

2020 年第一季度

發出日期：2019 年 12 月 12 日

# 滙豐尚玉投資展望

助您構建投資組合



與您 成就更多

# 目錄

## 4 概覽

滙豐尚玉投資展望 2020 年第一季度總結

## 6 季度主題

關注四大主題，迎接下一季度

## 12 投資觀點

應該投資什麼？

## 16 滙豐觀點

2020 年美國經濟展望

## 18 外部觀點

「未雨綢繆」

Karen Ward 摩根資產管理董事總經理 歐洲、中東及非洲首席市場策略師

許長泰 摩根資產管理董事總經理 亞洲首席市場策略師

## 20 市場回顧

環球股票和債券市場發生了什麼？

《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。

# 繼續投資，但要降低期望

## 宏觀經濟狀況分析

一年前，當我們概述對 2019 年投資前景的看法時，全球經濟增長良好，企業收益強勁，利率即將節節上升。由於憂慮美國利率將會上升，多個市場大幅波動。

轉眼來到今天，股票市場表現良好，於本年度上升了 20%。不過，儘管表現強勁，但宏觀經濟環境不明朗，被政治風險的陰霾籠罩著。受貿易緊張局勢及其他政治風險影響，經濟學者不斷下調全球經濟增長預期數字。

各間央行先奪頭籌，相繼減息。儘管減息有助帶動市場氣氛，但同時難以想像，如需進一步刺激，利率降低以致產生效應的幅度還有多大。壓力亦因而轉移到財政政策上。不過，隨著美國大選即將來臨，對於這個全球最大經濟體最終將實施哪些財政刺激方案（如有），依然眾說紛紜。只有時間才能證明一切。

## 對股票市場仍然維持正面評價

投資者需要投放資金，而目前現金及優質債券的回報，於大部分市場均難以追上通貨膨脹。很多市場的現金及政府債券都接近零息水平，部分市場更出現負利率！儘管股票預期回報率或會比 2019 年較為溫和，但此現象也是應投資股票的充份佐證。我們亦偏重亞洲及新興市場的高收益債券。

多元化資產（於動盪時期與股市走勢相關性較低的資產）在 2020 年至關重要。持有優質債券的理由主要在於其分散收益：優質債券在波動期間仍可提供最佳保護。另類資產類別亦可發揮關鍵作用。

## 來年三個關鍵

首先，經濟環境不明朗，並不一定代表股市回報欠佳。與現金和債券相比，股票仍具有吸引力，依然是我們的首選。

其次，投資者需在當前的超低利率環境下保持耐性，並接受未來回報或會較為溫和的可能性。考慮建立回報穩定的投資方針，當中包括適度的資本收益與穩定的股息回報。

第三，必須要靈活管理投資組合，以幫助降低風險，並確保可以充分利用市場機會。投資者有充分理由，將投資決策透過多元資產投資組合外判予專家，從而隨時隨地評估風險及機會。

祝願閣下新一年有個好開始。



傅偉誠 特許金融分析師  
滙豐集團財富管理副主管



曾偉仙  
環球財富管理策略研究主管

## 概覽：

環球經濟仍在增長，儘管因政治及貿易不明朗而勢頭減弱。

儘管回報或會處於相對較低的水準，但由於利率處於歷史低位，股票仍更有可能提供比債券和現金更理想的回報。

投資者應繼續投資，但必須在有欠明朗的環境下謹慎行事。預計回報與 2019 年相比會更低，應納入優質債券及其他分散投資工具，以增強穩定性。

傅偉誠

曾偉仙

# 概覽

滙豐尚玉投資展望 2020 年第一季度總結

## 投資主題

1



縱使增長未如理想，  
前路並非一片灰暗

2



低息環境應為喜訊

3



2020 年，股票仍比  
債券優勝

4



「分散投資」存在  
前所未有的重要性

## 投資觀點總覽

### 債券

第四季度觀點 第一季度觀點 變更

成熟市場政府債券	▼	▼	-
新興市場政府債券（本幣）	▲	▲	-
環球投資級別企業債券	▼	▼	-
環球高收益企業債券	▶	▶	-
亞洲高收益企業債券	▲	▲	-

### 股票

環球	▲	▲	-
美國	▲	▲	-
歐元區	▲	▲	-
英國	▲	▲	-
日本	▲	▲	-
新興市場	▲	▲	-
中歐、東歐及拉丁美洲	▶	▶	-
亞洲（日本除外）	▲	▲	-

▲ 「偏高」，代表在一個充分分散投資的典型多元資產投資組合狀況下，對該資產類別持正面傾向。

▼ 「偏低」，代表在一個充分分散投資的典型多元資產投資組合狀況下，對該資產類別持負面傾向。

▶ 「中性」，代表在一個充分分散投資的典型多元資產投資組合狀況下，對該資產類別沒有特定的負面或正面傾向。

資料來源：滙豐環球投資管理，截至 2019 年 12 月 2 日。欲見投資觀點全文，請參閱第 12 頁。

## 我們正在關注的事項



### 央行政策

- 主要央行成員聲明
- 宏觀經濟數據

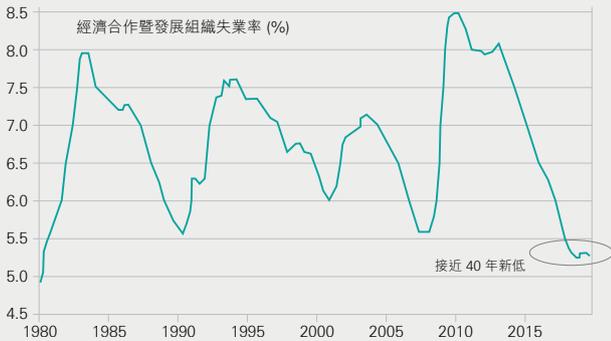


### 地緣政治

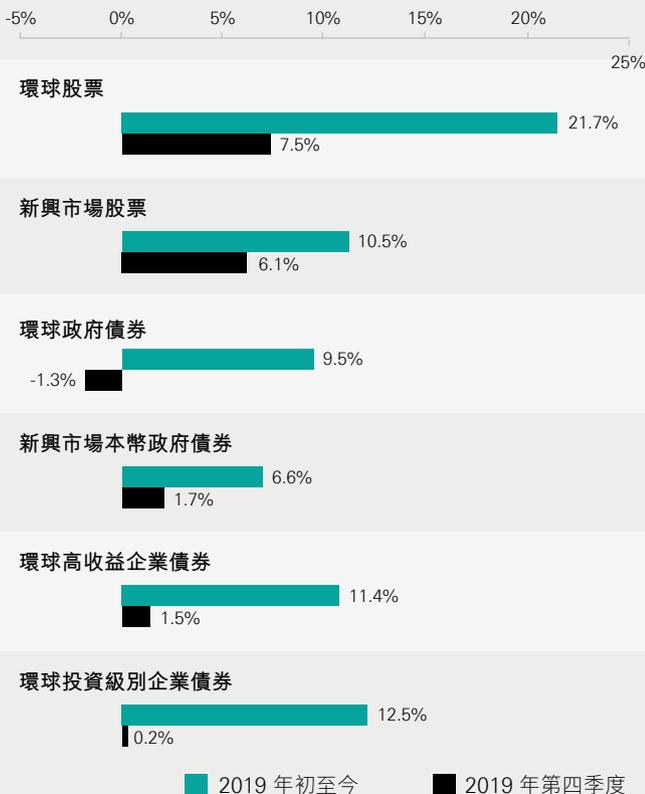
- 中美貿易摩擦
- 英國脫歐談判
- 美國 2020 年大選

## 本季度圖表

全球失業率降至四十年新低<sup>1</sup>



所選擇的資產類別表現<sup>2</sup>



## 主要經濟事件

### 2019 年 12 月

12 月 12 日  
美國聯邦公開市場委員會會議  
歐洲央行會議  
英國大選

12 月 19 日  
日本央行會議  
英國央行會議

### 2020 年 1 月

1 月 23 日  
歐洲央行會議

1 月 28 - 29 日  
美國聯邦公開市場委員會會議

1 月 30 日  
英國央行貨幣政策委員會會議及公佈通脹報告

1 月 31 日  
Mark Carney 離任英國央行行長

### 2020 年 2 月

2 月初  
歐洲委員會冬季經濟預測

### 2020 年 3 月

3 月 12 日  
歐洲央行會議

3 月 17 - 18 日  
美國聯邦公開市場委員會會議

3 月 26 日  
英國央行貨幣政策委員會會議

3 月 26 - 27 日  
歐洲理事會

1. 資料來源：Macrobond、滙豐環球投資管理，數據截至 2019 年 12 月 6 日。投資涉及風險。往績並非未來表現的指標。僅供說明用途。所用指數：經濟合作暨發展組織失業率。

2. 資料來源：彭博，截至 2019 年 12 月 5 日。投資涉及風險。往績並非未來表現的指標。

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。

# 為 2020 年實現 20/20 願景

近幾個月，市場情緒劇變。

自從上一期刊於 10 月發佈以來，市場升幅強勁，美國股市再創新高，而新興市場股市亦因承受風險水平升高而受刺激。投資者似乎已經迅速將夏天的憂鬱情緒拋諸腦後。

可惜政治局勢仍不明朗。雖然中美貿易緊張局勢有所緩和，但距離結束還有漫漫長路。在歐洲，脫歐繼續成為焦點所在；儘管目前看來，無協議脫歐的短期風險似乎經已消退。美國將於 2020 年舉行總統大選，這為其經濟增添不可預測的因素。儘管我們不確定這些風險將有何影響，但宏觀經濟環境必然非常複雜，容易影響市場情緒。

接下來的篇幅分為**四大投資主題**，將於踏入 2020 年之際助您應對投資前景。



1



### 縱使增長未如理想，前路並非一片灰暗

- 貿易緊張局勢損害了經濟活動，對製造業（尤其是韓國及台灣製造業）造成特別嚴重影響。
- 因此，經濟學家預測經濟增長即將放緩。
- 正面來看，各大央行降低利率刺激經濟。同時，美國消費者目前為止並未受到太大影響。

2

### 低息環境應為喜訊



- 政策制定者持續積極刺激經濟增長，美國於 2019 年三度減息，歐洲央行亦重新啟動量化寬鬆，同時宣佈減息。
- 各大央行現需在低利率環境下，面對實施貨幣政策的挑戰。在此環境下，進一步減息的影響或會較小。
- 預計財政刺激措施將於 2020 年，在刺激經濟方面發揮更大效用。

3



### 2020 年，股票仍比債券優勝

- 我們仍然偏重股票及其他風險資產，因與債券相比，其預期收益更高。
- 當前的寬鬆貨幣政策亦會支持風險資產。
- 然而，回報率於 2020 年或會較為溫和。採取保守而穩定的策略，以優渥股息率及保守資本收益為重，或是成功關鍵。

4



### 「分散投資」存在前所未有的重要性

- 在此動盪時期，必須納入可於波幅加劇時提供下行保護的投資產品。
- 因此，我們主張納入優質債券。儘管收益率不高，但優質債券仍可發揮重要的防禦作用。「另類投資」也是另一個選擇。
- 您希望在繼續投資的同時「保持簡單」嗎？讓本行的可靠專家透過多元化資產投資組合，為您管理風險，一起並肩捉緊機遇。

在接下來的幾頁，我們將更深入探討每個主題。

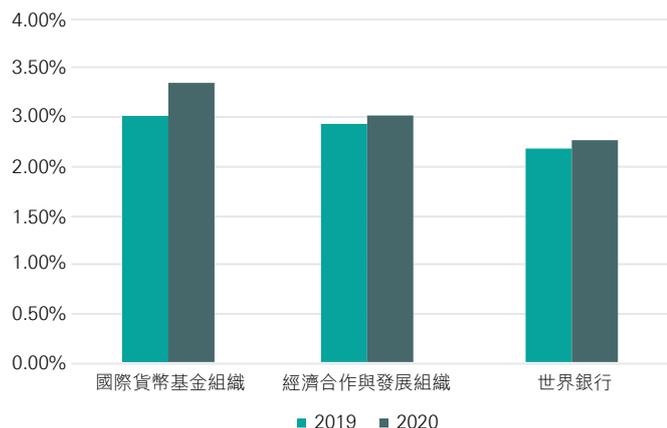
1



## 主題 1

# 縱使增長未如理想， 前路並非一片灰暗

環球經濟增長於 2019 年處於下行趨勢  
但預計將於 2020 年溫和復甦



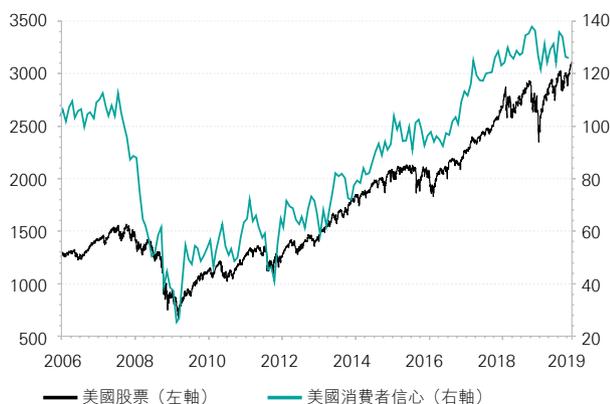
資料來源：國際貨幣基金組織、經濟合作與發展組織、世界銀行，數據截至 2019 年 10 月。投資涉及風險。往績並非未來表現的指標。僅供說明用途。

## 縱使失去增長動力，環球經濟依然呈 上升趨勢

全球大部分大型經濟體的經濟增速於 2019 年<sup>1</sup>放緩，而周期性、結構性及與貿易相關的指標暗示，2020 年經濟前景將更為黯淡。然而，我們不能忽視全球經濟仍在增長。

儘管中國的實際本地生產總值增長率達到 6%，為二十年來最低點，但中國仍然是主要增長動力，也是全球增長率最高的國家之一。

美國股票與美國消費者信心的對比  
消費水平並未受到經濟放緩的不利影響



資料來源：Refinitiv Datastream，數據截至 2019 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。所用指標：標準普爾 500 指數及美國消費者信心指數

## 前景不佳並未對消費者造成太大影響

由於貿易戰影響到供應鏈、傳統出口路線及對汽車與電子產品的需求，企業投資已顯著下降。美國本地生產總值或會從 2018 年的 3.1% 降至 2019 年的 2.3%。儘管如此，縱使消費者是美國經濟的驅動力，但美國消費水平實際上並未遭受太大打擊。這表明美國經濟能抵禦衝擊。

美國經濟有七成是由消費支出驅動<sup>2</sup>。由於失業率處於近幾十年來的最低水平，2020 年不太可能出現衰退。

<sup>1</sup> 於 10 月，國際貨幣基金組織將其對 2019 年的全球增長預測下調至 3.0%，是自 2008 至 2009 年以來的最低水平，並由 2019 年 4 月的《世界經濟展望》下調 0.3%。預測於 2020 年增長回升至 3.4%。

<sup>2</sup> 資料來源：彭博，數據截至 2019 年 12 月 5 日。

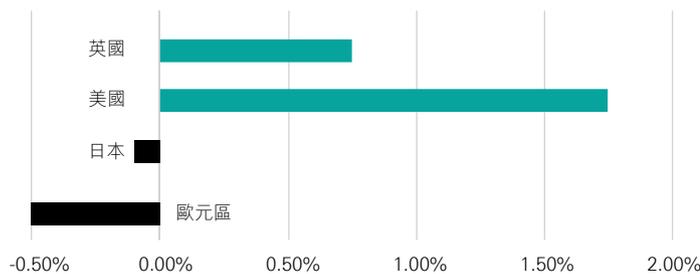
2



## 主題 2

# 低息環境應為喜訊

利率處於歷史低位  
有助帶動股市



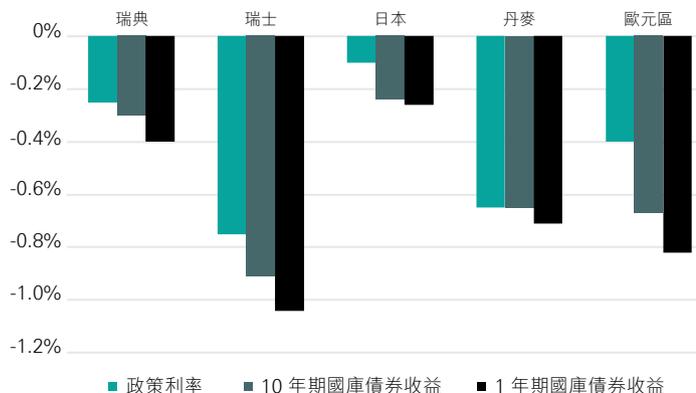
資料來源：彭博，數據截至 2019 年 12 月 6 日。投資涉及風險。  
往績並非未來表現的指標。僅供說明用途。

### 利率經已低企

隨著美國聯儲局再次減息，目前經濟增長似乎有機會持續，尤其因為低利率往往會刺激股市。

在連續三年加息之後，美國於 2019 年引領減息周期，而歐元區將關鍵利率減至負 0.5% 的歷史低位，並重啟債券回購（每月 200 億歐元）。日本亦維持超低利率。

利率可進一步降低嗎？  
負利率的國家及地區



資料來源：Refinitiv Datastream，數據截至 2019 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。

### 預計 2020 年將推出更多直接財政刺激措施

在特定市場中，利率已達零息水平，甚至出現負利率；貨幣政策制定者如要刺激經濟，並無太多選擇。因此，正如印度大減企業稅所示，直接財政刺激措施或會於 2020 年發揮更大作用。

隨著美國即將舉行大選，未來政策方向並不明朗。因此，美國在實施財政刺激措施方面或會受到限制。預計關鍵選舉將為市場帶來波動。

3

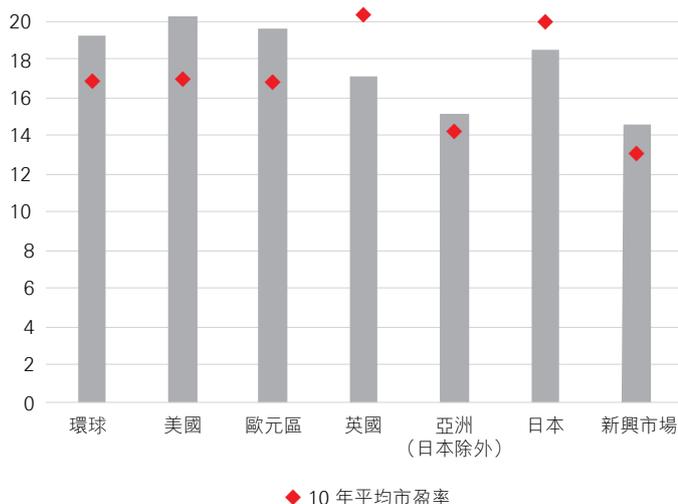


## 主題 3

# 2020 年，股票仍比債券優勝

### 市盈率並不便宜

除英國及日本之外，大多數地區的市盈率趨勢高於其 10 年平均市盈率



資料來源：彭博，數據截至 2019 年 12 月 6 日。投資涉及風險。往績並非未來表現的指標。僅供說明用途。

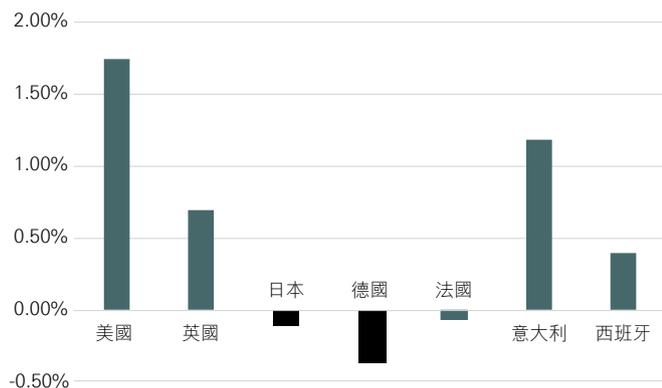
### 股票仍有繼續發展空間

即使 2019 年股票表現再創輝煌，我們仍然認為，由於其預期收益與債券相比更高，客戶應該於 2020 年繼續偏重股票及其他風險資產。持續的低息環境亦有望利好股市。然而，儘管我們偏重股票，但預計回報率將比 2019 年低。

隨著各國央行採取行動維持增長，在股票及特定債券類別（如新興市場和亞洲債券）上維持穩健而保守的收益戰略，也許是 2020 年的上佳選擇，結合低波動性股票尤佳。

### 成熟市場的 10 年期債券收益率不高

但該等債券已證明可增強投資組合的彈性



資料來源：彭博，數據截至 2019 年 12 月 6 日。投資涉及風險。往績並非未來表現的指標。僅供說明用途。

### 在經濟不明朗的情況下採取審慎態度

目前全球走勢難以預測，充斥著令人出乎意料的消息。由於貿易局勢持續緊張，削弱了資本支出，並降低企業收益，各國央行已採取措施，防止進一步的損害。

在我們主張繼續投資股票的同時，讀者亦應保持謹慎，並維持對優質債券的投資，以抵禦短期波動。

4

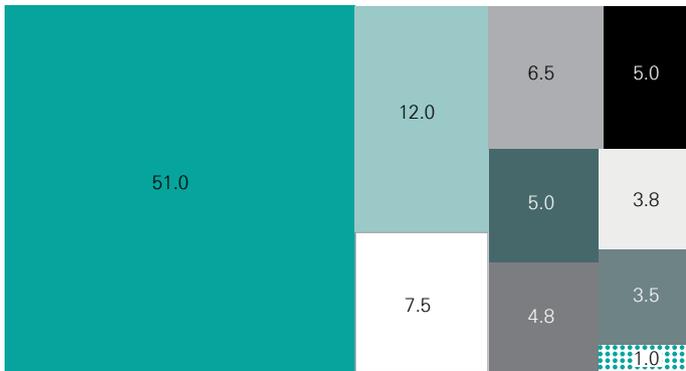


## 主題 4

# 「分散投資」存在前所未有的重要性

### 模擬平衡多元資產組合

分散投資是周期後段的關鍵



- 環球股票
- 趨勢追蹤
- 環球投資級別
- 新興市場債務 (硬貨幣)
- 新興市場政府債券
- 成熟市場政府債券
- 環球高收益
- 現金
- 環球房地產
- 風格因素

資料來源：滙豐環球投資管理，數據截至 2019 年 10 月 31 日。投資涉及風險。往績並非未來表現的指標。僅供說明用途。

### 多元化就是力量

我們必須為市場波動做好準備，並確保投資組合不受持續的政治風險和不明朗因素影響。但具體應如何實行？建立多元資產投資組合，是在金融市場保持投資、同時管理下行風險的最簡單方法。

多元資產策略令投資者能夠在不斷利用新機遇的同時，根據不斷變化的風險因素，迅速調整自己的定位。

### 2019 年平衡投資組合回報強勁

運用 60/40 的股票對債券比例組合在過往十年是成功的策略



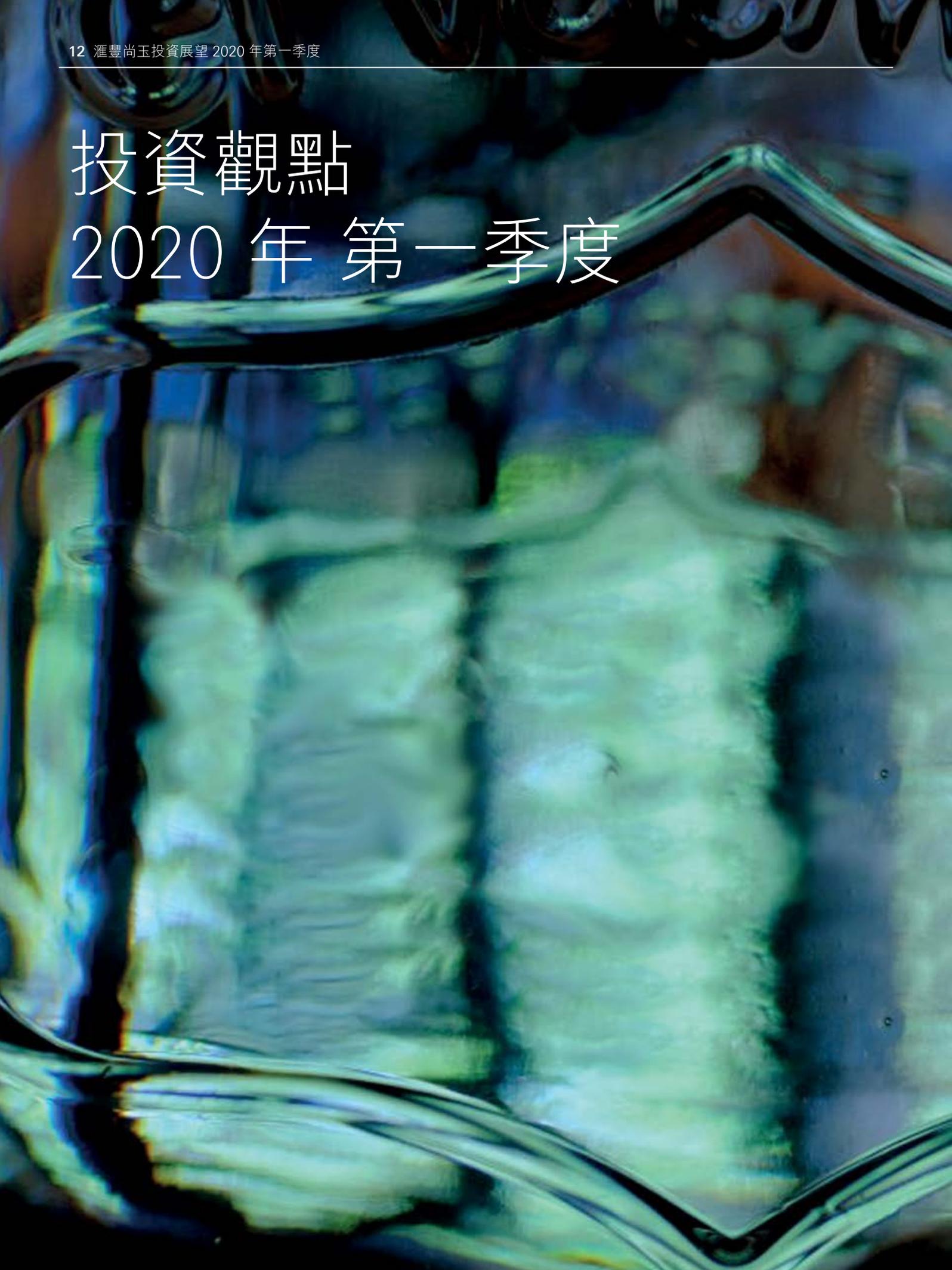
資料來源：滙豐環球投資管理，數據截至 2019 年 12 月 6 日。投資涉及風險。往績並非未來表現的指標。僅供說明用途。

### 透過優質債券及少量另類投資分散風險

儘管我們目前並不非常偏重「避險天堂」政府債券，但我們的確承認，優質政府債券或投資級別債券在分散投資方面，仍然發揮著不可或缺的作用。

「另類」投資為另一種分散投資的方法，因其與傳統資產類別（如股票）的相關性較低。

# 投資觀點 2020 年 第一季度



## 最新觀點：資產類別 (12 個月以上)

- ▲ 「偏高」，代表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」，代表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」，代表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

我們對此資產類別依然維持「偏低」評級。雖然價格回落，收益較早前理想，但我們認為回報仍缺乏吸引力。再者，部分政府債券的利率現已低企，甚至出現負利率，進一步削減的範圍有限。



### 企業債券 環球投資級別

企業債券相對估值過高，信貸基本面亦有惡化跡象。因此，除了對亞洲投資級別債券的評級為「中性」（由於估值估算值有所提高），我們依然維持「偏低」評級。



### 政府債券 新興市場（本幣）

受高預期回報和新興市場貨幣的復甦潛力影響，我們對此類資產類別的評級為「偏高」。



### 企業債券 環球高收益

縱使我們對亞洲高收益債券維持「偏高」評級，但顧及其合理信用風險溢價，我們對環球、美國及歐洲高收益債券維持「中性」評級。高收益債券對增長敏感，如利好貨幣政策引發更大幅增長，則有機會表現良好。



### 環球股票

長遠而言，我們會對全球股票維持「偏高」評級；但我們提倡在未來幾個月內，對資產配置採取更為謹慎的方針，並以多元化為重點。



### 商品

我們正將「其他商品」（黃金除外）從「中性」升級為「偏高」，因在地緣政治風險突然增加的情況下，商品不失為一個良好選擇。我們亦了解另類投資的多元化優勢，有助增強投資組合的抵禦能力。

資料來源：滙豐環球投資管理，截至 2019 年 12 月 2 日。

註：投資觀點建基於下列資料——2019 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 2019 年 11 月 30 日計算的長期預期回報預測、我們的投資組合優化過程，以及實際投資組合比重。有關觀點並不構成購入或出售投資產品的投資意見或建議，相關回報亦不作保證；如有變更，恕不另行通知。如欲了解有關資產類別的觀點，請參閱最新一期的《每月投資》或向閣下的客戶經理查詢。

## 地區股票觀點 (12 個月以上)

- ▲ 「偏高」，代表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」，代表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」，代表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

經濟發展勢頭和利潤增長仍然良好，這意味著 2020 年經濟衰退的風險很低。美國聯儲局透過於 2019 年三次減息，表現了確保經濟持續增長的承擔。



### 歐元區

我們近期較擔憂的事宜，包括德國潛在經濟衰退，以及無協議退歐。歐洲央行的超低利率及量化寬鬆政策有助帶動歐元區股市，勞動力市場表現活躍。歐洲估值相對較低，因此評為「偏高」。



### 日本

過去三個月，由於日本股市估值甚有吸引力，同時受利好貨幣政策帶動，表現跑贏亞洲其他地區。同時，企業現金儲備龐大，資產負債表亦表現強勁，為更高的股息及/或股票回購提供空間。



### 新興市場

我們的正面評級由以下三項因素支持：中國的刺激因素、美國聯儲局的支持措施及新興市場增長及利率較高，為減息提供充裕空間。新興市場經濟體的結構強度亦比以往上升，而此類貨幣在 2019 年兌美元表現欠佳後，仍有升值空間。



資料來源：滙豐環球投資管理，截至 2019 年 12 月 2 日

註：投資觀點建基於下列資料——2019 年 11 月期間舉行的滙豐環球投資管理資 配置區域會議、滙豐環球投資管理於 2019 年 11 月 30 日計算的長期預期回報預測、我們的投資組合優化過程，以及實際投資組合比重。有關觀點並不構成購入或出售投資產品的投資意見或建議，相關回報亦不作保證；如有變更，恕不另行通知。如欲了解有關資產類別的觀點，請參 最新一期的《每月投資》或向閣下的客戶經理查詢。



### 英國

由於英國股票估值吸引，我們對其評級為「偏高」。然而，近期英鎊升值，或會對從英國境外獲取收入的英國跨國公司造成負面影響。同時，無協議退歐的短期風險（目前）經已消退。



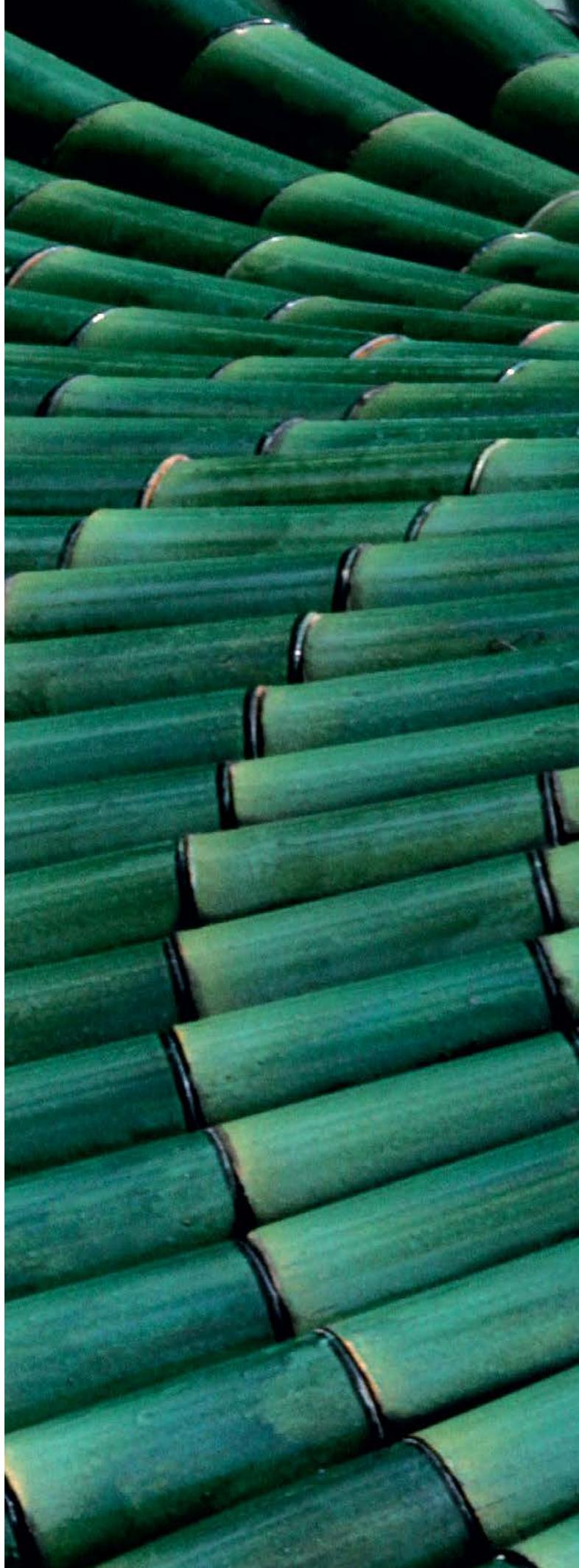
### 中歐、東歐及拉丁美洲

由於拉丁美洲出現增長勢頭放緩及政治緊張局勢加劇的跡象，承擔股本風險的可能性減低，我們的評級為中性。同時，中歐和東歐部分地區增長吸引，但鑑於與歐元區的疲軟經濟有連繫，其前景可能會惡化。



### 亞洲（日本除外）

由於目前亞洲的增長水平領先全球，存在吸引的預期回報，因此我們偏重此資產類別。隨著新興中產階級與5G網絡技術的出現，消費趨勢有所上升；而更強勁的宏觀與人口因素，為亞洲及中國當局提供了進一步刺激貨幣及財政政策的空間。



## 概覽

儘管美國 2019 年經濟增長放緩，受不明朗因素籠罩，但美國聯儲局的鴿派政策預計將繼續推動市場。

雖然總統大選結果無疑會影響市場表現，但基於估值的經驗評估提供了更可靠的指標。

儘管股息很可能會佔更大比例，但高風險股票策略仍可於 2020 年獲得回報。

## 滙豐觀點

# 2020 年美國經濟展望



**Joseph Little**  
滙豐環球投資管理  
環球多元資產聯席資訊總監  
環球首席策略師



**James Antwis**  
滙豐環球投資管理  
分析師

## 2020 年美國經濟展望

隨著中美貿易局勢越趨緊張，減稅措施的影響減弱，加上經濟前景不明朗，2019 年美國經濟增長放緩。增長放緩及國庫券曲線倒掛引起對衰退的憂慮，加上部分指標反映經濟處於周期後段（包括 50 年來最低的失業率 and 企業利潤緊縮）。儘管如此，滙豐環球投資管理的 **Nowcast**（使用「大數據」實時增長的估算值）仍以略高於趨勢的速度運行。我們預計，經濟增長於 2020 年將維持 2% 左右的「趨勢式」增長率。

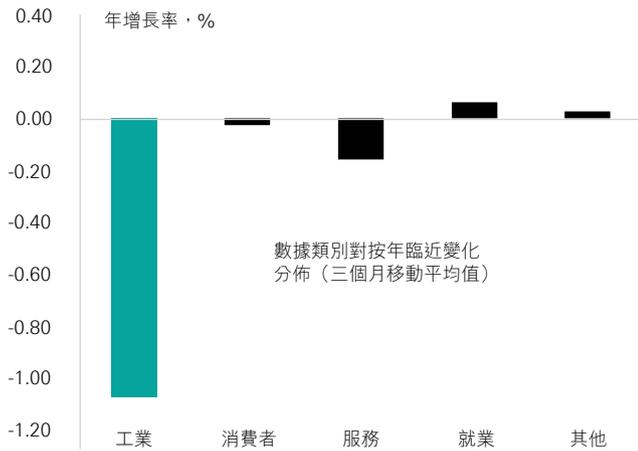
目前，經濟活動受服務業支持，反映家庭開支的力量強勁，而美國勞動力市場亦相當健康。受亞洲技術周期及全球汽車需求疲軟拖累，大型工業、製造業及投資業表現欠佳（圖 1）。儘管如此，我們亦可發現「周期性觸底」的跡象。然而，地緣政治仍然充滿不明朗因素，我們預計局勢將會維持。對我們而言，環球經濟處於結構性的「不明朗時代」，對增長持續構成挑戰。但我們仍然認為，美國聯儲局 2019 年的「政策重點」有助抵消這些不利因素，並維持經濟增長。去年此時，市場預計 2019 年會加息 50 個基點。相反，當局減息 75 個基點。

我們預計於 2020 年，由於經濟前景面臨風險，以及官員對疲弱的通脹壓力日益擔憂，美國聯儲局將保持鴿派作風。儘管政策制定者已暗示將迎接一段穩定時期，但如經濟出現嚴重惡化跡象，形勢或會迅速改變。另一方面，緊縮政策的門檻有機會提高。

## 美國大選對美國股票及債券市場的影響

自 1929 年以來，標準普爾 500 指數於總統大選年平均升值 7%，而非大選年則為 5%（此為未有考慮通貨膨脹）。雖然收益會根據勝出者而有不同走勢（不包括異常大選結果），我們發現民主黨總統在任期內的平均年度化回報為 8.1%，而在共和黨總統的任期內則為 5.5%。然而，世事無絕對。請務必謹記，政府在日新月異的政治和經濟環境下運作。

圖 1：美國 Nowcast 分佈



資料來源：滙豐環球投資管理，截至 2019 年 10 月。  
註：往績並非未來回報的可靠指標。

無論由哪個黨派或哪位候選人贏得 2020 年大選，單憑這一點都不足以確定未來的市場價格。相反，我們必須從有紀律、基於長期估值的方法建立觀點，這個方法亦與宏觀經濟趨勢及企業基本面相關。

在企業基本面方面，今年的信用質素及盈利能力均有所下降。壞賬率於 2019 年上升了約一個百分點；而今年夏天，全球評級的降級數量於兩年來首次超過升級數量。企業盈利能力的增長亦有所放緩。然而，鑑於基準宏觀前景相對較為理想，我們仍然預計每股收益於 2020 年將達到中等水平的個位數增長。

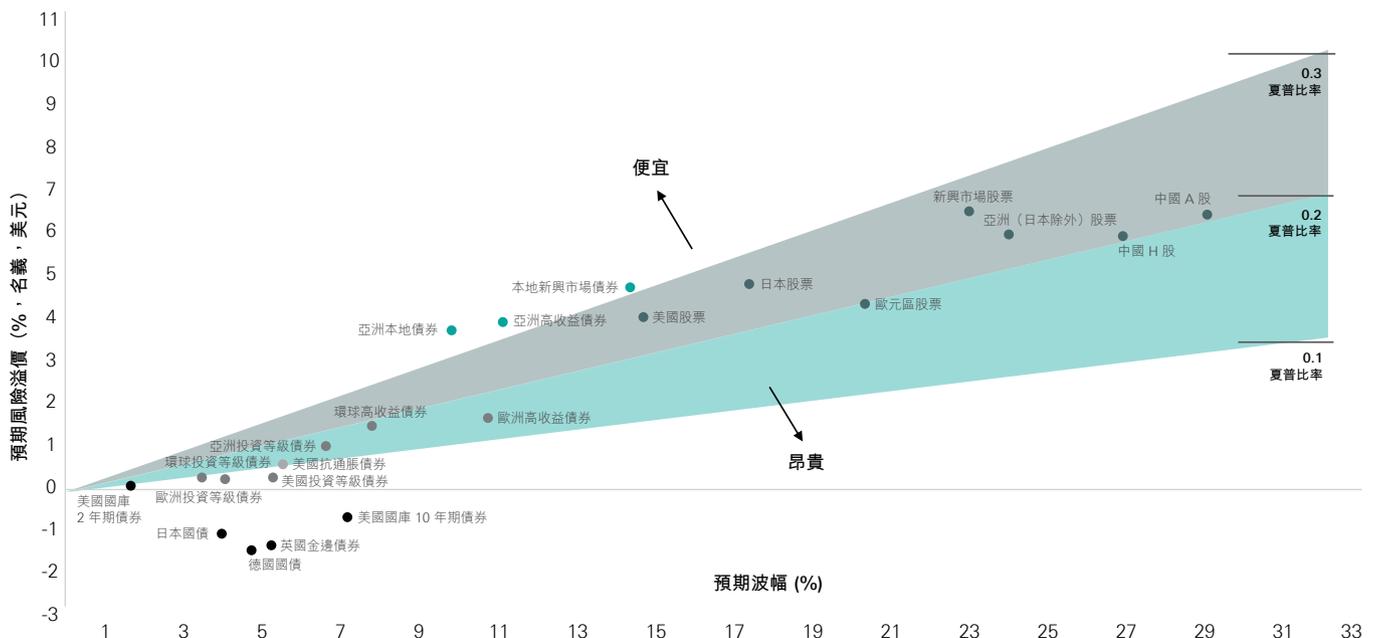
### 我們對美股有什麼最新看法？

就宏觀經濟和股票回報而言，美國過去十年來表現極佳。美國經濟平均增長速度遠超其他發達國家，企業盈利能力亦令人嘆為觀止。

今年，美股回報率已超過 20%，主要受聯儲局在經濟增長速度仍高於趨勢時採取寬鬆政策所驅動。然而，展望未來，我們需對可實現的目標更加現實。前景的上行風險或受不明朗因素加劇限制，而下行風險則受政策支持所限。

經濟增長放緩，加上企業基本面疲軟，將對前景造成一定壓力。儘管如此，股票估值仍相當吸引，尤其是相對於信貸及政府債券（包括國債）等其他資產類別而言（圖 2）。踏入 2020 年，我們認為合理的名義回報率約為 6%，同時每股盈利升幅將達到中等水平的個位數增長。股息佔整體回報的部分將會增加。

儘管前景較為保守，但投資者不應急於實施高防守型的資產配置，否則或會帶來高昂成本。即使面對現時的不確定時期，我們認為保留包括美股在內、風險較高的多元化策略亦是適當之舉。



資料來源：滙豐環球投資管理，截至 2019 年 12 月。僅供說明用途。  
\*全球固定收益資產顯示為對沖美元。本地新興市場債務、股票及另類資產則顯示為未對沖

## 概覽

在經濟不明朗的時期，有多種方法可保護您的投資組合，同時仍可賺取投資回報。

儘管固定收益是任何保守型資產分配的要素，您亦可考慮高股息股票及另類投資，進一步增加選擇。

一如既往，分散投資是未雨綢繆的投資策略關鍵。如市場出現波動，您會很慶幸自己早已做好準備。

## 外部觀點

# 「未雨綢繆」



**Karen Ward**

董事總經理  
歐洲、中東及非洲  
首席市場策略師 摩根資產管理



**許長泰**

董事總經理  
亞洲首席市場策略師  
摩根資產管理

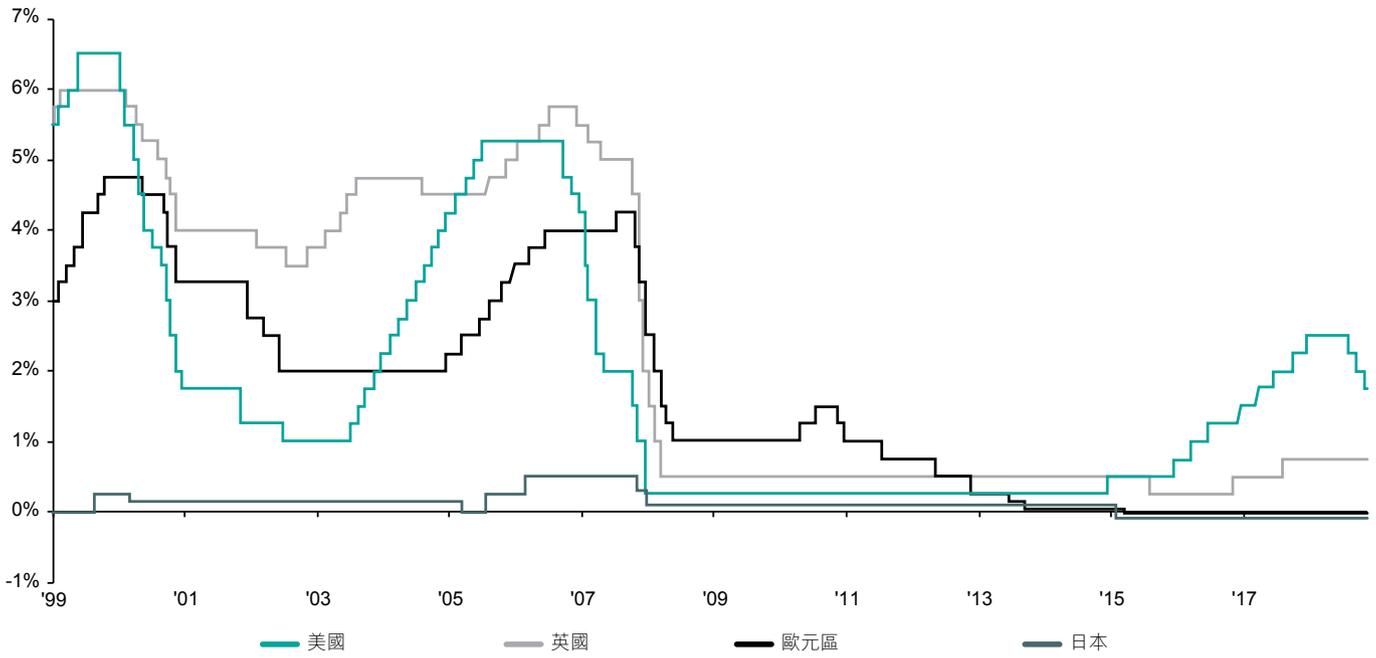
攜帶雨傘外出或會帶來不便，但若然真的下雨，您將萬分慶幸。投資方面亦然。隨著我們更深入探討經濟周期，投資者或會希望考慮選擇**高股息的防守型股票、優質固定收益或特定的另類資產**，以渡過地緣政治不明朗的難關，同時在利率下跌期間仍可跑贏現金表現。

儘管在投資世界並無絕對，但固定收益可提供一定程度的可預測性：投資債券時，您會清楚債券的收益水平。同理，購買高股息股票時，您可以追蹤其管理歷史記錄，查看股票過往會否穩定支付股息。投資基礎設施、運輸或房地產基金時，您會知道收費公路、貨櫃船或物業每年可以收取多少租金或收入。

我們認為，專注於多元化的固定收益、高股息股票及另類資產投資組合，而非僅關注一種資產類別，是投資策略的不二之選。固定收益應作為投資組合的基礎，然後可與選定的高股息股票及另類投資重疊。

為甚麼？因為短期政府債券及優質企業債券等固定收益資產，其波動性仍低於股票。此外，我們目前預計世界各地的央行將於一段長時間內維持低利率，並於未來 1 至 2 年進一步減息。這代表政府債券收益率或會進一步下降，從而導致其價格上漲。

圖表 1：央行利率

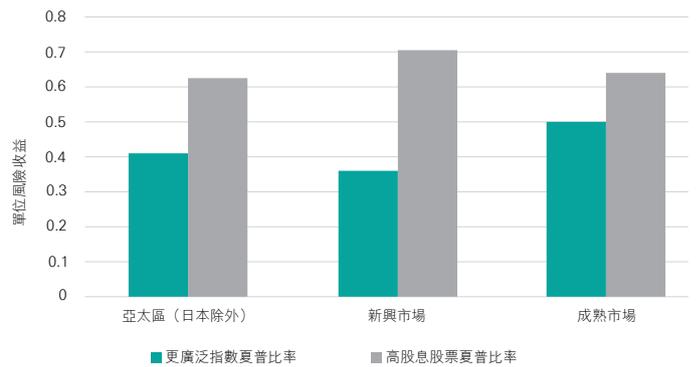


資料來源：摩根資產管理、FactSet，截至 2019 年 11 月 15 日。

同時，優質企業信貸的壞賬率一般較低。既然如此，有何結論？投資者應採取靈活對策，考慮不同類型的固定收益，而非著眼於一個特定領域。如投資者願意分配各種固定收益策略，應可利用不同的市場機遇，並有可能獲得更好的收益

在高股息股票方面，投資者可以專注於對經濟周期較不敏感的行業。公共事業、醫療保健及消費必需品等，都是在經濟衰退時期亦能保持相對穩定收益的行業，股息收益率一般亦較高。其價格比固定收益的價格波動較大，因此按市價計價的收益或損失相對更大。對於長期投資者而言，這並非大問題。從圖表 2 可以發現，相對除日本以外的亞太地區、新興市場及成熟市場股票，高股息股票的夏普比率（單位風險收益）一般較高。夏普比率表示資產收益對投資者承擔風險的補償程度。比較兩種資產時，對於相同的風險，夏普比率較高的資產會提供更好的回報（等於對於較低的風險，具有相同回報）。

圖表 2：高股息股票的夏普比率高於廣義指數



資料來源：摩根資產管理、FactSet、摩根士丹利資本國際，截至 2019 年 10 月 31 日。

基礎建設、運輸及房地產等另類資產，對股票市場及其他風險資產的敏感性亦較低。最重要的是，此類資產類別可提供穩定而吸引的收入，於當前低收益債券環境中為關鍵優勢。

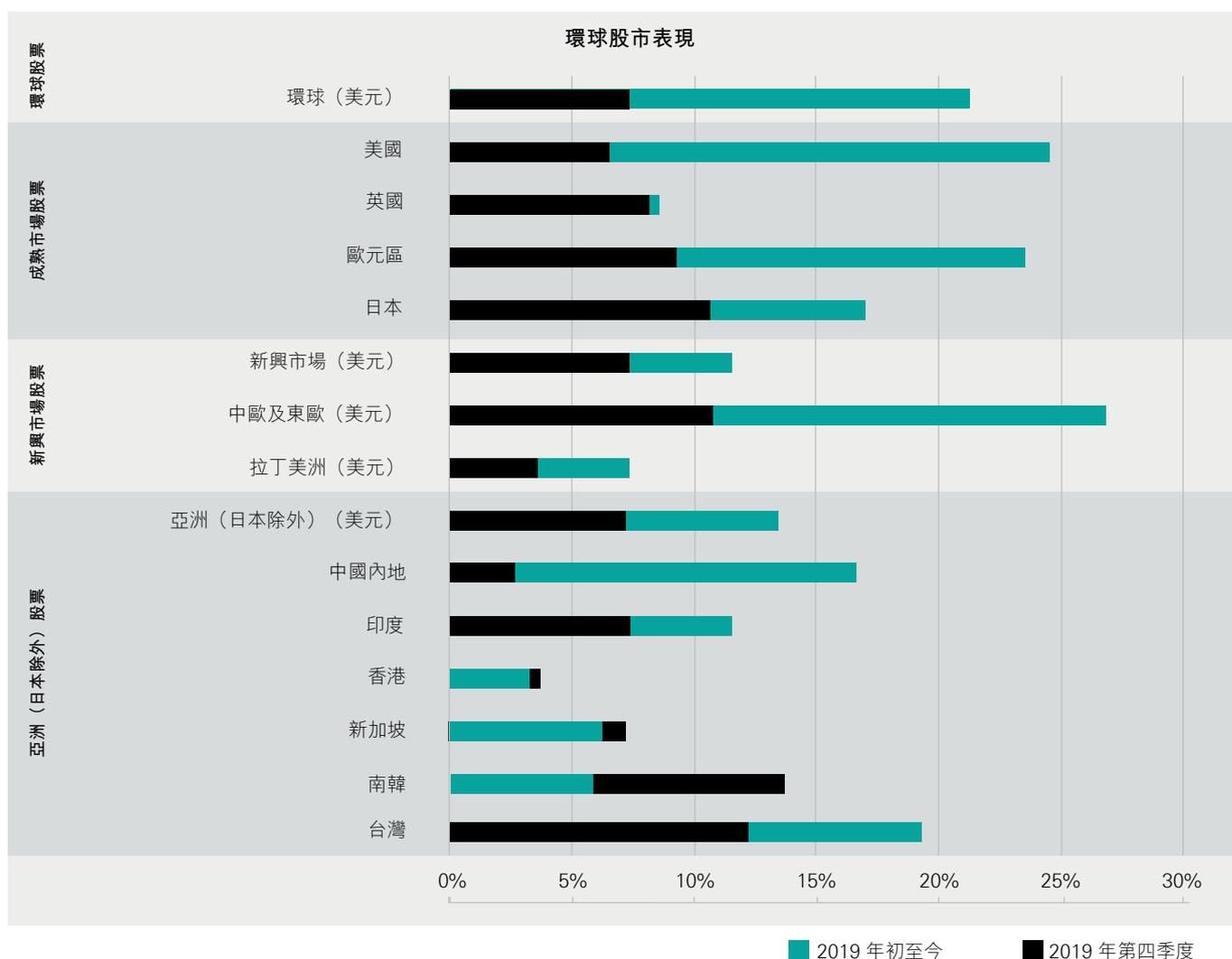
簡而言之：儘管將部分資金分配予「防守型」資產也許並非最令人雀躍的投資決定，但市場動盪時，您一定會萬分慶幸。

# 市場回顧

## 股票

2019 年最後一季有「最後衝刺」跡象。全球股市受到多個利好因素刺激，其中包括美國第三次減息、中美貿易緊張局勢緩和，以及企業盈利熱潮，緩解了市場對全球增長大幅放緩的擔憂。

歐洲第三季度本地生產總值表現勝於預期，而中美貿易緩和及美歐貿易的緊張局勢則刺激了股市。同樣地，由於中美第一階段貿易協議有改善跡象，台灣經濟受強勁的科技行業前景帶動，亞洲股市上漲。最後（儘管可能難以置信），在持續超過十年的牛市後，美國股市於 11 月達到另一個高峰。



資料來源：彭博，截至 2019 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。

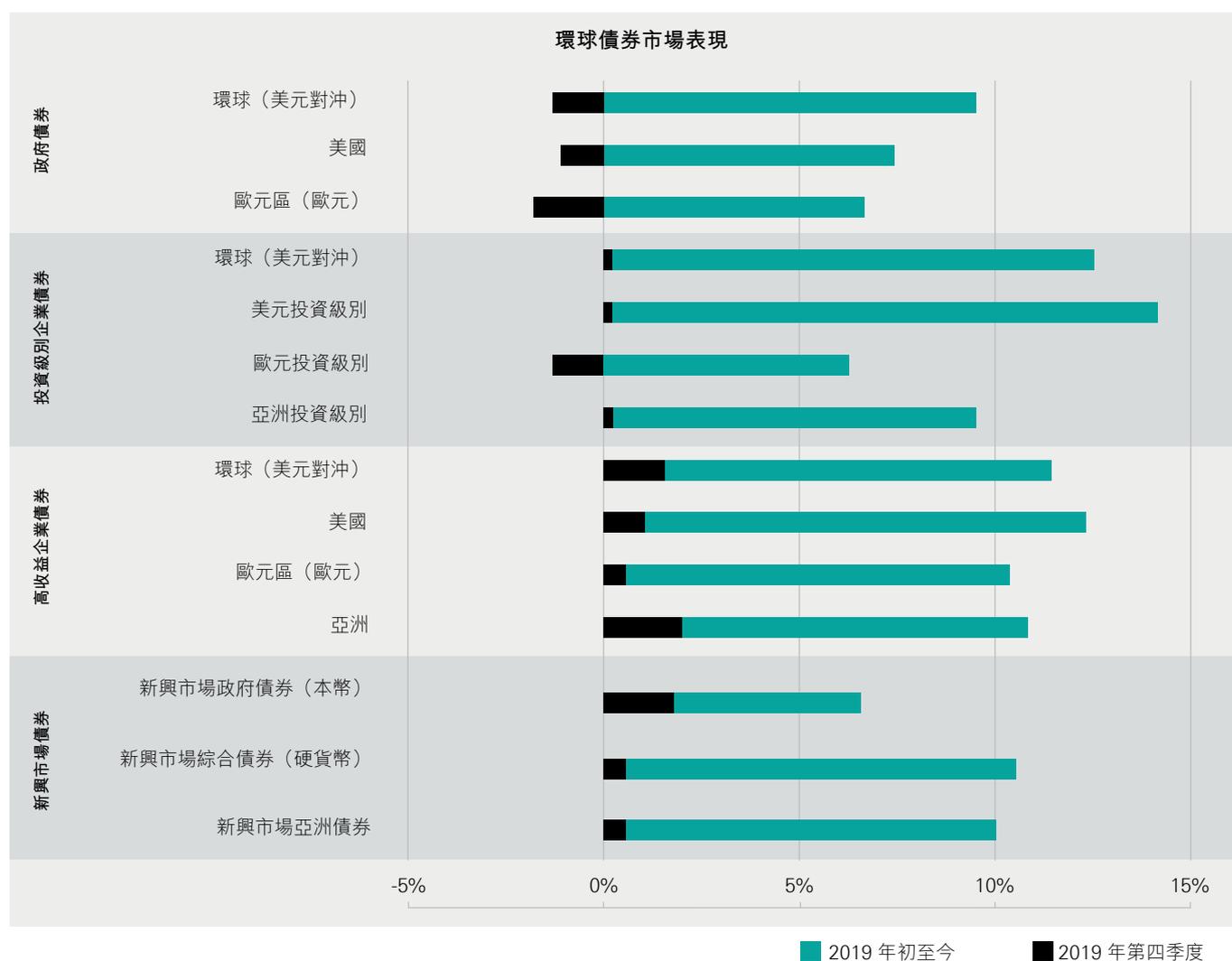
註：除非另有說明，否則資產類別的總回報以當地貨幣顯示。股票表現由不同指數列示——環球股票：摩根士丹利全球總回報淨額指數（美元）。美國：美國標準普爾 500 指數（美元）。英國：英國富時 100 指數（英鎊）。歐元區：歐洲道瓊斯歐洲 50 指數（歐元）。日本：日本日經 225 平均指數（日圓）。新興市場：摩根士丹利新興市場總回報淨額指數（美元）。中歐及東歐：摩根士丹利新興東歐市場總回報淨額指數（美元）。拉丁美洲：摩根士丹利新興拉丁美洲市場總回報淨額指數（美元）。亞洲（日本除外）：摩根士丹利亞太（日本除外）總回報淨額指數（美元）。中國：上海證券交易所綜合股價指數（人民幣）。印度：標準普爾 BSE SENSEX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

## 債券

隨著價格於 2019 年最後幾個月回落，債券收益率上升。在這幾個月，全球「風險承擔」情緒再次浮面，對優質債券及其他避險資產的需求下降。

由於投資者選擇出售此類資產，與上一季度形成鮮明對比。美國 10 年期國庫券需求疲軟，收益率由 8 月的 1.45% 谷底攀升至 11 月的 1.95% 高峰，然後在 12 月於 1.84% 維持穩定。

至於企業債券，由於投資者的持續需求，加上企業希望利用低融資成本的優勢，發行渠道保持活躍。美國收益率曲線不再倒掛，或表示投資者不太擔心經濟衰退。



資料來源：彭博，截至 2019 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：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；長期國庫債券：彭博巴克萊長期美國國庫券總回報指數；短期國庫債券：彭博巴克萊短期國庫券總回報指數；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)。



# 詞彙表

**另類投資：**泛指除傳統現金及債券以外的投資，當中或包括房地產、對沖基金、私募股權及商品投資等。當中一些投資或會在投資組合中提供多元化收益。

**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。

**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。

**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。

**波動性：**指金融工具價格隨著時間過去出現的波動。

**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。

**貨幣政策：**國家/地區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。

**量化寬鬆 (QE)：**又名大規模資產購買計劃，屬於一種貨幣政策。央行藉此從市場上購買政府證券或其他金融資產，以增加貨幣供應量並鼓勵貸款及投資。

**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。

**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。

# 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。作為滙豐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。



## 梁芊瑜

滙豐零售銀行及財富管理業務高級投資策略師

梁氏負責為世界各地的滙豐同事和客戶制定與分享相關的市場見解，包括宏觀經濟、資產分配、外匯和前瞻性的研究報告。在加入滙豐之前，梁氏是多家全球銀行的投資組合策略師和高級分析師，以及一家超高淨值家族辦公室的首席投資官。



## 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。



## Joseph Little

滙豐環球投資管理、環球多元資產聯席資訊總監、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策略觀點。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。



## James Antwis

滙豐環球投資管理  
分析師

James 負責環球宏觀和資產配置研究，並參與發展滙豐環球資產管理的「內部瀏覽畫面」。在 2019 年加入滙豐銀行之前，James 曾在英格蘭銀行工作，主要負責中國經濟的結構性發展。James 擁有英國巴芙大學經濟學碩士學位，以及倫敦卡斯商學院投資與金融風險管理理學士學位。

## 客席撰稿員



## Karen Ward

摩根資產管理董事總經理、歐洲、中東及非洲首席市場策略師

Karen 在公共政策制定及經濟與財務分析方面，都擁有豐富經驗。在 2017 年加入摩根之前，她曾擔任英國財政大臣經濟顧問委員會主席。在此職位，她就財政政策及英國脫歐等宏觀經濟問題，為財政大臣提供意見。



## 許長泰

摩根資產管理董事總經理、歐洲、中東及非洲首席市場策略師

許氏擁有 20 年行內經驗，負責制定並向摩根資產管理亞洲區財務顧問及客戶傳播市場、經濟及投資觀點。許氏擅長以深入淺出的方式闡釋複雜的經濟及金融議題，主要透過市場見解計劃進行。

本文件乃由香港中環皇后大道中 1 號香港上海滙豐銀行有限公司（「香港上海滙豐」）編製。香港上海滙豐於香港註冊成立，為滙豐集團的一部分。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（「HIFC」）、滙豐私人財富管理服務（加拿大）有限公司（「HPWS」），以及滙豐證券（加拿大）有限公司的分支機構滙豐投資通（「HIDC」）、滙豐銀行（中國）有限公司、法國滙豐、香港上海滙豐、滙豐銀行（新加坡）有限公司、中東滙豐銀行有限公司（UAE）及英國滙豐銀行有限公司（合稱「發布方」）向其客戶分發。本文件僅供一般傳閱及參考用途。

無論基於任何原因，本文件所載之部分或全部內容均不得複製或進一步發放予任何人士或實體。如於某司法管轄區內分派本文件屬違法，則不得於該司法管轄區內分派本文件。所有未經允許之複製或使用本文件，均屬使用者的責任，並有機會引致法律訴訟。本文件只提供一般性資料，文件內所載的觀點，不應被視為投資研究、出售或購入投資產品的意見或建議。文件內所載的部分陳述可能會被視為前瞻性陳述，並提供目前預測或未來的事件預估。相關的前瞻性陳述對未來表現或事件概不作出保證，並涉及風險及不確定性。基於多項因素，實際結果可能與相關前瞻性陳述大不相同。香港上海滙豐及分銷商對更新本文件內的前瞻性陳述，或對提供實際結果與前瞻性陳述的預測不同的原因，不作出任何承諾。本文件並無契約效力，在任何情況下，於任何司法管轄範圍內均不應被視為促銷或建議購入或出售任何金融工具，而此等建議並不合法。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，投資者有機會未能取回投資本金。本文所載之過去業績並不代表將來的表現。本文所載之任何預測、估計及模擬均不應被視為將來表現的指標。任何涉及海外市場的投資，均有機會受到匯率兌換所影響而令投資價值上升或下跌。與已發展市場相比，新興市場投資涉及較高風險，而且較為波動。新興市場的經濟大幅取決於國際貿易，因此一直以來並可能繼續會受貿易壁壘、外匯管制、相對幣值控制調整及其他貿易國實施或協商的保障措施不利影響。而此等經濟體系亦會或繼續受到其他貿易國的經濟狀況的負面影響。投資涉及市場風險，請細閱所有與投資相關的文件。

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。本文件不擬提供且投資者不應加以依賴以作會計、法律或稅務意見。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。

我們對於任何第三方資料的準確性及/或完整性所引致的損失概不負責。有關資料乃取自我們相信可靠的來源，然而我們並無作出獨立查證。

#### **有關滙豐環球投資管理（加拿大）有限公司（「AMCA」）的重要資料**

滙豐環球投資管理從事投資顧問和基金管理業務，包含多間公司，由滙豐控股有限公司最終持有。滙豐環球投資管理（加拿大）有限公司為加拿大滙豐銀行的全資附屬公司，屬獨立實體。

#### **有關滙豐投資基金（加拿大）有限公司（「HIFC」）的重要資料**

滙豐投資基金（加拿大）有限公司是滙豐互惠基金的主要分銷商，並為滙豐集合基金提供滙豐環球智選投資組合服務。滙豐投資基金（加拿大）有限公司是滙豐環球投資管理（加拿大）有限公司的附屬公司，同時也是加拿大滙豐銀行的間接附屬公司。滙豐投資基金（加拿大）有限公司在加拿大所有省份（愛德華王子島除外）提供其產品及服務。互惠基金投資受風險影響，請在投資前閱讀基金資料。

#### **有關滙豐私人財富管理服務（加拿大）有限公司（「HPWS」）的重要資料**

滙豐私人財富管理服務（加拿大）有限公司是加拿大滙豐銀行的直接附屬公司，其服務遍及加拿大各省（愛德華王子島省除外）。私人投資管理服務是滙豐私人財富管理服務（加拿大）有限公司提供的全權委託投資組合管理服務。根據這項全權委託服務，參與客戶的資產將由滙豐私人財富管理服務或其委託的投資組合經理投資於證券，包括但不限於股票、債券、匯集基金、互惠基金和衍生工具。作為私人投資管理服務的一部分，投資或購買的價值可能頻繁變化，以往的表現可能未必重複。

#### **有關滙豐投資通（「HIDC」）的重要資料**

滙豐投資通（HSBC InvestDirect）是滙豐證券（加拿大）有限公司的分支機構，以及加拿大滙豐銀行的直接附屬公司，屬獨立實體。滙豐投資通（HSBC InvestDirect）僅提供執行訂單服務。滙豐投資通（HSBC InvestDirect）不會對客戶帳戶結存或客戶或其授權代表交易的任何人提交的訂單進行適合性評估。客戶對其投資決策和證券交易承擔全部責任。

我們對於任何第三方資料的準確性及/或完整性所引致的損失概不負責。有關資料乃取自我們相信可靠的來源，然而我們並無作出獨立查證。

本文件的內容未經任何香港或任何其他司法管轄區的監管機構審閱。

建議您就相關投資及本文件內容審慎行事。如您對本文件的內容有任何疑問，應向獨立人士尋求專業意見。

© 版權所有 2019。香港上海滙豐銀行有限公司。保留一切權利。到期日：2020 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）複製或傳送本刊物任何部分或將其任何部分儲存於檢索系統內。