

2020 年第一季度

发布日期: 2019 年 12 月 12 日

# 汇丰尚玉投资展望

助您构建投资组合



与您 成就更多

# 目录

## 4 概览

汇丰尚玉投资展望 2020 年第一季度摘要

## 6 季度主题

下一季度要关注的四大主题

## 12 投资观点

应该投资什么？

## 16 汇丰观点

2020 年美国展望

## 18 专家观点

“未雨绸缪”

Karen Ward, 摩根大通资产管理公司欧洲、中东和非洲地区执行董事兼首席市场策略师

许长泰, 摩根大通资产管理公司亚太地区执行董事兼首席市场策略师

## 20 市场回顾

环球股票和债券市场发生了什么？

《汇丰尚玉投资展望》是专门为尚玉客户量身定制的刊物。

我们将与您一起探讨全球性的投资主题，同时剖析未来的挑战与机遇。

# 保持投资，但降低期望

## 盘点宏观经济形势

一年前，我们发表了 2019 年的投资展望概述，当时全球经济增长良好，企业盈利强劲，利率即将上涨。由于担心美国利率会上升，市场波动很大。

一年后的今天，股市表现良好，全年上涨超过 20%。尽管股市表现强劲，但由于受到政治风险的困扰，宏观经济背景仍不明朗。经济学家在不断下调全球增长预测，而这主要是由于贸易紧张和其他政治风险的影响。

各国央行更是身先士卒，纷纷下调利率。虽然此举意在刺激经济增长，但如果需要进一步的刺激措施，很难想象利率还会出现实质性的下调。因此，这也将压力转移到了财政政策上。但随着美国大选在即，对于这个全球第一大经济体最终将采取何种财政刺激措施（如果有），各方也众说纷纭。结果究竟会如何，我们只有拭目以待。

## 仍然看好股市

投资者始终需要将资金放到某个地方，而现在大多数市场的现金和优质债券回报率都难以与通胀率抗衡。许多市场的现金和政府债券利率都趋近于零，有些甚至为负值！这也加强了投资股市的理由，尽管股市的回报率可能会低于 2019 年。我们还倾向于亚洲和新兴市场的一些高收益债券。

多元化资产（即在动荡时期与股市波动相关性较低的资产）将在 2020 年成为关键。持有优质债券能带来分散投资的好处——它们仍然是动荡时期的最佳保障。另类资产也可以发挥关键作用。

## 对未来一年的三大观点

首先，经济环境的不确定并不意味着股市回报率会趋于负值。相对于现金和债券，股票仍具有吸引力，且仍将是我们的首选。

其次，投资者需要在目前的不确定环境下保持耐心，并接受回报率在未来会继续下跌的可能性。考虑采用稳健的投资方式，适当结合资本收益型资产与股息稳健的股票投资。

第三，在管理投资组合的方式上保持灵活至关重要，这既有助于降低风险，又能确保您能够利用市场机遇。已有充分的论据证明，可将投资决策通过多元资产投资组合外包给专家，从而可以随时随地评估风险和机会。

祝您在新年伊始赢得开门红。



傅伟诚，特许金融分析师  
汇丰集团财富管理  
副主管



曾伟仙  
环球财富管理  
策略研究主管

## 概览：

虽然政治和贸易的不确定性使得经济增长势头有所减弱，但全球经济仍在增长之中。

由于利率处于历史低位，股票的回报率可能仍然会高于债券和现金，不过也可能会处于相对较低的水平。

投资者应继续投资，但在这种不确定的环境中应谨慎行事。应保持低于 2019 年的回报预期，将优质债券和其他多元化资产纳入投资考量，从而增加稳定性。

傅伟诚

曾伟仙

# 概览

汇丰尚玉投资展望 2020 年第一季度摘要

## 投资主题

1



虽然增长放缓，  
但前景并非一片低迷

2



低息环境应是  
利好消息

3



2020 年，股票仍  
优于债券

4



“分散投资”比  
以往更为重要

## 投资观点摘要

### 债券

第四季度观点 第一季度观点 变化

发达市场政府债券	▼	▼	-
新兴市场本币政府债券	▲	▲	-
环球投资级别企业债券	▼	▼	-
环球高收益企业债券	▶	▶	-
亚洲高收益企业债券	▲	▲	-

### 股票

环球	▲	▲	-
美国	▲	▲	-
欧元区	▲	▲	-
英国	▲	▲	-
日本	▲	▲	-
新兴市场	▲	▲	-
中东欧及拉美	▶	▶	-
亚洲（日本除外）	▲	▲	-

▲ “偏高”意味着，在一个充分分散投资的典型多元资产投资组合状况下，对该资产类别持正面倾向。

▼ “偏低”意味着，在一个充分分散投资的典型多元资产投资组合状况下，对该资产类别持负面倾向。

▶ “中性”意味着，在一个充分分散投资的典型多元资产投资组合状况下，对该资产类别没有特定的负面或正面倾向。

资料来源：汇丰环球投资管理，截至 2019 年 12 月 2 日。有关完整的投资观点，请参阅第 12 页。

## 眼下我们关注的问题



### 央行政策

- 主要央行成员的声明
- 宏观经济数据

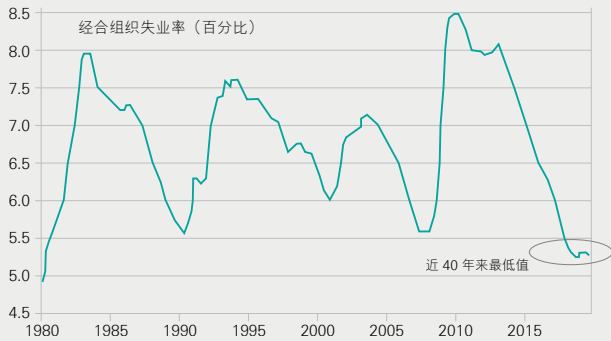


### 地缘政治

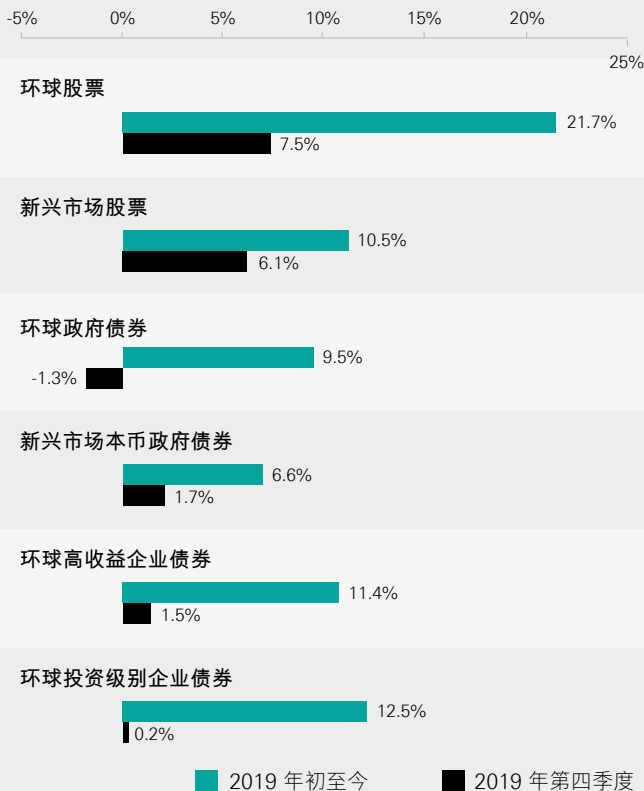
- 中美贸易紧张关系
- 英国脱欧谈判
- 2020 年美国大选

## 季度图表

全球失业率跌至四十年新低<sup>1</sup>



部分资产类别的走势<sup>2</sup>



## 主要经济事件

### 2019 年 12 月

**12 月 12 日**  
 美国联邦公开市场委员会会议  
 欧洲央行会议  
 英国大选

**12 月 19 日**  
 日本央行会议  
 英国央行会议

### 2020 年 1 月

**1 月 23 日**  
 欧洲央行会议

**1 月 28 日 - 29 日**  
 美国联邦公开市场委员会会议

**1 月 30 日**  
 英国央行货币政策委员会会议暨通货膨胀报告发布会

**1 月 31 日**  
 Mark Carney 将卸任英国央行行长一职

### 2020 年 2 月

**2 月初**  
 欧盟委员会冬季预测

### 2020 年 3 月

**3 月 12 日**  
 欧洲央行会议

**3 月 17 日 - 18 日**  
 美国联邦公开市场委员会会议

**3 月 26 日**  
 英国央行货币政策委员会会议

**3 月 26 日 - 27 日**  
 欧盟峰会

1. 资料来源: Macrobond、汇丰环球投资管理, 截至 2019 年 12 月 6 日的数据。投资涉及风险。过往表现并非未来回报指标。仅供说明用途。所使用指数: 经合组织失业率。

2. 资料来源: 彭博, 截至 2019 年 12 月 5 日。投资涉及风险。过往表现并非未来回报指标。

注: 图表显示了各资产类别以美元计的总回报率。资产类别走势由不同指数代表 - 环球股票: 摩根士丹利全球净总回报指数; 环球政府债券: 彭博巴克莱环球综合国库券总回报指数; 环球高收益企业债券: 彭博巴克莱环球高收益企业债券总回报指数; 环球投资级别企业债券: 彭博巴克莱环球综合企业债券总回报指数; 新兴市场股票: MSCI 新兴市场股票净总回报美元指数。新兴市场本币政府债券: 彭博巴克莱新兴市场(本币)政府债券总回报指数。

# 2020 年极目远眺

才过几个月，市场情绪就已经发生了巨大变化。

自我们十月刊以来，市场强劲反弹，美国股市再创新高，而新兴股市也因为市场的风险承受水平提升而有所上涨。投资者似乎已经迅速将今年夏天的低迷抛诸脑后了。

遗憾的是，政治不确定性依然存在。尽管有迹象表明中美贸易紧张局势有所缓和，但问题远没有结束。欧洲方面，尽管英国无协议脱欧的短期风险已经暂时消除，但英国脱欧闹剧仍在继续。美国将于 2020 年举行大选，这给美国经济增加了不可预测性。虽然我们并不清楚这些风险具体会如何展开，但宏观经济背景肯定会很复杂，且很容易影响市场情绪。

以下四个主题将帮助您大致了解 2020 年伊始的投资格局。



1



### 虽然增长放缓， 但前景并非一片 低迷

- 贸易紧张局势阻碍了经济活动，对制造业的影响尤为严重，特别是在韩国和台湾地区。
- 这导致经济学家们纷纷下调了对经济增长的预期。
- 积极的一面是，为刺激经济，各国央行果断降息，而美国消费者目前尚未受到太大影响。

2



### 低息环境应是 利好消息

- 各地的政策制定者一直积极刺激经济增长，其中美国在 2019 年三次降息，欧洲中央银行也在重启量化宽松政策的同时采取了降息措施。
- 各国央行均面临着在低息环境中实施货币政策的难题，因为在这种环境下，进一步降息将难以起到很大的作用。
- 预计 2020 年，财政刺激措施将在推动经济发展方面发挥更大的作用。

3



### 2020 年，股票 仍优于债券

- 我们仍然更为看好股票和其他风险资产，因为它们的预期回报率高于债券。
- 当前宽松的货币政策也为持有风险资产提供了支持。
- 但是，2020 年回报率可能会走低。采取温和而稳健的策略，关注股息收益率较高的优质股和保守型资本收益类资产将是投资取得成功的关键。

4



### “分散投资”比以 往更为重要

- 在时下充满不确定性的环境中，纳入可在波动时期提供下行保护的投资至关重要。
- 因此，我们主张纳入优质债券，尽管它们的收益率不太有吸引力，但能提供至关重要的防御优势。“另类投资”也是一种适用的选择。
- 追求“简单主义”但又想继续投资？让我们值得信赖的专家通过多资产投资组合来管理风险和抓住机遇。

我们将在下面几页中更详细地探讨每一个主题。

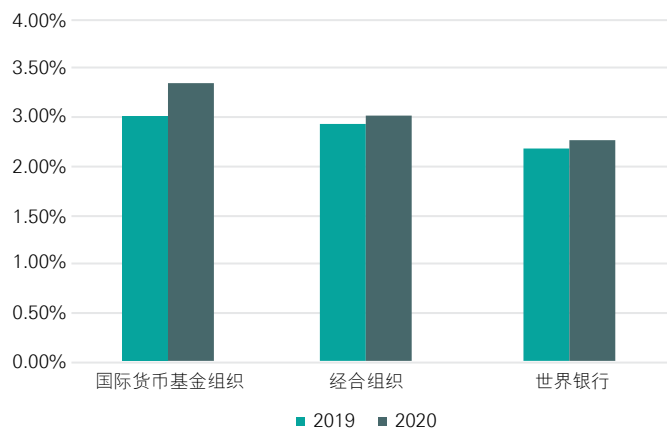
1



## 主题 1

# 虽然增长放缓，但前景并非一片低迷

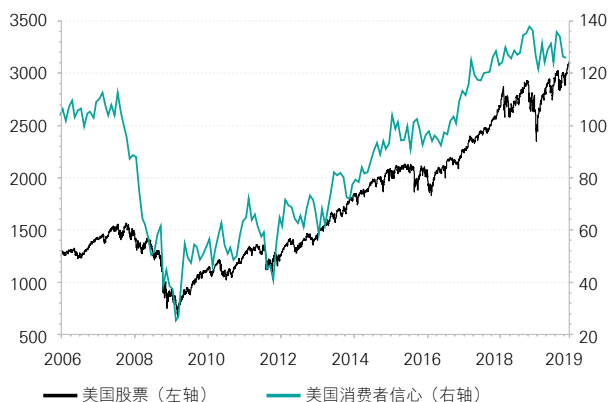
各机构已下调 2019 年全球经济增长率  
但预计 2020 年会有小幅回暖



资料来源：国际货币基金组织、经合组织、世界银行，截至 2019 年 10 月的数据。投资涉及风险。过往表现并非未来回报指标。仅供说明用途。

## 美国股票与美国消费者信心

经济放缓没有对消费水平造成太大的负面影响



资料来源：Refinitiv Datastream，截至 2019 年 12 月 5 日的数据。投资涉及风险。过往表现并非未来回报指标。仅供说明用途。所用指数：标普 500 指数和美国消费者信心指数。

<sup>1</sup> 10 月，国际货币基金组织将 2019 年的全球增长预测下调至 3.0%，为 2008-09 年以来的最低水平，比 2019 年 4 月的《世界经济展望》预测值低 0.3%。预计 2020 年的增长率将回升至 3.4%。

<sup>2</sup>资料来源：彭博，截至 2019 年 12 月 5 日的数据。

## 尽管呈现疲软，但全球经济仍在增长

2019 年<sup>1</sup>，全球多数大型经济体的经济增速放缓，而周期性、结构性及贸易相关指标表明，2020 年的开端将更为暗淡。但我们不能忽视这样一个事实，即全球经济仍在增长。

虽然中国的实际 GDP 增长率达到了 20 年来的低点 6%，但中国仍是一个主要的经济增长引擎，仍然是全球经济增长率最高的国家之一。

## 疲软的前景没有对消费者造成太大影响

由于贸易战影响了供应链、传统出口路线以及汽车和电子产品的需求，企业投资已明显下滑。美国的 GDP 增长率可能会从 2018 年的 3.1% 降至 2019 年的 2.3%。尽管如此，但美国的消费水平实际上并未受到太大影响，而美国经济的驱动力主要来自消费者。这表明美国经济具有相当的韧性。

在美国，消费者支出驱动着 70% 的经济<sup>2</sup>。由于失业率处于几十年来的低位，因此 2020 年不太可能出现经济衰退。

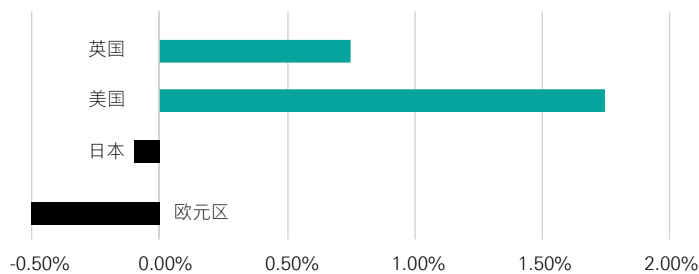


2

## 主题 2

## 低息环境应是利好消息

利率处于历史低位  
通常会提振股票市场



资料来源：彭博，截至 2019 年 12 月 6 日的数据。投资涉及风险。  
过往表现并非未来回报指标。仅供说明用途。

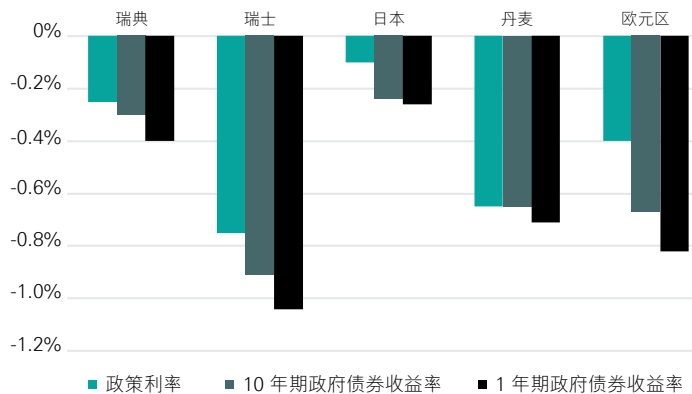
## 利率已处于极低位置

由于美联储再次降息，目前的经济增长有望持续，尤其是根据历史经验，低息往往会刺激股票市场。

在连续三年加息之后，美国在 2019 年引领了一波降息周期，而欧元区更是将关键利率降至了 -0.5% 的创纪录低点，并重启了债券回购（每月 200 亿欧元）。日本也同样维持了超低利率。

## 利率还能再降吗？

负利率的国家和地区



资料来源：Refinitiv Datastream，截至 2019 年 12 月 5 日的数据。投资涉及风险。  
过往表现并非未来回报指标。仅供说明用途。

## 预计 2020 年将有更多的直接财政刺激措施

在某些市场利率已经为零甚至为负的情况下，货币政策制定者用来提振经济的选择就更少了。因此，直接财政刺激措施在 2020 年可能会发挥更大的作用，比如印度的企业减税政策就是其表现之一。

随着美国大选的临近，未来政策的方向可能存在不确定性，因此美国可能无法轻易实施财政刺激措施。预期这些关键选举将导致一定的波动性。

3

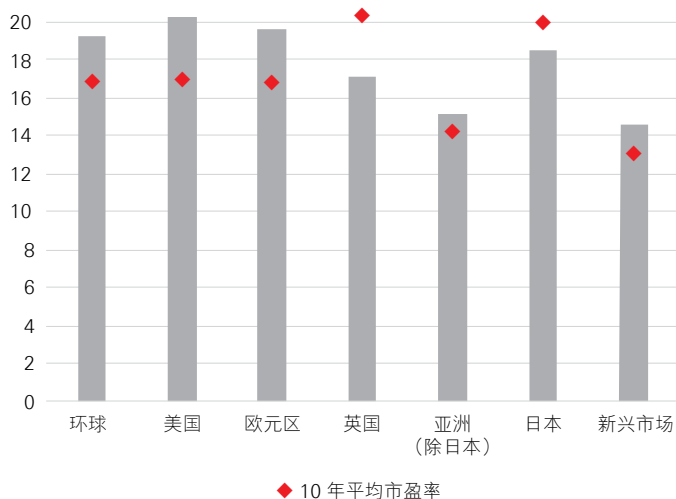


## 主题 3

## 2020 年，股票仍优于债券

## 市盈率并不低

除英国和日本外，大多数地区的市盈率均高于 10 年平均水平



资料来源：彭博，截至 2019 年 12 月 6 日的数据。投资涉及风险。过往表现并非未来回报指标。仅供说明用途。

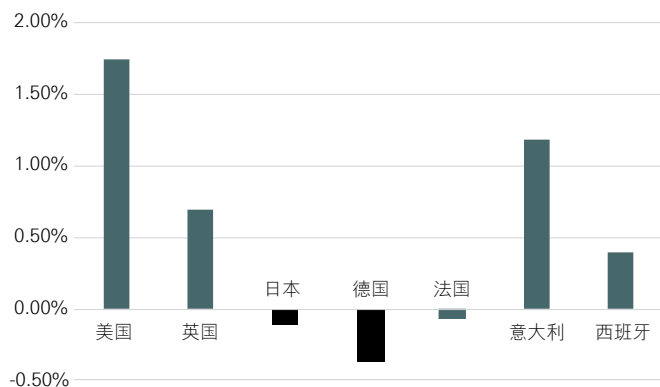
## 股票仍有利润空间

即使在经历了 2019 年的股市强劲表现，我们仍然认为在 2020 年来临之际，客户应优先考虑股票及其他风险资产，因为它们的预期回报率高于债券。持续的低息环境也有望支撑股市。虽然我们看好股市，但预计股市收益相比 2019 年将有所回落。

随着各国央行采取措施维持经济增长，采用稳健、保守的策略，通过股票和特定债券类别（例如新兴市场和亚洲债券）来获取收益在 2020 年将是一个不错的选择 - 前提是结合低波动性的选股方法。

## 发达市场 10 年期债券收益率不高

不过它们已被证明可提高投资组合的弹性



资料来源：彭博，截至 2019 年 12 月 6 日的数据。投资涉及风险。过往表现并非未来回报指标。仅供说明用途。

## 在经济形势不明朗时采取谨慎战术

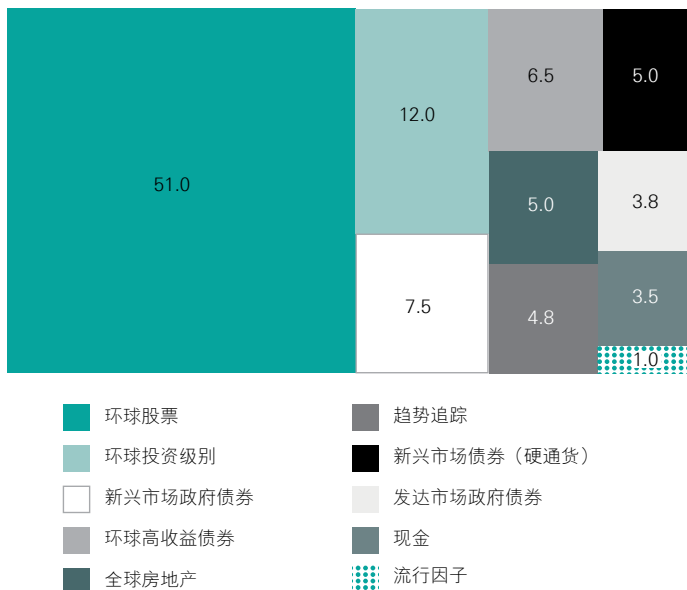
眼下的世界局势难以预测，轰动性头条新闻持续不断。持续的贸易紧张局势削弱了资本支出并降低了企业收益，各国央行已采取应对措施，以预防进一步的损失。

尽管我们主张继续投资股票，但读者也应保持谨慎，保持对优质债券的敞口，以抵御短期波动。

# 4 主题 4 “分散投资” 比以往更为重要

## 均衡型多元资产投资组合范例

多元化是在经济周期末尾阶段进行投资的关键



## 多元化优势

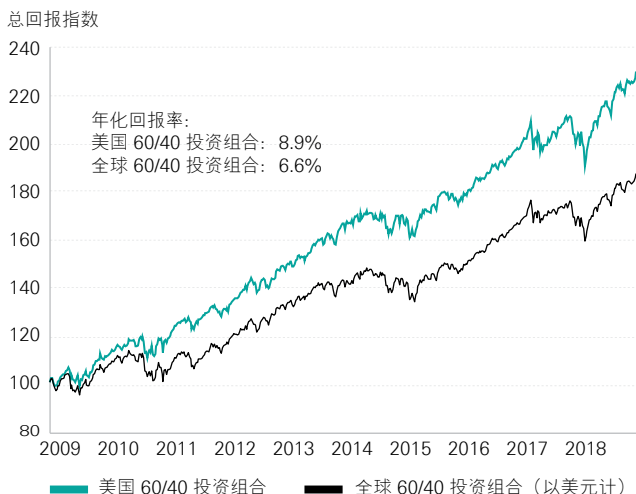
为市场波动做好准备，并确保投资组合不受持续的政治风险和不确定性影响至关重要。如何做到呢？想要在投资于金融市场的同时管理下行风险，最简单的方法之一就是建立多元资产投资组合。

多资产策略使投资者能够根据不断变化的风险因素快速调整仓位，同时利用新的机会。

资料来源：汇丰环球投资管理，截至 2019 年 10 月 31 日的数据。投资涉及风险。过往表现并非未来回报指标。仅供说明用途。

## 2019 年，平衡型投资组合回报强劲

在过去十年中，采取股债 60/40 组合的策略是成功之举



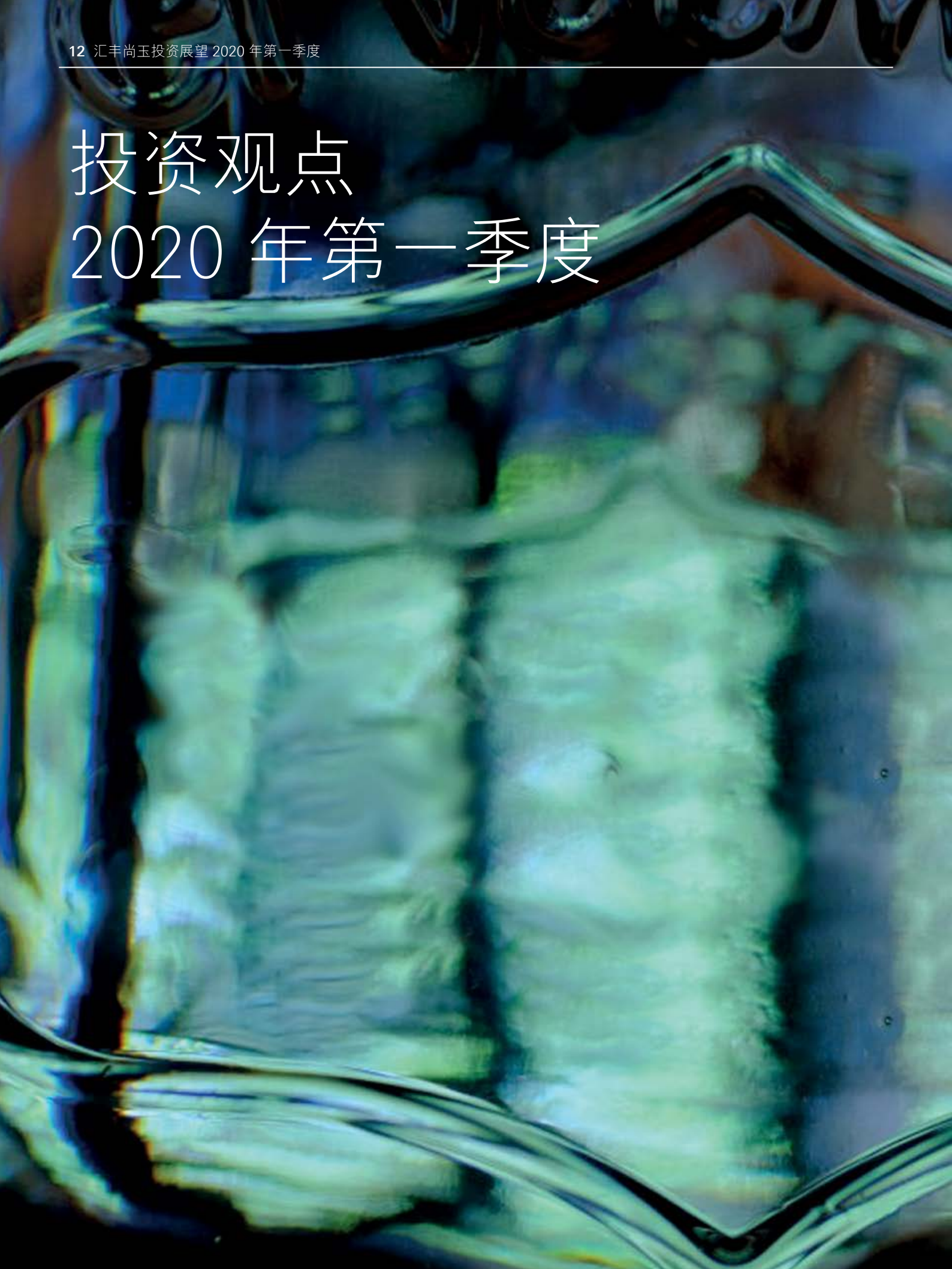
## 通过优质债券和少量另类投资来进行分散投资

虽然我们目前并不十分青睐“避险型”政府债券，但我们承认，优质政府债券或投资级债券在提升投资组合多元化程度方面仍然起着至关重要的作用。

“另类”投资也是分散投资的选择之一，因为它们与传统资产类别（如股票）的相关性较低。

资料来源：汇丰环球投资管理，截至 2019 年 12 月 6 日。投资涉及风险。过往表现并非未来回报指标。仅供说明用途。

# 投资观点 2020 年第一季度



## 最新资产类别观点 (12 个月以上的长期观点)

- ▲ “偏高”意味着，在一个充分分散投资的典型多元资产投资组合状况下，以及相对有关的内部或外部基准，汇丰环球投资管理会（或应该会）对该资产类别持正面倾向。
- ▼ “偏低”意味着，在一个充分分散投资的典型多元资产投资组合状况下，以及相对有关的内部或外部基准，汇丰环球投资管理会（或应该会）对该资产类别持负面倾向。
- ▶ “中性”意味着，在一个充分分散投资的典型多元资产投资组合状况下，以及相对有关的内部或外部基准，汇丰环球投资管理会（或应该会）对该资产类别没有特定的负面或正面倾向。



### 政府债券

发达市场

我们对此类资产仍持“偏低”态度。尽管政府债券价格有所下跌，且收益率现在有所回升，但我们仍认为其回报率没有吸引力。此外，有些政府债券的利率已经极低，甚至为负，几乎都无法再低了。



### 企业债券

环球投资级别

公司债券相对估值过高，而且有迹象表明信贷基本面正在恶化。因此，除了对亚洲投资级债券持“中性”态度之外（由于估值有所改善），我们对此类资产一直持“偏低”态度。



### 政府债券

新兴市场本币

我们对这一资产类别持“偏高”态度，主要是因为我们的预期回报较高以及新兴市场货币有望复苏。



### 企业债券

环球高收益债券

环球、美国和欧洲高收益债券有着合理的信贷风险溢价，我们对它们持“中性”态度，但对亚洲的此类资产持“偏高”态度。高收益债券对经济增长比较敏感，在支持性货币政策能改善经济增长的情况下可能会有良好收益。



### 环球股票

尽管从长期来看我们将继续对环球股票持“偏高”态度，但建议在未来几个月内对资产配置采取更为谨慎的选股方法，重点在于要分散投资。



### 另类投资

我们将对于“其他大宗商品”（黄金除外）的“中性”态度调整至“偏高”，因为大宗商品是可以抵御地缘政治风险突然加剧的良好投资替代产品。我们还认为另类投资也能带来分散投资的好处，帮助增强投资组合的韧性。

资料来源：汇丰环球投资管理，截至 2019 年 12 月 2 日。

注：投资观点根据 2019 年 11 月期间举行的汇丰环球投资管理资产配置区域会议、汇丰环球投资管理于 2019 年 11 月 30 日计算的长线预期回报预测，以及我们的投资组合优化过程及实际投资组合比重而定。上面的观点不应视为投资建议、买卖投资的推荐或回报的保证，如有变更，恕不另行通知。如需了解有关资产类别的观点，请参照最新一期的《汇丰每月专讯》或与您的客户经理联系。

## 地区股票观点 (12 个月以上的长期观点)

- ▲ “偏高”意味着，在一个充分分散投资的典型多元资产投资组合状况下，以及相对有关的内部或外部基准，汇丰环球投资管理会（或应该会）对该资产类别持正面倾向。
- ▼ “偏低”意味着，在一个充分分散投资的典型多元资产投资组合状况下，以及相对有关的内部或外部基准，汇丰环球投资管理会（或应该会）对该资产类别持负面倾向。
- ▶ “中性”意味着，在一个充分分散投资的典型多元资产投资组合状况下，以及相对有关的内部或外部基准，汇丰环球投资管理会（或应该会）对该资产类别没有特定的负面或正面倾向。



### 美国

美国的经济发展趋势和利润增长较为良好，这意味着美国 2020 年出现经济衰退的风险很低。美联储在 2019 年已三次降息，表明了其确保经济持续增长的决心。



### 欧元区

德国潜在的经济衰退以及英国的无协议脱欧是我们近期担忧的两大问题。欧洲央行的超低利率和大规模的量化宽松政策提振了欧元区股市，同时劳动力市场也较为乐观。欧元区股票的估值相对较低，为我们对其所持的“偏高”态度提供了充分理由。



### 日本

得益于其较有吸引力的股票估值和支持性货币政策，日本股市在过去三个月中的表现优于亚洲其他国家/地区。同时，企业大量的现金储备和稳健的资产负债表为股息上涨和/或股票回购提供了可能。



### 新兴市场

我们看好新兴市场的原因主要有三点：中国的刺激措施；美联储的支持性政策；新兴市场的经济增长率和利率较高，为减息提供了足够的空间。此外，新兴市场经济体的结构性也强于过去，而它们的货币在 2019 年对美元贬值后将有升值的空间。



资料来源：汇丰环球投资管理，截至 2019 年 12 月 2 日

注：投资观点根据 2019 年 11 月期间举行的汇丰环球投资管理资产配置区域会议、汇丰环球投资管理于 2019 年 11 月 30 日计算的长线预期回报预测，以及我们的投资组合优化过程及实际投资组合比重而定。上面的观点不应视为投资建议、买卖投资的推荐或回报的保证，如有变更，恕不另行通知。如需了解有关资产类别的观点，请参照最新一期的《汇丰每月专讯》或与您的客户经理联系。



## 英国

英国股票的估值颇具吸引力，因此我们对其持“偏高”态度。但是，近期英镑升值可能会对那些从海外获得收入的英国跨国公司造成负面影响。同时，英国无协议脱欧的短期风险（暂时）已经消除。



## 中东欧及拉美

我们对这些地区的股票持“中性”态度，因为拉丁美洲增长势头放缓和政治紧张局势加剧的迹象减弱了承担其股市风险的理由。同时，中东欧部分地区的经济增长极具吸引力，但鉴于欧元区经济疲软，其前景可能会恶化。



## 亚洲（日本除外）

我们的“偏高”倾向源于亚洲目前具有全球领先的经济增长水平和颇具吸引力的预期回报。迅速增长的中产阶级以及 5G 蜂窝技术的出现正在推动消费趋势，而较强的宏观和人口因素为亚洲和中国政府提供了运用货币和财政政策进一步刺激经济发展的空间。



## 汇丰观点

# 2020 年美国 经济展望

## 概览

尽管美国的经济增长在 2019 年有所放缓，且不确定性仍然高企，但美联储的“鸽派政策”预计仍将维持市场的上行势头。

尽管总统大选的结果无疑将影响市场表现，基于估值的实证评估依然能提供较为可靠的指标。

在 2020 年，“亲风险”的股票投资策略仍然可以带来回报，不过可能会以股息收入为主。



**Joseph Little**  
汇丰环球投资管理  
环球多资产联席首席投资官兼  
环球首席策略师



**James Antwis**  
汇丰环球资产管理，  
分析师

## 2020 年美国展望

由于中美贸易紧张局势加剧，减税政策的影响逐渐消退，同时经济前景变得不太明朗，美国的经济增长在 2019 年有所放缓。经济增长放缓和国债收益率曲线倒挂引发了市场对经济衰退的担忧，同时还有一些指标（包括 50 年来最低的失业率和企业利润紧缩等）表明经济正处在经济周期后期阶段。尽管如此，汇丰环球投资管理的 **Nowcast**（运用“大数据”得出的实时经济增长估计值）仍然略高于“趋势值”。我们预计，在 2020 年，美国经济增长率将稳定在 2% 左右的“趋势值”。

目前，美国的经济活动正受到服务业的支撑，反映出美国强劲的家庭支出和健康的劳动力市场。受亚洲技术周期和全球汽车需求疲软拖累，大型工业、制造业和投资业表现欠佳（图 1）。但是即使是在这些领域，我们仍看到了“周期性触底”的迹象。尽管如此，地缘政治的不确定性仍然很高，而我们预计这种情况还将持续。在我们看来，全球经济正处于结构性的“不确定时代”，这对经济增长构成了持续的挑战。但我们仍然相信，美联储 2019 年的“政策支点”有助于抵消这些不利因素，并维持经济增长。去年此时，市场预期在 2019 年将加息 50 个基点。但恰恰相反，到目前已经降息 75 个基点。

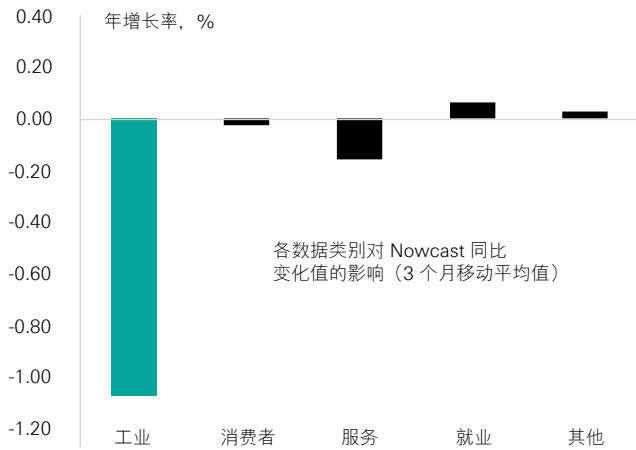
由于经济前景面临风险以及官方对通胀压力疲弱的担忧日益加剧，我们预计在 2020 年，美联储将维持鸽派倾向。尽管政策制定者发出的种种信号表明一定时期内经济将保持稳定，但如果经济数据显著恶化，情况将迅速发生改变。另一方面，实施紧缩政策的难度可能很大。

## 美国大选对美国股票和债券市场的影响

自 1929 年以来，标普 500 指数在总统选举年平均上涨 7%，而在非选举年则为 5%（计入通胀率前）。当根据执政党的情况分别对回报率进行分析时（除去一些异常值）我们发现，民主党总统在任时的平均年化回报率为 8.1%，而共和党总统在任时则为 5.5%。然而，这个数据的可变性很高，而且要知道，每届政府所处的政治和经济环境存在巨大差异。



图 1: US Nowcast 预测数据



资料来源: 汇丰环球投资管理, 截至 2019 年 10 月。  
注: 过往表现并非未来回报的可靠指标。

但无论哪个政党或候选人赢得 2020 年大选, 仅此一个因素并不足以决定未来的市场走势。相反, 我们的观点是根据严格的长期估值方法得出的, 而这种方法也与宏观经济趋势和企业基本面挂钩。

就公司基本面而言, 信贷质量和盈利能力在今年都出现了一定的恶化。违约率在 2019 年上升了约 1 个百分点, 而今年夏天, 全球评级被下调的企业数量两年来首次超过了评级被上调的企业数量。同样, 企业盈利能力的增长也有所放缓。但是, 鉴于被相对看好的基准宏观前景, 我们仍然预计, 2020 年每股收益 (EPS) 会有中个位数增长。

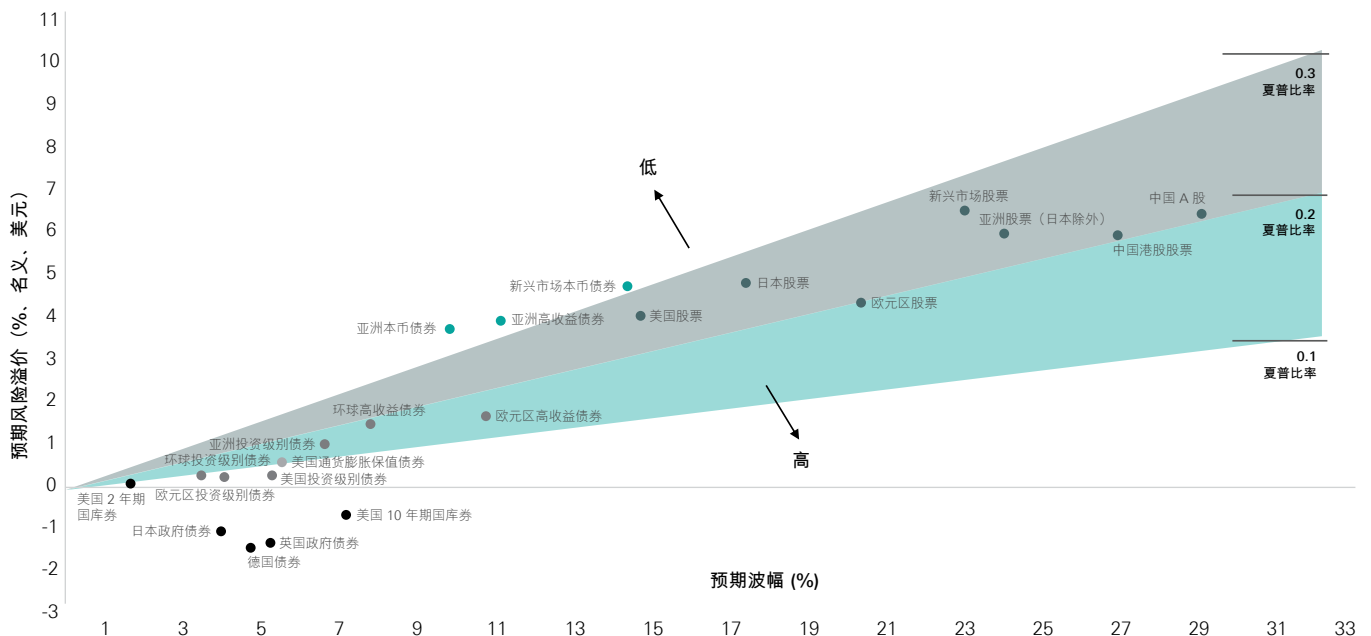
### 我们对美国股票的最新看法是什么?

过去十年, 美国在宏观经济和股票回报率方面均表现卓越。美国经济的平均增长速度领先于其他发达国家/地区, 而美国企业的盈利能力也令人印象深刻。

今年, 美国股市的回报率超过了 20%, 这很大一部分是得益于美联储在经济仍以高于趋势的速度增长时转向了宽松政策。但展望未来, 我们需要以更现实的心态, 去思考哪些目标可以实现。不确定性加剧可能会限制未来的上行风险, 而政策支持则会限制下行风险。

经济增长放缓加上公司基本面疲软将对未来前景造成一定压力。尽管如此, 股票估值仍然比较有吸引力, 尤其是相对于企业债券和政府债券 (包括国债) (图 2) 等其他资产类别而言。我们认为 2020 年合理的名义回报率约为 6%, 同时每股收益增长率将保持在中个位数。股息对于整体回报而言将变得更为重要。

尽管前景较为保守, 但投资者不应急于实施高防御性的资产配置, 这可能会导致高昂成本。即使在当前的不确定时期, 我们相信, 维持包括美国股票在内的亲风险、多元化策略也是有意义的。



资料来源: 汇丰环球投资管理, 截至 2019 年 12 月。仅供说明用途。  
\*全球固定收益类资产显示为与美元对冲。新兴市场本币债券、股票和另类投资则显示为未经对冲。



## 概览

在经济不确定的时期，您可以采取多种方式来保护自己的投资组合，并实现投资回报。

尽管固定收益类资产是所有防御性配置的主要方式，但高股息股票和另类投资进一步丰富了您的选择。

与往常一样，分散投资仍是防御性投资策略的关键。这样的话，即使波动来袭，您也有备无患。



## 专家观点

# “未雨绸缪”



**Karen Ward**

摩根大通资产管理公司  
欧洲、中东和非洲地区  
执行董事兼首席市场策略师



**许长泰**

摩根大通资产管理公司  
亚太地区执行董事兼  
首席市场策略师

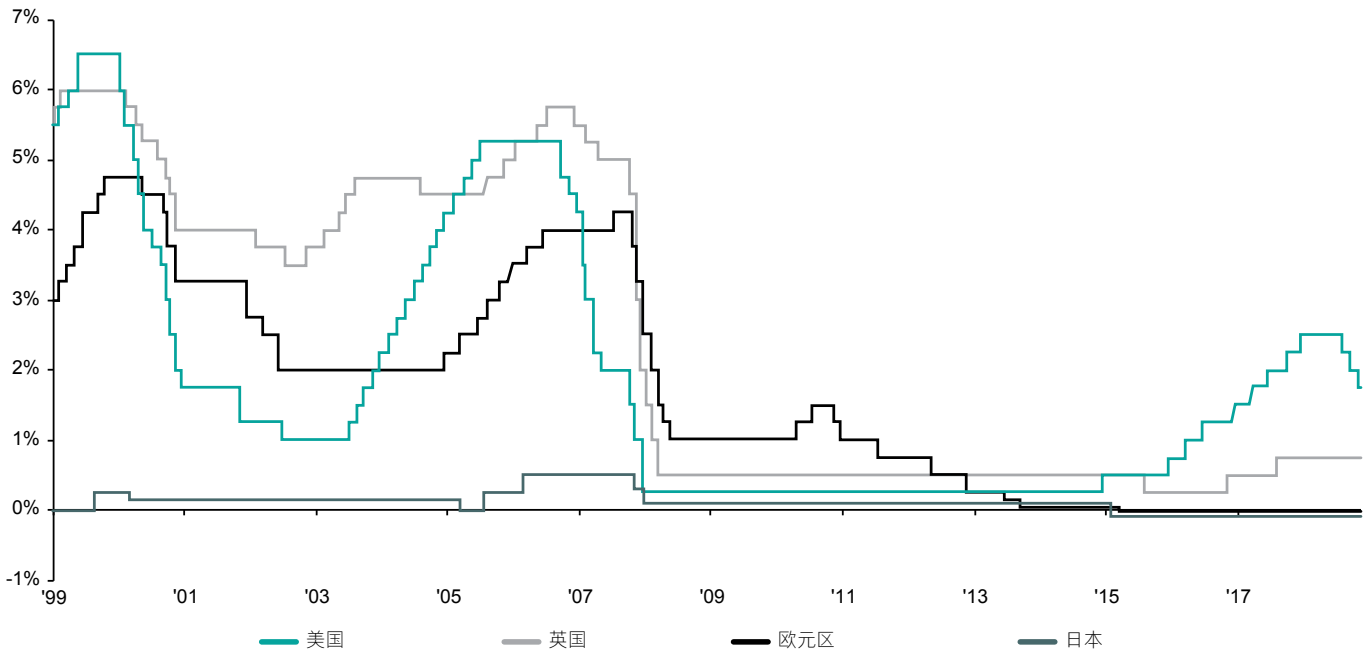
出门时带把伞可能会有一点不便，但如果下雨，您就会感到庆幸了。同样的原则也适用于投资领域。随着我们来到经济周期的后期阶段，投资者可能会考虑**高股息防御性股票**、**优质固定收益类资产**或**特定另类资产**等防御性投资选项，来帮助自己抵御未来的地缘政治不确定性，同时期待在利率下跌时期能跑赢现金回报。

在投资界，尽管唯一确定的就是不确定，但固定收益类资产在提供可预测回报方面扮演着重要角色 - 在投资债券时，您会知道其收益水平。同样，在购买高股息股票时，您可以追踪公司的管理历史，看看有没有稳定的派息记录。在投资基础设施、运输或房地产基金时，您会知道相关的收费公路、集装箱船只或物业每年可能会取得多少租金或收入。

我们认为，相对于只关注一个资产类别，包含固定收益、高股息股票和另类资产的多元化投资组合才是最佳投资方法。固定收益类资产应该成为投资组合的基础，然后才再考虑精选的高股息股票和另类投资。

为什么呢？因为短期政府债券和优质企业债券等固定收益类资产的波动性低于股票。此外，我们目前预计各国央行将长期保持低利率，并在未来 1-2 年内进一步降息。这表明政府债券收益率可能会进一步下跌，导致其价格上涨。

图表 1：央行利率

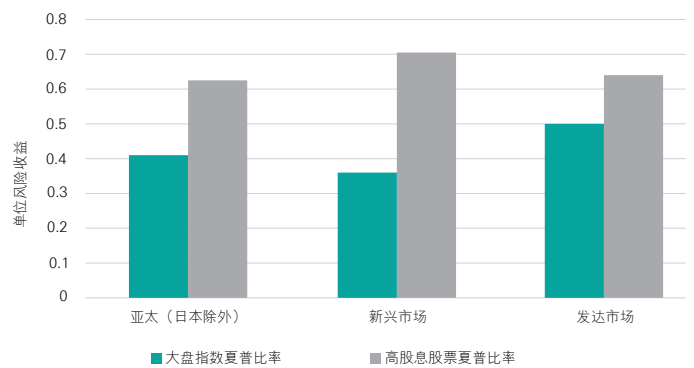


资料来源：摩根大通资产管理公司，FactSet，截至 2019 年 11 月 15 日。

同时，优质企业债券通常具有较低的违约率。因此，投资者应采取灵活的方法，考虑各类型的固定收益类资产，而不是只专注于某一特定领域。如果愿意在各种固定收益策略之间进行投资分配，投资者应该能够抓住多个市场机遇，并且可能会取得更好的回报。

高股息股票方面，投资者可以关注那些对经济周期不太敏感的行业。公用事业、医疗保健和消费必需品等行业即便在经济衰退时期也能保持相对稳定的收益，并且通常提供较高的股息收益率。这类股票的价格波动相对于固定收益类资产而言较大，因而以市值计价的损益会更为显著。但这对长期投资者来说不是什么大问题。从图表 2 可以看出，与亚太地区的日本、新兴市场 and 发达市场股票相比，高股息股票总体拥有较高的夏普比率（单位风险收益）。夏普比率表示资产收益补偿投资者承担的风险的程度。对两种资产进行比较时，具有较高夏普比率的资产能在相同风险水平带来更好的回报（或者，相当于以较低风险带来相同回报）。

图表 2：高股息股票的“夏普比率”高于大盘指数



资料来源：摩根资产管理公司，FactSet，MSCI，截至 2019 年 10 月 31 日。

基础设施、交通和房地产等方向的另类资产对股票市场和其他风险资产的敏感性也较低。最重要的是，它们提供了稳定且具有吸引力的收益，而这是当前低收益债券环境中的一个关键优势。

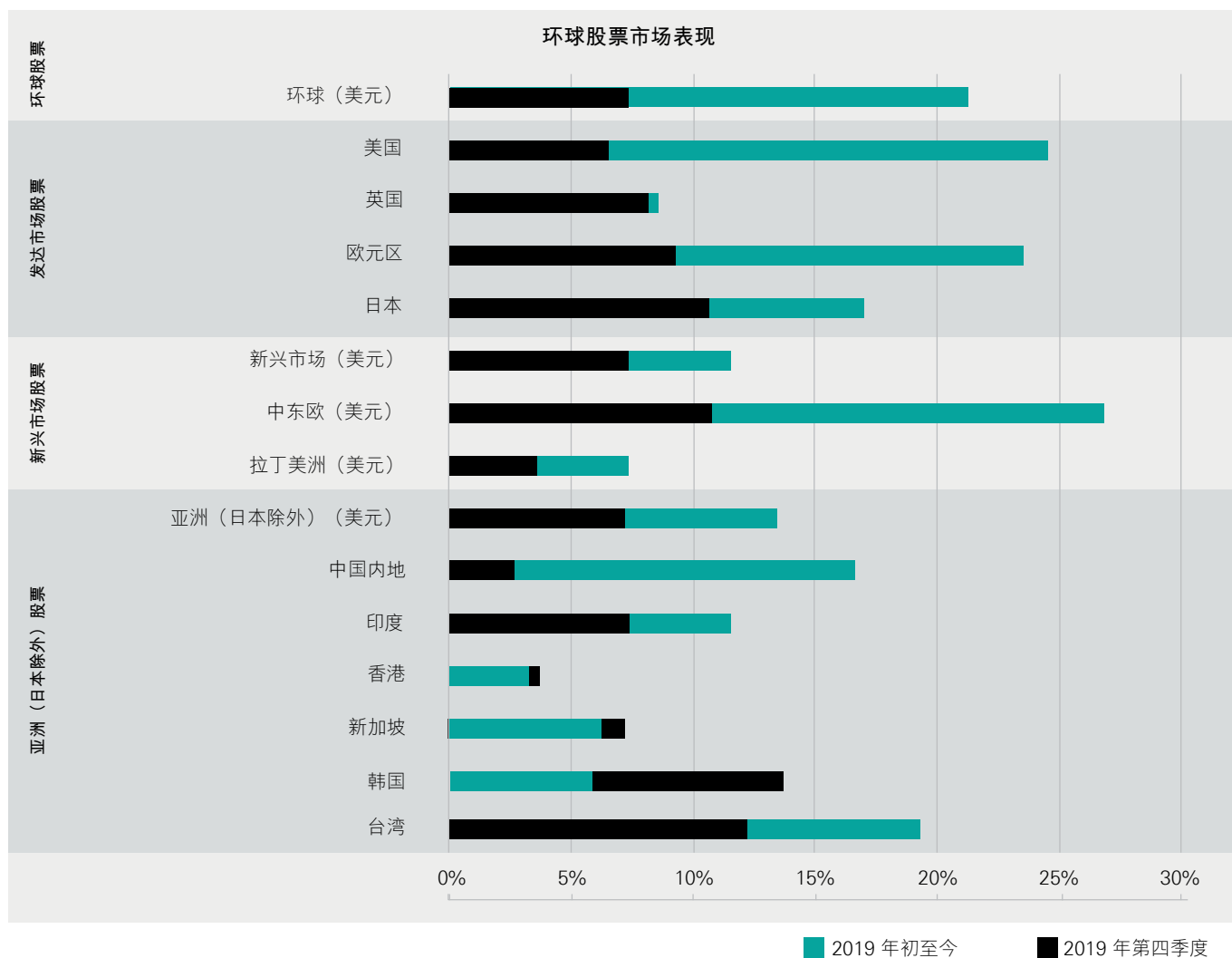
简而言之：尽管将部分资金分配给“防御性”资产的投资决策可能不够激进，但一旦市场出现波动，您将会感到无比庆幸。

# 市场回顾

## 股票

2019 年的最后一个季度，无异于“终点线冲刺”。环球股市在多种利好因素的提振下纷纷上扬，包括美国第三次降息、中美贸易紧张局势缓和以及各大企业公布喜人财报，这些因素也缓解了人们对全球经济增长将大幅放缓的担忧。

欧洲方面，第三季度 GDP 好于预期，同时，欧洲股市也因中美和美欧贸易紧张局势的缓和而得到了提振。同样，亚洲股市因美中第一阶段贸易协议取得进展而有所反弹，台湾地区的经济也因为强劲的科技行业前景而受益。最后（尽管有些令人难以置信），美国股市在经历了持续十多年的牛市之后，在 11 月再创高峰。



资料来源：彭博，截至 2019 年 12 月 5 日。投资涉及风险。过往表现并非未来回报指标。仅供说明用途。

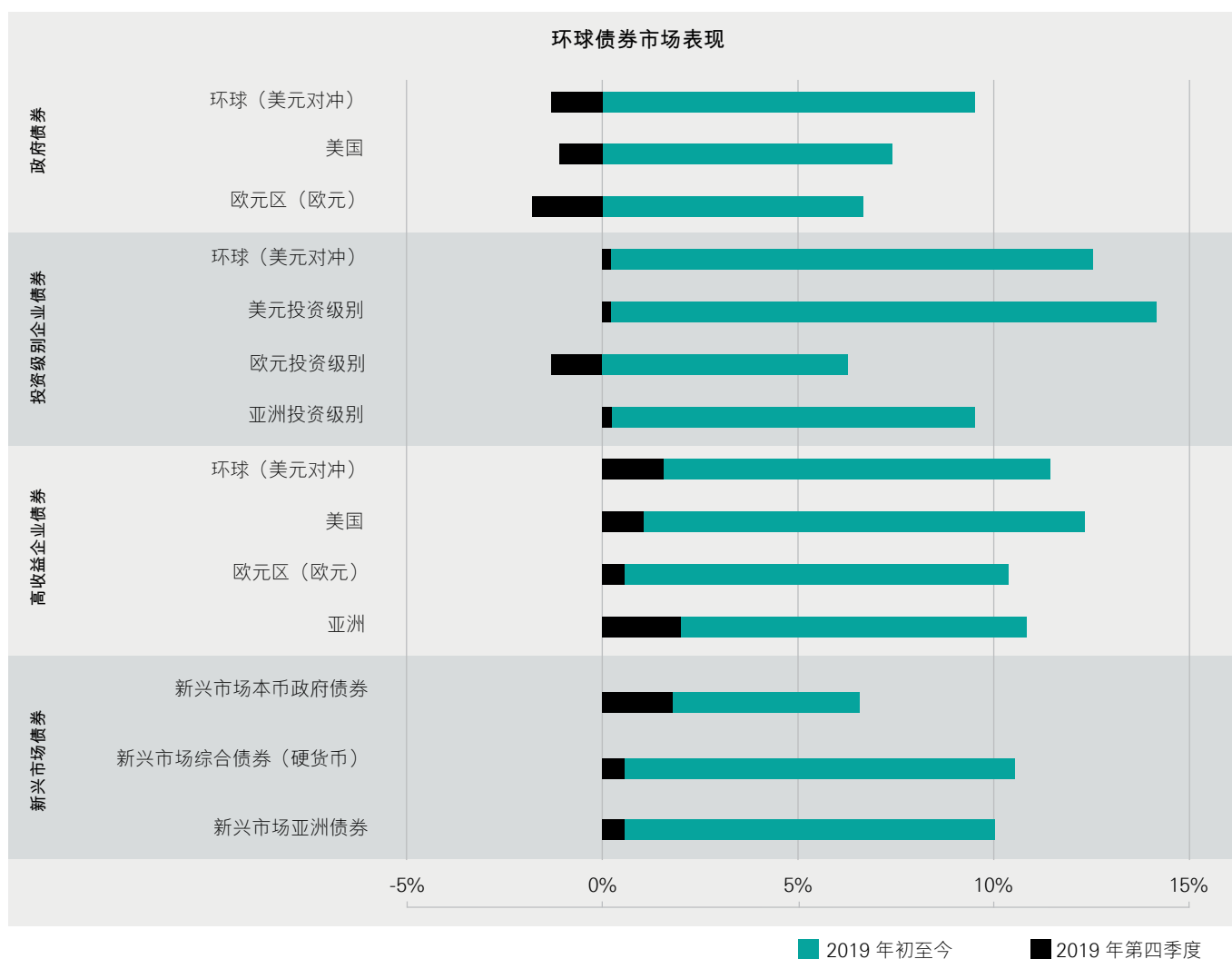
注：除非另有说明，图表显示的是各资产类别以当地货币计的总回报率。股票表现由不同指数代表 - 环球股票：摩根士丹利全球净回报指数（美元）；美国股票：美国标普 500 指数（美元）；英国股票：英国富时 100 指数（英镑）；欧元区股票：欧洲斯托克 50 指数（欧元）；日本股票：日本日经 225 指数（日元）；新兴市场股票：摩根士丹利新兴市场净回报指数（美元）；中、东欧股票：摩根士丹利新兴市场东欧净回报指数（美元）；拉丁美洲股票：摩根士丹利新兴市场拉丁美洲股票净回报指数（美元）；亚洲（日本除外）股票：摩根士丹利亚太（日本除外）总回报净额指数（美元）；中国内地股票：上证综指（人民币）。印度股票：标普 BSE SENSEX 指数（印度卢比）；香港股票：香港恒生指数（港元）；新加坡股票：富时海峡时报指数（新加坡元）；韩国股票：韩国 KOSPI 指数（韩元）；台湾股票：台湾加权指数（新台币）。

## 债券

2019 年的最后几个月，债券收益率因价格下跌而有所上涨，在此期间，全球“风险偏好”情绪再度抬头，市场对优质债券和其他避险资产的需求下降。

投资者纷纷出售此类资产，这与上一季度形成了巨大对比。10 年期美国国债的需求有所减弱，其收益率从 8 月的 1.45% 的低位攀升至了 11 月的峰值 1.95%，然后在 12 月稳定在了 1.84%。

企业债券方面，由于投资者的持续需求，同时企业也希望利用低成本融资，债券发行依旧活跃。美国收益率曲线不再倒挂 - 这可能表明投资者对可能出现经济衰退的忧虑有所缓解。



资料来源：彭博，截至 2019 年 12 月 5 日。投资涉及风险。过往表现并非未来回报指标。仅供说明用途。

注：除非另有说明，图表显示的是各资产类别以美元计的总回报率。债券表现由不同指数代表 - 政府债券：环球政府债券 (美元对冲)：彭博巴克莱环球综合国库券总回报指数 (美元对冲)；美国政府债券：彭博巴克莱美国政府债券总回报指数；长期国债：彭博巴克莱美国长期国债总回报指数；短期国债：彭博巴克莱短期国债总回报指数；欧元区政府债券：标普欧元区主权债总回报指数 (欧元)；投资级企业债券：环球投资级企业债券 (美元对冲)：彭博巴克莱环球综合企业债券总回报指数 (美元对冲)；美元投资级企业债券：彭博巴克莱美国企业债券总回报指数；欧元投资级企业债券：彭博巴克莱欧元区综合企业债券总回报指数 (欧元)；亚洲投资级企业债券：Markit iBoxx 亚洲 (日本除外) 投资级企业债券总回报指数 (美元)。高收益企业债券：环球高收益企业债券 (美元对冲)：彭博巴克莱环球高收益企业债券总回报指数 (美元对冲)；美元高收益企业债券：彭博巴克莱美国高收益企业债券总回报指数；欧元高收益企业债券：彭博巴克莱泛欧高收益企业债券总回报指数 (欧元)；亚洲高收益企业债券：Markit iBoxx 亚洲 (日本除外) 高收益债券总回报指数 (美元)。新兴市场债券：新兴市场本币政府债券：彭博巴克莱新兴市场本币政府债券总回报指数；新兴市场综合债券 (硬货币)：彭博巴克莱新兴市场硬货币综合债券总回报指数；新兴市场亚洲债券：Markit iBoxx 亚洲 (日本除外) 总回报指数 (美元)。



# 词汇表

**波动性：**这个术语指金融工具价格随着时间推移出现的波动。

**财政政策：**利用政府支出和税收政策来影响宏观经济状况，例如总需求、就业、通胀和经济增长。

**到期期限：**债券或债务凭证的发行人偿还本金（初始投资额）的日期。

**多元化：**常常指“不要把所有的鸡蛋放在同一个篮子里”，多元化意味着投资各类不同的市场、产品和证券，以分散亏损风险。

**公司基本面：**通过关注企业的营收、支出、资产、负债和其他财务指标分析的企业内在价值。

**货币政策：**国家机关控制货币供应量的过程。这常常涉及设定利率目标，旨在促进经济增长和稳定。

**久期：**久期是衡量固定收益投资的价格（本金的价值）对于利率变化的敏感性。基金的平均久期越长，则投资组合对于利率变化越敏感。久期以年数表示。

**量化宽松政策 (QE)：**也称作大规模资产采购，是指央行从市场上购买政府证券或其他金融资产，以增加货币供应量并鼓励贷款和投资的货币政策。

**另类投资：**泛指传统现金和债券以外的投资，可能包括房地产、对冲基金、私募股权和大宗商品投资等。其中一些另类投资可以为投资组合提供多元化的好处。

**通胀：**经济体在某一时期内商品和服务的普遍价格水平上升。

**投资策略：**基金在将收到的来自投资者的资金进行投资时遵循的内部指引。

**资产类别：**显示相似特征、在市场中的行为相似并且受到相同法律法规约束的一组证券。主要的资产类别有股票、固定收益和大宗商品。

**资产配置：**根据投资目标将代表投资者持有的资金分配给各种资产类别，包括股票、债券和其他资产。

# 撰稿人



## 傅伟诚，特许金融分析师

汇丰零售银行及财富管理业务  
集团财富管理副主管

傅氏在投资银行、财富管理及金融市场方面拥有丰富经验，对行业的各个范畴都有深入的了解。作为集团财富管理副主管，他目前正带领投资产品、客户财富规划及投资策略研究的发展。此外，他还负责发展汇丰财富咨询服务。



## 曾伟仙

汇丰零售银行及财富管理业务  
环球财富管理策略研究主管

曾氏负责为世界各地的汇丰零售银行及财富管理客户传播汇丰的投资观点，同时开发具有前瞻性的财富见解和市场研究。曾氏擅长在瞬息万变的金融市场中为客户提供财富远见及投资洞察。此前，他曾在包括汇丰环球投资管理在内的多家私人银行和资产管理公司担任多元资产基金经理。



## 梁芊瑜

汇丰零售银行及财富管理高级投资策略师

梁氏负责为世界各地的同事和客户制定与分享相关、计时且令人深思的市场见解。她的研究领域包括宏观经济学、资产配置、外汇和思想领导力主题。在加入汇丰之前，梁氏是多家全球银行的投资组合策略师和高级分析师，以及一家超高净值家族办公室的首席投资官。



## 卓思敏

汇丰零售银行及财富管理业务研究分析师

作为本刊物的编辑，卓氏专注于让客户理解环球市场的动态，以协助他们作出投资决定。她也负责为遍布全球的零售银行及财富管理客户制作投资战略和包含前瞻性理财见解和研究的资讯。



## Joseph Little

汇丰环球投资管理环球多资产联席首席投资官兼环球首席策略师

Joe 带领汇丰环球投资管理投资战略团队，主要负责宏观经济和多元资产研究分析，以及提供资产配置和投资组合构建的投资策略观点。在此以前，Joe 是汇丰环球投资管理策略资产配置的首席策略师，并为汇丰环球宏观绝对回报基金的基金经理。



## James Antwis

汇丰环球资产管理，分析师

James 负责环球宏观和资产配置研究，是汇丰环球资产管理“机构观点”刊物的撰稿人。James 于 2019 年加入汇丰，此前任职于英格兰银行，主要负责研究中国经济的结构性发展。James 于伦敦卡斯商学院获得投资与金融风险管理理学学士学位，后于巴斯大学获得经济学硕士学位。

## 特约撰稿人



## Karen Ward

摩根大通资产管理公司欧洲、中东和非洲地区执行董事兼首席市场策略师

Karen 在公共政策制定以及经济和财务分析方面拥有丰富的经验。在 2017 年加入团队之前，她曾担任财政大臣经济顾问委员会主席。任职期间，她为财相提供财政政策和英国脱欧等宏观经济问题方面的咨询服务。



## 许长泰

摩根大通资产管理公司亚太地区执行董事兼首席市场策略师

许氏拥有 20 年的从业经验，负责制定摩根大通资产管理公司对于市场、经济和投资的观点，服务于亚洲地区的金融顾问和投资者。凭借丰富的经验和知识，许氏主要通过“市场洞察”计划，以易于理解的方式解释和说明复杂的经济和金融问题。

本文件由位于香港皇后大道中 1 号的香港上海汇丰银行有限公司 (HBAP) 制作。HBAP 在香港注册，隶属于汇丰集团。本文件由加拿大汇丰银行（包括其附属公司汇丰投资基金（加拿大）有限公司、汇丰私人财富管理服务有限公司（加拿大）有限公司，以及汇丰证券（加拿大）有限公司的分支机构汇丰投资通 (HSBC InvestDirect)、汇丰银行（中国）有限公司、法国汇丰、HBAP 及汇丰银行（新加坡）有限公司、中东汇丰银行有限公司和英国汇丰银行有限公司（合称“发布方”）向其客户分发。本文件仅供一般参阅和资讯参考之用。

无论出于任何目的，均不得复制或进一步分发本文件的部分或全部内容予任何人士或实体。本文件不得于分发该文件属非法行为的司法管辖区分发。所有未经允许复制或对本文件的行为，均由使用者负责，并可能引致法律诉讼。本文件所载资料仅作一般资讯参考之用，不构成投资研究或买卖投资产品的建议或推荐。本文件所载的部分陈述可视为前瞻性陈述，提供目前对未来事件的预期或预测。相关前瞻性陈述并非未来表现或事件的保证，并涉及风险和不明朗因素。基于多项因素，实际结果可能与相关前瞻性陈述大不相同。HBAP 及发布方并无义务更新本文件内的前瞻性陈述，亦无义务更新实际结果不同于前瞻性陈述所作预期的原因。本文件并无合约效力，且任何情况下均无意于相关行为不合法的任何司法管辖区招揽或推荐买卖任何金融工具。本文件所载内容反映汇丰环球投资管理于编制文件时的观点及意见，可能随时变更。这些观点未必代表汇丰环球投资管理目前的投资组合分布。汇丰环球投资管理所管理的个别投资组合主要反映个别客户的目标、风险取向、投资期限及市场流动性。

投资价值及所得收益可升亦可跌，投资者可能无法取回最初投资的金额。本文件列出的过往表现并非未来表现的可靠指标，不应依赖文件内的任何预测、预期及模拟作为未来结果的指标。任何涉及海外市场的投资均可能受汇率影响，导致投资价值上升或下跌。与成熟市场相比，新兴市场投资本质上涉及较高风险，而且可能较为波动。新兴市场经济体一般较依赖国际贸易，因此一直并可能继续因贸易壁垒、外汇管制、相对市值受控调整及其他贸易国实施或协商的其他保护性措施而受到不利影响。有关经济体亦一直并可能继续因其贸易国的经济情况而受到不利影响。投资涉及市场风险，请细阅所有计划相关文件。

本文件就近期经济环境提供基本概要，仅供参考。文件并非按照旨在促进投资研究独立性的法律规定编制，并且分发前不受任何禁止交易规定的约束。本文件并非旨在提供会计、法律或税务建议，亦不应视作会计、法律或税务建议而加以依赖。作出任何投资决策之前，应咨询财务顾问。如选择不咨询财务顾问，则须审慎考虑投资产品是否适合。建议在必要时寻求适当的专业意见。

对于取自相信可靠来源但未作出独立查证的第三方资料，我们不就其准确性及/或完整性承担责任。

#### **关于汇丰环球投资管理（加拿大）有限公司 (AMCA) 的重要信息**

汇丰环球投资管理是一家从事投资咨询和基金管理活动的公司集团，最终归汇丰控股有限公司所有。AMCA 是加拿大汇丰银行的全资子公司，但属于单独运营的实体。

#### **关于汇丰投资基金（加拿大）有限公司 (HIFC) 的重要信息**

HIFC 是汇丰互惠基金的主要分销商，通过汇丰全球智选投资组合服务提供汇丰集合基金。HIFC 是 AMCA 的子公司，也是加拿大汇丰银行的间接子公司，在除爱德华王子岛以外的加拿大各省提供产品和服务。互惠基金投资存在风险。请在投资前阅读基金资料。

#### **关于汇丰私人财富管理服务有限公司 (HPWS) 的重要信息**

HPWS 是加拿大汇丰银行的直接子公司，在除爱德华王子岛以外的加拿大各省提供服务。私人投资管理服务是 HPWS 提供的全权投资组合管理服务。根据这项全权委托服务，参与客户的资产将由 HPWS 或其委托的投资组合经理投资于证券，包括但不限于股票、债券、联合基金、互惠基金和衍生品。作为私人投资管理服务的一部分，投资或购买行为可能会使资产的价值经常发生变化，而过去的业绩也可能不会再现。

#### **关于汇丰投资通 (HIDC) 的重要信息**

HIDC 是汇丰证券（加拿大）有限公司的一个部门，该公司是加拿大汇丰银行的直接子公司，但属于单独运营的实体。HIDC 提供只限执行订单服务。HIDC 不会对客户账户持有、客户或授权代表客户交易的任何人所提交的订单进行适当性评估。客户对其投资决策和证券交易全权负责。

对于取自相信可靠来源但未作出独立查证的第三方资料，我们不就其准确性及/或完整性承担责任。

本文件的内容未经任何香港或其他司法管辖区的监管机构审阅。

建议就相关投资及本文件内容审慎行事。如对文件内容有任何疑问，应向独立人士寻求专业意见。

© 版权所有 2019。香港上海汇丰银行有限公司，保留所有权利。有效期截至 2020 年 6 月 30 日。

未经香港上海汇丰银行有限公司事先书面许可，不得以任何形式或任何方式（无论是电子、机械、影印、摄影或其他方式）复制或传送本文件的任何部分或将其任何部分储存于检索系统内。