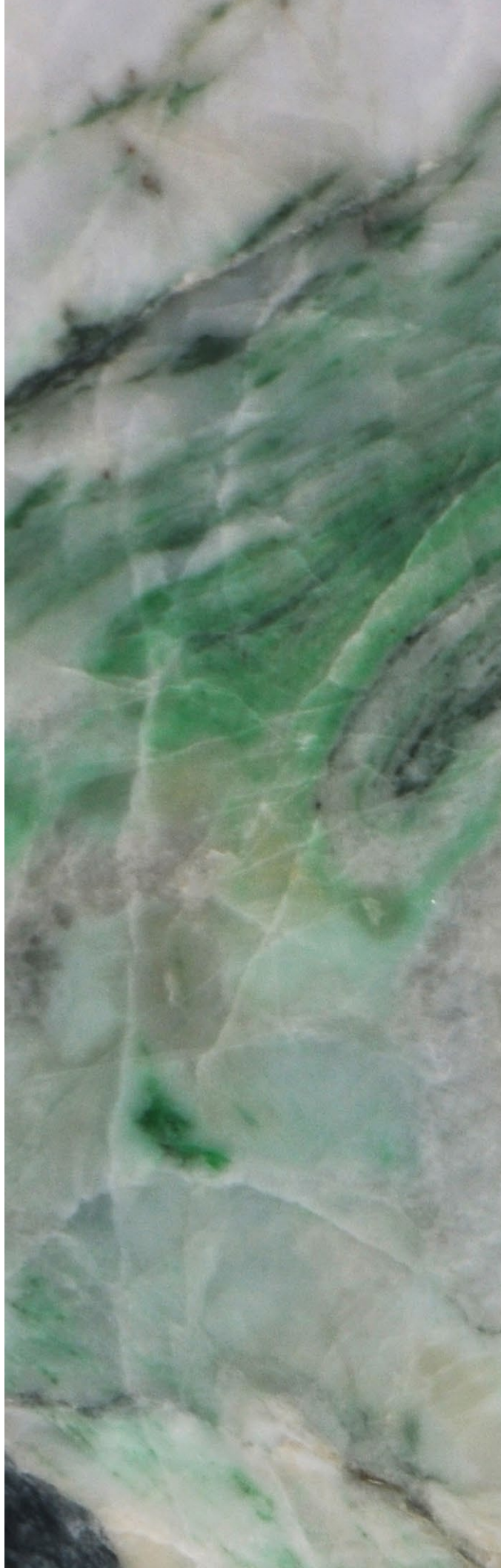
▶ 中歐、東歐及拉丁美洲

2018年，巴西及墨西哥已失去經濟增長動力，
而波蘭、俄羅斯及匈牙利則提供更吸引人的估值。



▲ 亞洲（日本除外）

估值吸引，企業盈利仍然強勁，
且經濟增長相對穩健。



季度主題 2019 年第一季度

怎樣在 2019 年部署您的投資組合

我們可能正在見證經濟週期的「後期階段」。美國股市經歷了歷史性的牛市、失業率接近半個世紀以來的低位，且聯邦儲備局正在調高利率。近期市況波動，促使投資者質疑衰退是否臨近。

答案是未必 – 至少不是 2019 年。儘管近期市場情緒欠佳，但預期經濟繼續擴張，國際貨幣基金組織預測 2018 年全球經濟增長 3.7%。在財政刺激措施下，美國的經濟表現似乎可能進一步領先其他地區，我們的分析顯示相關措施將於 2019 年上半年繼續推動美國經濟。

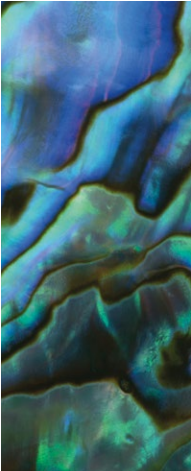
這就是我們仍然對環球股票這個廣泛的資產類別有信心的原因。我們認為，它仍然是把握環球經濟增長機遇的最佳途徑。根據現時的估值，我們看好歐元區、亞洲及新興市場股票，因它們的潛在回報較為吸引。

然而，隨著週期的後期階段臨近，投資者應作出審慎的投資決策，並適應不斷變化的環境。地緣政治的亂局及貿易問題可能觸發市場波動，並對未來經濟表現構成疑問，而美國加息較預期快亦可能打擊市場情緒。

投資者往後應怎樣部署投資組合？

最重要是分散投資。分配部分資金至「避險」資產，如優質的政府債券，可為投資組合在市況調整時提供緩衝。在利率上升時，短存續期債券對利率上升的敏感度較低，能有助減輕投資損失。

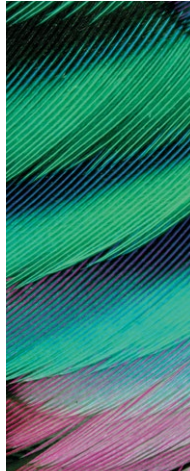
在今天複雜的市場環境下，投資者要處理的事情很多。因此，我們定下四大投資主題，藉以在金融市場偶爾混濁的情況下為客戶導航，協助他們部署 2019 年的投資組合。



增長

繼續投資股票

環球經濟增長仍然穩健，並輕微高於五年的平均水平。經濟環境繼續支持強勁的企業盈利及基本因素。我們認為，股票仍是把握環球增長機遇的最佳途徑。




估值

看好估值吸引的市場

經過近期的波動市況後，一些地區的股票估值已較便宜，並提供不錯的潛在回報。我們尤其看好歐元區、亞洲及新興市場股票。

債券方面，新興市場本幣債券繼續提供吸引回報。



波動性

分散組合投資，抵禦波動市況

地緣政局動盪及貿易關係緊張可能在未來一年造成波動市況。美國國會兩院分治為美國政策帶來不明朗因素，而環球貿易關係緊張亦可能損害經濟前景。投資者尤其應考慮短期及優質的債券，作為多元資產組合中潛在的分散投資工具。



利率

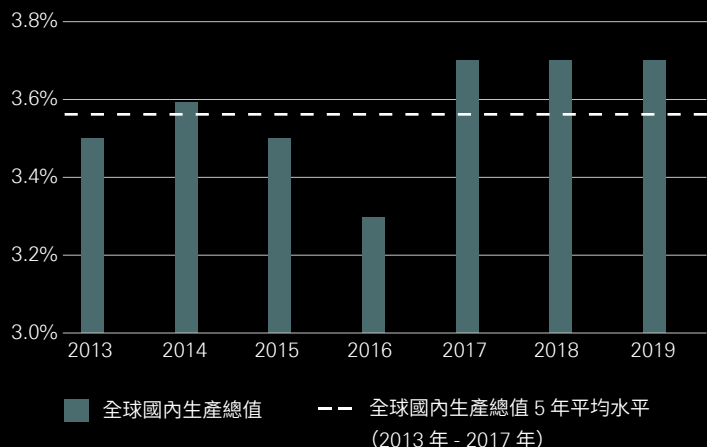
看好短期及優質債券

利率上升可能對債券價格造成負面影響，而短存續期債券則是保障投資組合抵禦這項風險的一項方法。

增長

全球國內生產總值（年度百分比變動）

2019 年的經濟增長預期仍然高於趨勢



資料來源：國際貨幣基金組織，《世界經濟展望》，2018 年 10 月。

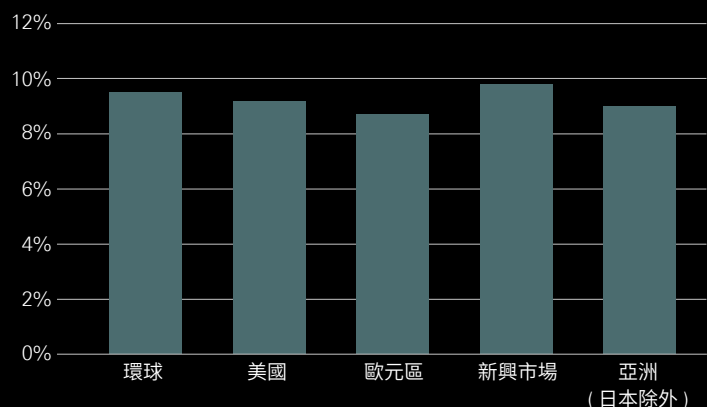
經濟基調強勁

我們認為，2019 年衰退的風險偏低。根據國際貨幣基金組織的預測，環球經濟於 2018 年及 2019 年將按 3.7% 的穩健水平增長¹。

在財政刺激措施下，美國的經濟表現可能進一步領先其他地區，並可能於 2019 年上半年繼續推動美國經濟。我們的分析顯示美國經濟增長² 於來年可能增加 1%。

主要股市地區未來 12 個月的每股盈利增長估計

環球企業盈利仍然穩固



資料來源：湯森路透 I/B/E/S 預測，截至 2018 年 12 月 5 日。

投資涉及風險。往績並非未來表現的指標。僅供說明用途。

註：股票市場表現由不同指數列示 – 環球：摩根士丹利全球總回報淨額指數（美元）；美國：美國標準普爾 500 指數（美元）；歐元區：歐洲道瓊斯歐洲 50 指數（歐元）；新興市場：摩根士丹利新興市場總回報淨額指數（美元）；亞洲（日本除外）：摩根士丹利亞洲（日本除外）總回報淨額指數（美元）。

資料來源：

- 國際貨幣基金組織，《世界經濟展望》，2018 年 10 月。
- 滙豐環球投資管理，彭博，截至 2018 年 10 月。
- 國際貨幣基金組織，《地區經濟展望》：亞太地區，2018 年 10 月。

繼續投資股票

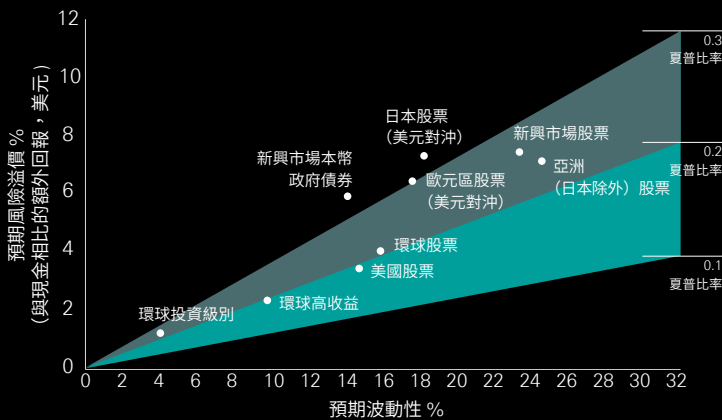
在環球的層面上，強勁的經濟增長繼續支持企業盈利及基本因素。我們認為環球股票仍然提供吸引的回報。

環球企業盈利增長穩健，而企業違約率仍然處於下行趨勢。雖然新興市場前景可能因為貿易爭端及美國加息而遇上挑戰，但許多亞洲經濟體仍然穩健。根據國際貨幣基金組織的預測，亞洲將繼續帶動全球經濟³。

估值

資產類別的預期風險與回報

股票比債券更吸引



資料來源：滙豐環球投資管理、彭博，截至 2018 年 11 月。投資涉及風險。往績並非未來表現的指標。僅供說明用途。

註：除非另行說明，否則資產類別的回報以未經對沖的價值列示。夏普比率計量潛在風險調整後的表現。廣義而言，楔形頂部的資產類別顯示較為吸引的估值，提供的回報與其風險相比亦較吸引。楔形底部的資產類別顯示不吸引的估值。

看好估值吸引的市場

近期的拋售潮後估值已變得便宜，低於平均水平。現在，股票比債券更吸引。

按照現時的估值，歐元區、亞洲及新興市場股票最為吸引。另一方面，我們認為新興市場本幣債券繼續提供具吸引力的潛在回報。

比起美股，亞洲股票有多便宜？

亞洲股票的交易價格明顯低於美國股票



資料來源：彭博，截至 2018 年 12 月 5 日。投資涉及風險。往績並非未來表現的指標。僅供說明用途。

註：對美國股票折讓使用市帳率 (P/B) 衡量。指數：美國股票：摩根士丹利美國價格回報美元指數；亞洲股票：摩根士丹利亞洲 (日本除外) 總回報淨額指數。

在亞洲尋找收益及利息

亞洲股票繼續提供吸引的潛在回報，而亞洲債券由於到期期限較短，因此受美國利率上升的影響較少。

儘管今年新興市場失去了增長動力，但亞洲的經濟體仍然穩健。亞洲 (日本除外) 的企業盈利預期於未來十二個月增長 9%，屬穩健水平¹。

資料來源：

1. 湯森路透 I/B/E/S 預測，2018 年 12 月 5 日。

波動性

波動指數 (VIX)

地緣政治事件可觸發短期波動



資料來源：彭博，截至 2018 年 12 月 5 日。

投資涉及風險。往績並非未來表現的指標。僅供說明用途。

註：波動指數由芝加哥期權交易所標普 500 波幅指數 (VIX 指數) 列示。

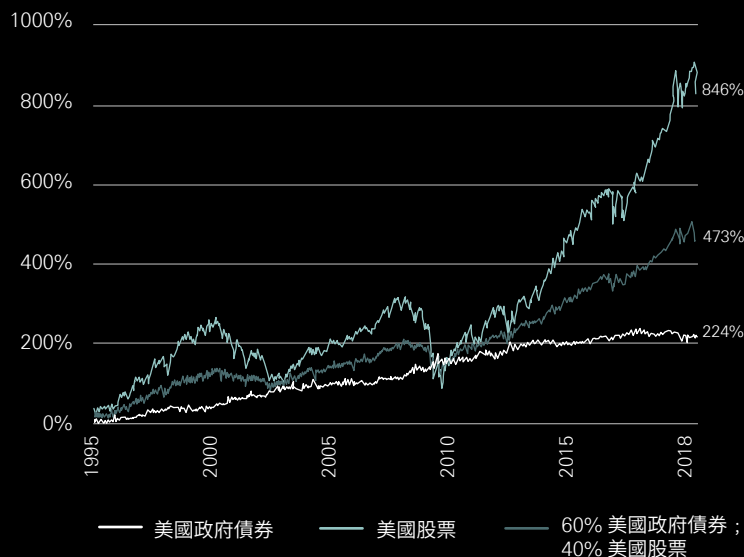
分散投資組合，抵禦波動市況

地緣政治事件、貿易戰及出乎意料的政策均可能觸發短期波動，意味著分散投資組合十分重要。

政治及貿易戰出乎預期的事態發展可能使市況更為波動。在執筆之時，美國及中國同意暫時貿易休戰，但貿易爭端依然存在，而持續的安穩局勢並不明朗。一個集合債券、股票及其他資產類別的多元投資方案或能在調整的市況中減低投資組合的波幅。

美國政府債券、美國股票和 60/40 投資組合的累積回報

多元化的投資組合抵禦波動能力應較佳



資料來源：彭博，截至 2018 年 11 月底。總回報按當地貨幣計算。

資產類別表現以不同指數列示 - 美國政府債券：彭博巴克萊美國政府債券總回報指數；美國股票：美國標準普爾 500 指數。

多元資產方案的效益

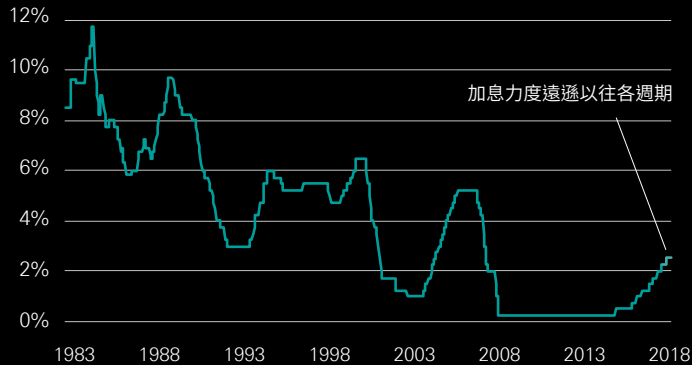
由於政府及投資級別企業債券的波動性較股票低，因此是分散風險的良好方法。

美國利率上升尤其意味著美國政府債券現在更為吸引。企業債券今年的預測回報已有所提升，我們亦認為短存續期的優質債券較為吸引。

利率

美國聯邦基金利率

聯儲局漸進加息的步伐



資料來源：美國聯邦儲備局、彭博，截至 2018 年 11 月 28 日。

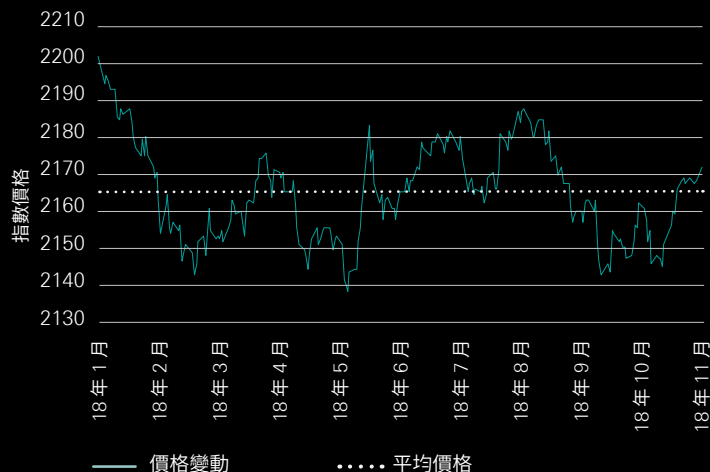
看好短期債券，以緩和利率風險

美國聯邦儲備局預期繼續逐步調高利率，若通脹出乎預期地上升，可能促使局方進一步加快加息的步伐。

美國核心通脹今年已上升，現在與目標相若，同時經濟增長較歷史趨勢更快。為作出應對，聯邦儲備局在 2018 年已三次加息。根據局方的預測，預期在 12 月再加息一次，並在 2019 年再加息三次。

美國政府債券價格變動

美國政府債券現在更為吸引，且能有效分散風險



資料來源：彭博，截至 2018 年 11 月底。

投資涉及風險。往績並非未來表現的指標。僅供說明用途。

註：美國政府債券是以彭博巴克萊美國政府總回報指數代表（按美元計算）。

審慎挑選債券

美國利率上升已使美國政府債券（亦稱為國庫券）的價格下降，使其更為吸引。

雖然利率上升使債券價格受到不利影響，但較短存續期的債券對利率風險的敏感度較低。

因此，短期及優質債券可有效地分散投資組合的風險，使其免受利率上升的影響。

滙豐觀點：

高流通性的另類投資及其在多元化組合中的價值



曾偉仙

滙豐零售銀行及財富管理
業務
環球財富管理策略
研究主管



Lane Prenevost

特許金融分析師
滙豐零售銀行及財富管理
業務
環球投資主管

傳統投資一般涉及一系列不同地區政府債券、企業債券及股票的組合。因此，「另類投資」一詞就是指任何並不屬於傳統債券或股票類別的投資。這個詞彙意思非常廣泛，甚至包括「另類愛好」(Passion) 的資產類別，如美酒、藝術品及古典汽車等 – 全部均有活躍市場。

在常規的金融背景下，「另類投資」一般指對沖基金、私募股權、房地產及基建策略。所有這些投資的共同特點就是與股票及債券市場的相關性較低。

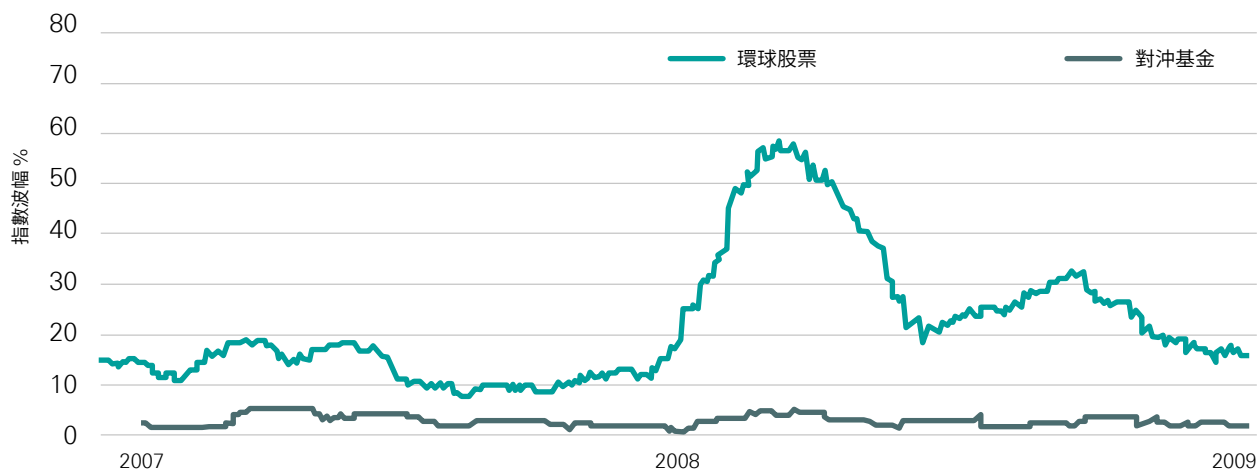
理論上，這意味著若股票市場大幅下跌，這些另類投資一般將展現本身的特點，不會只是貶值。換言之，另類投資更可能帶來「絕對回報」，與股票或債券市場的表現分隔。

雖然，傳統上另類投資的入門門檻頗高，個人投資者難以參與。與傳統的互惠基金及交易所買賣基金相比，對沖基金及私募股權策略所需的最低投資額偏高（約 50 萬至 100 萬美元），而成本亦較高（對沖基金的年費為 2%，表現費為 20%）。

流通性或投資者能迅速地存取資金而毋須受到懲罰是另一道障礙。對沖基金容許投資者每月或更低頻密存取其資金。與此同時，私募股權策略要求投資者「禁售」一段時期，意味著投資者不能提早取回款項而毋須支付巨額罰款。

金融危機（2007 年 – 2009 年）期間的平均波幅

在市況回落時，對沖基金的波幅低於環球股市



資料來源：彭博。投資涉及風險。過往的表現不是未來表現的指標。僅供說明用途。

註：金融危機是 2007 年 12 月至 2009 年 6 月期間。各資產類別的表現由以美元計的不同指數列示 – 環球股票：摩根士丹利全球總回報指數；對沖基金：HFRX 絕對回報指數。

更重要的，是對沖基金及私募股權等另類投資基於其相對複雜、不受規管的性質，個人投資者往往難以接觸。然而，隨著高流通性的另類投資推出，這在某程度上已改變。

高流通性的另類投資提供類似的「另類」策略，但透過受規管的互惠基金實行，容許投資者在每日或每週提取資金。由於這些是受規管的投資，因此與非受規管的同類工具相比，一般會提供更好的管治及透明度。高流通性的另類投資亦可能含較低費用。

不同類型的高流通性另類投資策略包括：

- **長短倉持股**：這涉及同時投資股權證券及衍生工具，從而達致不論市場上升（長倉）或下跌（短倉）均能取得正回報。長短倉的多少一般視乎投資經理的宏觀經濟觀點而定。
- **非傳統債券策略**：這些策略使用債券投資達致與債券市場不相關的回報，往往被稱為「不受限制債券基金」，具有在非常廣泛的範疇（例如邊境市場 (Frontier Markets) 債務或不流通貸款等）內投資不同債券工具的靈活性，視乎觀點而定。

對個人投資者而言，按波幅計算，在多元的投資組合納入高流通性的另類投資或可降低整體組合的風險。基於這些策略與傳統股票及債券的相關性較低，高流通性的另類投資在股市及債市低迷時能提供緩衝，以及在某程度上保障投資組合。

我們相信這些投資工具能提供分散風險的效益，而毋須在監管、透明度及按要求的存取資金的靈活性等方面作出妥協。



專家觀點： 使用另類投資管理 組合風險

Anton Pil

摩根大通董事總經理兼另類投資全球聯席總監



郭尚恩

摩根大通董事總經理兼另類投資方案組別亞太總監



越來越多投資者使用另類投資管理組合風險，這個趨勢背後代表著什麼？

過去十年，我們看到世界各地的專業投資者對另類投資的興趣穩步增長。基於另類投資在相對回報上備受肯定的往績，這個現象不會令人感到意外。

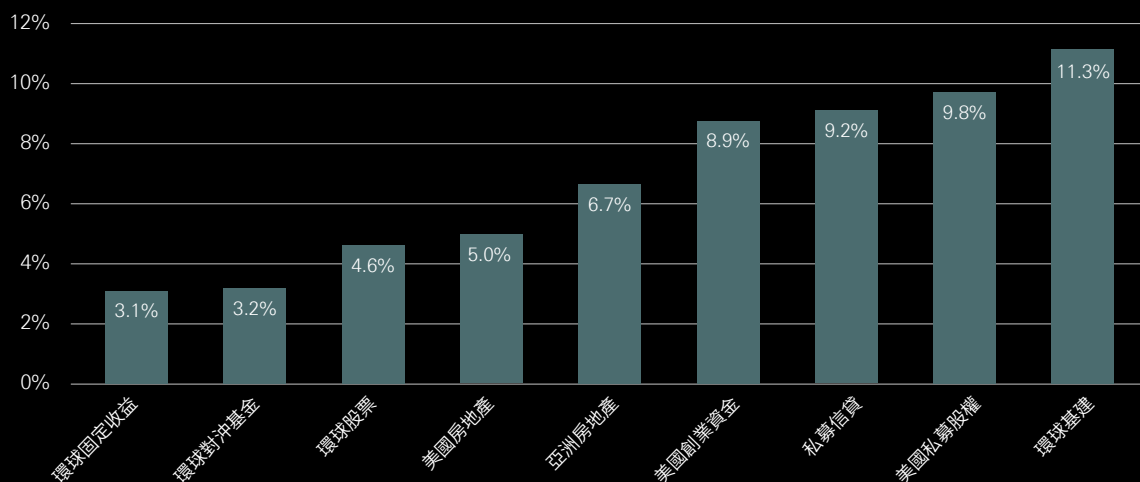
再者，在經濟週期的後期階段，投資者考慮另類投資可能還有無數其他的原因 – 特別是作為應對以下挑戰的一種方式，而這些挑戰都在今天普遍存在：

- 公開市場已回復波動
- 利率雖然正在上升，但仍然偏低，故此息率的選項有限
- 中期而言，預期通脹將會上升
- 部分股票市場的估值偏高，促使投資者尋找其他回報來源

另類投資是投資者分散投資組合的一個途徑，同時亦能提升回報，從而有助保障投資者免受相關挑戰的影響。

我們相信投資者正邁向資產配置的「臨界點」，而另類投資在挑選投資組合方面將扮演更顯著及重要的角色。

資產類別的年度回報，2008 至 2017 年



資料來源：摩根士丹利、彭博巴克萊、HFRI、摩根資產管理。環球固定收益回報反映彭博巴克萊全球綜合指數。對沖基金綜合：HFRI 基金加權指數。環球股票回報反映摩根士丹利全球指數。美國房地產：NCREIF 基金指數 – 開放式多元核心股票指數。亞洲房地產：IPD 全球地產基金指數 – 亞太。美國創業資金：Cambridge Associates 美國創業資金指數。私募信貸：Cliffwater 直接借貸指數。美國私募股權：Cambridge Associates 美國私募股權指數。環球基建：摩根士丹利全球季度基建資產指數。

踏入 2019 年，投資者將如何透過另類投資駕馭金融市場？重要主題是甚麼？

另類投資將會成為 2019 年的主要資產類別，為投資者提供緩衝波幅、對抗通脹、加強回報，以及提供相對偏高和可預測的收益水平。我們相信對沖基金、私募信貸及實物資產將成為焦點。

- **緩衝波幅：**當公開市場波動時，實物資產及對沖基金便會在穩定投資組合方面扮演重要角色（過去 20 年，實物資產所經歷的波幅為環球股市的一半）。雖然對沖基金可以緩衝波幅，但許多如「長倉 / 短倉」及「相對價值」等策略（特別是量化統計套戩）亦能受惠於 (1) 波幅上升後通常出現的分散市況及 (2) 利率上升。一般而言，對沖基金在 CBOE 波動指數 (VIX) 處於約 20-25 時表現最好，這也大概為目前的水平。
- **收益：**環球債券現時息率僅高於 2%，私募信貸便提供另類的收益來源。隨著利率上升，直接借貸策略的浮息收益便有所增長。運輸收益策略將主要資產（海運、航空等）租賃給優質的交易對手，並利用非流通溢價產生 9% 的息率。
- **對抗通脹：**很少資產類別能有助投資組合對抗通脹。1971 至 1985 年是上一個物價非常高的時期，當時實物資產（包括房地產及基建）是唯一一跑贏通脹的資產類別。公用事業及房地產租賃的回報亦受惠於較高的通脹率。
- **加強回報：**長線投資者可考慮私募股權及私募信貸，透過不流通資產的溢價及其他因素，藉以提升回報潛力。

最後，並非所有的另類投資都需要把資金長期鎖上 10 年。許多投資策略是透過專注於多元化、產生收益及對抗通脹、同時定期派發股息，且禁售期為 4 年或以下的開放式基金所提供。此外，對尋求較高流通性的投資者而言，日常交易基金中也有一些「高流通性另類投資」策略。

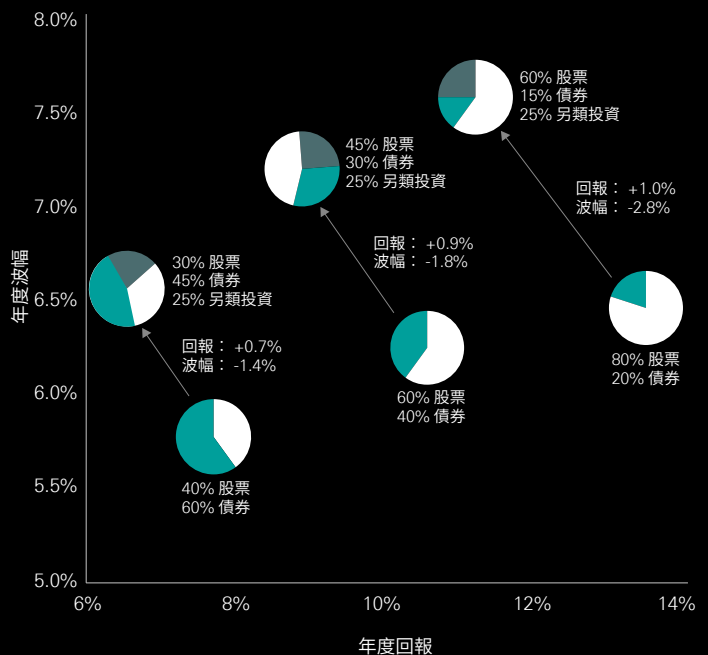
另類投資有哪些風險？是否比傳統投資的風險更高？

另類投資較容易受到流通性不足、貨幣、監管、政治及執行的風險所影響，而流通性不足往往是考慮這項資產類別的首要問題。

緩衝這些風險的最佳方法是把另類投資納入廣泛、多元化的股票及債券投資組合。在傳統的股票及債券投資組合加入 25% 核心增值的另類投資配置，可減少波幅近 300 個基點，同時提升回報。

長線的專業投資者不論尋求什麼效益，由緩衝波幅至加強回報、產生收益或對抗通脹，都應考慮策略性地配置另類投資，藉以達到投資目標 – 尤其在經濟週期的後期階段。

年度波動性及回報，1998 至 2017 年



資料來源：摩根資產管理。數據截至 2018 年 8 月 13 日。使用 1998 至 2017 年的資產類別數據作 20 年的說明分析。波幅是以 1998 至 2017 年歷史性的年度歷史回報標準差計算。投資組合假設每年作出重新平衡。另類投資組合包括環球房地產、基建及運輸、私募信貸、高流通性的另類投資及私募股權。

主要經濟事件

2018 年 12 月 12 月 18-19 日：美國聯邦公開市場委員會會議
12 月 19-20 日：日本央行會議
12 月 20 日：英國央行會議

2019 年 1 月 1 月 22-23 日：日本央行會議
1 月 22-25 日：世界經濟論壇年會
1 月 24 日：歐洲央行會議
1 月 29-30 日：美國聯邦公開市場委員會會議

2019 年 2 月 2 月 7 日：英國央行會議

2019 年 3 月 3 月 7 日：歐洲央行會議
3 月 14-15 日：日本央行會議
3 月 19-20 日：美國聯邦公開市場委員會會議
3 月 21 日：英國央行會議
3 月 21 日：歐洲央行常務理事會會議
3 月 29 日：英國脫歐日

我們正在關注的事項



央行政策

- 主要央行成員聲明
- 經濟活動數據



地緣政治

- 中美貿易緊張關係
- 美國 – 墨西哥 – 加拿大協議 (USMCA)
- 英國脫歐談判
- 意大利政府預算案的挑戰

詞彙表

資產類別：顯示相似特徵、在市場中的行為相似並且受到相同法律及法規約束的一組證券。主要的資產類別有股票、固定收益和商品。

資產配置：根據投資者的目的，把資金分配到不同的資產類別，如股票、債券及其他等。

存續期：固定收益投資的價格（本金價值）對利率轉變的敏感度。基金的平均存續期越長，投資組合對利率轉變的敏感度便越大。存續期以年數表示。

企業基本因素：通過檢視企業的收入、支出、資產、負債及其他財務指標分析的企業內在價值。

多元化：經常指「不要把所有的雞蛋放在同一個籃子裡」，多元化意味著投資各類不同的市場、產品及證券，藉以分散虧損風險。

財政政策：利用政府支出及稅收政策影響宏觀經濟狀況，例如總需求、就業、通脹及經濟增長等。

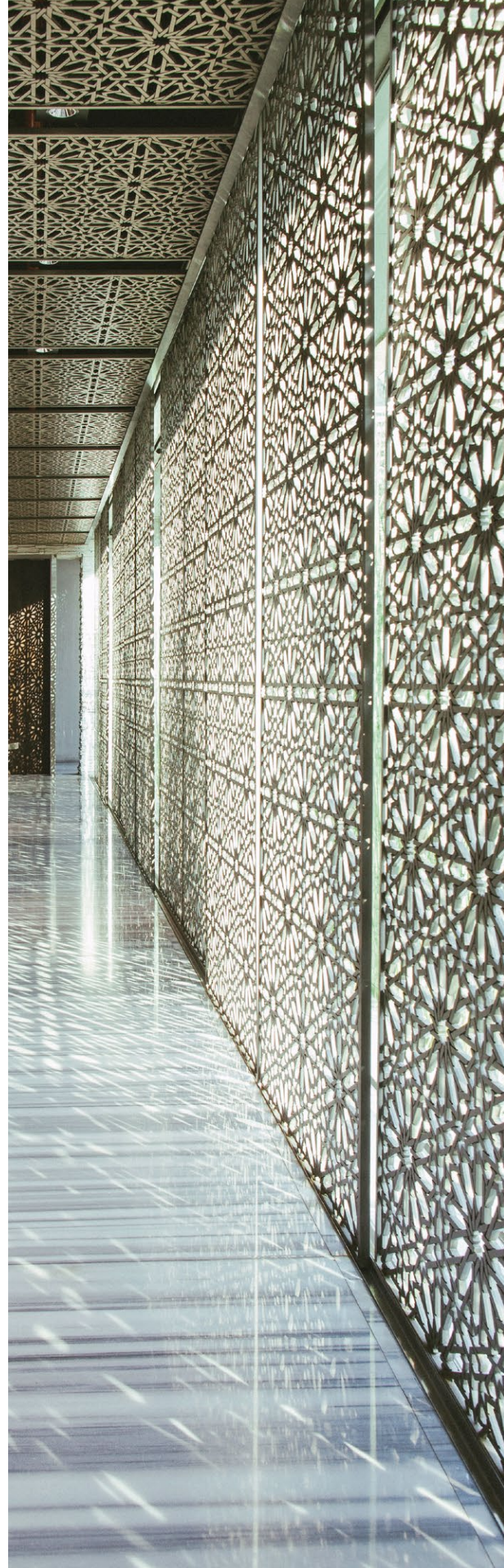
投資策略：基金把從投資者收取的資金進行投資時遵循的內部指引。

到期期限：債券或債務憑證的發行人償還本金（初始投資額）的日期。

貨幣政策：國家機關控制貨幣供應量的過程，當中經常涉及設定利率目標，旨在促進經濟增長及穩定。

通脹：經濟體在某一時期內商品及服務的普遍價格水平上升。

波動性：指金融工具價格隨著時間過去出現的波動。



撰稿人



傅偉誠 特許金融分析師
滙豐零售銀行及財富管理業務
集團財富管理副主管

傅氏在投資銀行、財富管理和金融市場擁有豐富的經驗，對於行業內各個範疇有著深入的見解。作為集團財富管理副主管，他目前領導開發銀行的投資產品、財務規劃及研究和投資策略。此外，他亦負責發展滙豐的財富諮詢服務。



曾偉仙
滙豐零售銀行及財富管理業務
環球財富管理策略研究主管

曾氏負責為世界各地的滙豐零售銀行及財富管理客戶傳播滙豐的投資觀點，同時開發具前瞻性的財富見解和市場研究。曾氏擅長在瞬息萬變的金融市場中為客戶提供財富遠見及投資洞察。此前，他曾在包括滙豐環球投資管理在內的多家私人銀行和資產管理公司擔任多元資產基金經理。



Lane Prenevost 特許金融分析師
滙豐零售銀行及財富管理業務
環球投資主管

Lane 負責滙豐環球財富的投資業務，包括基金、委託帳戶、滙豐全智選、資產配置服務及另類投資。任此職之前，Lane 在滙豐環球投資管理負責多元基金經理業務及提升滙豐在美洲地區的投資實力，並擔任滙豐財富和多元基金經理的環球主管。在加入滙豐之前，他曾在加拿大多倫多的道明資產管理公司擔任投資管理要職。



卓思敏
滙豐零售銀行及財富管理業務研究分析師

作為本刊物的編輯，卓氏專注讓客戶理解環球市場的動態，以協助他們作出投資決定。她同時為遍佈全球的零售銀行及財富管理客戶，製作與投資策略有關及具前瞻性的財富管理見解和研究的資訊。

客席撰稿人



Joseph Little
滙豐環球投資管理環球首席策略師

Joe 帶領滙豐環球投資管理的投資策略團隊，主要負責宏觀經濟和多元資產研究分析，以及提供資產配置和投資組合構建的投資觀點。在此以前，Joe 是滙豐環球投資管理策略資產配置的首席策略師，並為滙豐環球宏觀絕對回報基金的基金經理。



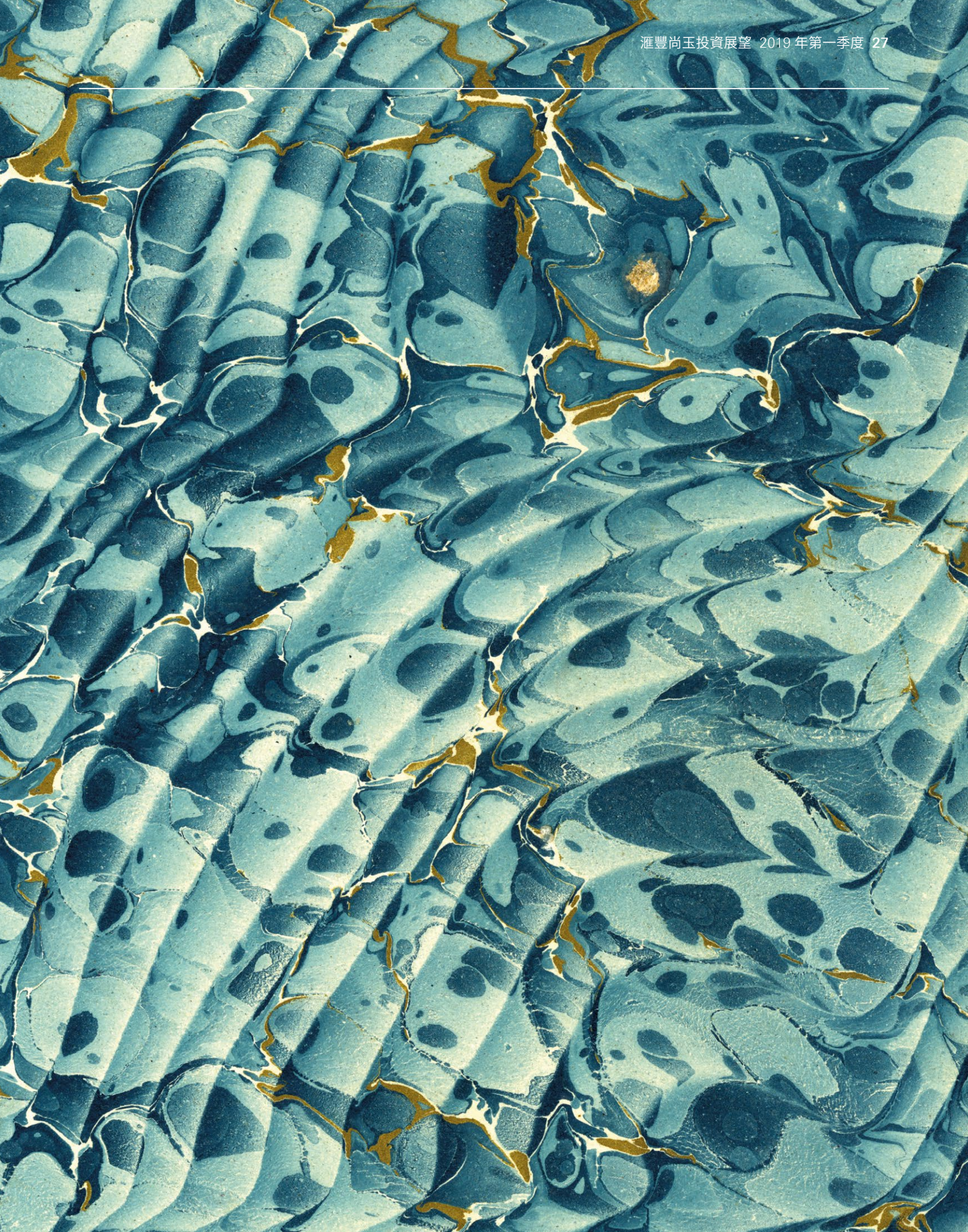
Anton Pil
摩根大通董事總經理兼另類投資全球聯席總監

Anton Pil 的團隊管理資產涵蓋房地產、私募基金、對沖基金及高流通性另類投資，所管理另類投資資產總值逾 1,300 億元。過去 20 年，Anton 於摩根大通擔任不同領導職位，出任現職前為私人銀行的環球投資機會組別總監，該專門組別與本集團內最頂尖客戶合作，發掘公開及私人市場內機會性絕對回報投資的機會。於 2008 年出任環球投資機會組別總監前，Anton 為摩根財富管理業務的定息、貨幣及商品組別總監。



郭尚恩
摩根大通董事總經理兼另類投資方案組別亞太總監

郭氏負責區內機構及個人投資者的多元另類投資組合，涵蓋對沖基金、基建、私人信貸、私募股權、房地產及交通。出任現職前，郭氏為產品策略及產品開發部門總監，負責亞太區內之可持續投資及「環境、社會及管治」項目，亦曾於紐約及倫敦出任投資及個人銀行業務的不同職位。



本文件由香港上海滙豐銀行有限公司（簡稱「HBAP」，註冊地址為香港皇后大道中 1 號）編製。HBAP 在香港成立，隸屬於滙豐集團。本文件由加拿大滙豐銀行（包括其附屬公司滙豐投資基金（加拿大）有限公司、滙豐私人財富管理服務（加拿大）有限公司，以及滙豐證券（加拿大）有限公司）的分支機構滙豐投資通 (HSBC InvestDirect)、滙豐銀行（中國）有限公司、法國滙豐、HBAP 及滙豐銀行（新加坡）有限公司（合稱「發布方」）向其客戶分發。本文件僅供一般傳閱和資訊參考之用。

無論出於任何目的，均不得複製或進一步分發本文件的部分或全部內容予任何人士或實體。本文件不得於分發該文件屬非法行為的司法管轄區分發。所有未經允許複製或使用本文件的行為，均由使用者負責，並可能引致法律訴訟。本文件所載資料僅作一般資訊參考之用，不構成投資研究或買賣投資產品的建議或推薦。本文件所載的部分陳述可視為前瞻性陳述，提供目前對未來事件的預期或預測。相關前瞻性陳述並非未來表現或事件的保證，並涉及風險和不明朗因素。基於多項因素，實際結果可能與相關前瞻性陳述大不相同。HBAP 及發布方並無義務更新本文件內的前瞻性陳述，亦無義務更新實際結果不同於前瞻性陳述所作預期的原因。本文件並無合約效力，且任何情況下均無意於相關行為不合法的任何司法管轄區招攬或推薦買賣任何金融工具。本文件所載內容反映滙豐環球投資管理於編製文件時的觀點及意見，可能隨時變更。這些觀點未必代表滙豐環球投資管理目前的投資組合分布。滙豐環球投資管理所管理的個別投資組合主要反映個別客戶的目標、風險取向、投資期限及市場流動性。

投資價值及所得收益可升亦可跌，投資者可能無法取回最初投資的金額。本文件列出的過往表現並非未來表現的可靠指標，不應依賴文內任何預測、預期及模擬作為未來結果的指標。任何涉及海外市場的投資均可能受匯率影響，導致投資價值上升或下跌。與成熟市場相比，新興市場投資本質上涉及較高風險，而且可能較為波動。新興市場經濟體一般較依賴國際貿易，因此一直並可能繼續因貿易壁壘、外匯管制、相對幣值受控調整及其他貿易國實施或協商的其他保護性措施而受到不利影響。有關經濟體亦一直並可能繼續因其貿易國的經濟情況而受到不利影響。互惠基金投資涉及市場風險，請細閱所有計劃相關文件。

本文件就近期經濟環境提供基本概要，僅供參考。文件並非按照旨在促進投資研究獨立性的法律規定編製，並且分發前不受任何禁止交易規定的約束。本文件並非旨在提供會計、法律或稅務建議，亦不應視作會計、法律或稅務建議而加以依賴。作出任何投資決策之前，應諮詢財務顧問。如選擇不諮詢財務顧問，則須審慎考慮投資產品是否適合。建議在必要時尋求適當的專業意見。

對於取自可信可靠來源但未作出獨立查證的第三方資料，我們不就其準確性及／或完整性承擔責任。

* 本文件為 HBAP 根據英文版翻譯的譯文，HBAP 已採取合理措施確保譯文的準確性。如中、英文兩個版本有任何不相符之處，應以英文版為準。

本文件的內容未經任何香港或其他司法管轄區的監管機構審閱。建議就相關投資及本文件內容審慎行事。如對文件內容有任何疑問，應向獨立人士尋求專業意見。

版權所有 © 香港上海滙豐銀行有限公司 2018。不得轉載。到期日：2019 年 6 月 30 日。

未經香港上海滙豐銀行有限公司事先書面許可，不得以任何形式或任何方式（無論是電子、機械、影印、攝錄或其他方式）複製或傳送本文件任何部分或將其任何部分存儲於檢索系統。