

2019 年第四季度

發出日期：2019 年 10 月 3 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 2019 年第四季度總結

## 6 投資觀點

應該投資什麼？

## 10 季度主題

關注四大主題，迎接下一季度

## 16 滙豐觀點

「Q&A：不穩局勢下如何分配資產」

Hussain Mehdi，滙豐環球投資管理宏觀及投資策略師

## 18 滙豐觀點

「了解中美貿易爭端」

## 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。

# 動蕩時期，市場仍能沉著面對困局

在上一季度，我們形容世界經濟局勢「如坐針氈」。此後，受地緣政局不明朗、時斷時續的貿易紛爭和增長放緩影響，市況偶爾看似到達一個轉折點，特別是以製造業為主的國家更為顯著。

有見市場前路未見清晰，我們預計波幅將會持續，但同時相信市場仍然能沉著面對困局—在此—解釋：

## 中央銀行：迎接挑戰

美國聯邦儲備局 (Fed) 已快速落實一系列減息措施；歐洲央行亦有進一步減息，並重新推行量化寬鬆政策 (QE)<sup>1</sup>。該等措施自 2008 年或歐元區債務危機起就未曾復見（儘管是次規模較小），反映各國顯然有意避免嚴重經濟危機。如果央行政策不足以應對，各國政府表明可能會減稅，或直接投資於經濟體系。在合力推動下，我們認為有關措施可避免嚴重經濟損失。

## 是否足以促進市場

現時難以定奪。我們認為，市場已經將上述減息因素考慮在內，故此今年表現強勁。然而，投資者保持謹慎亦可理解。

## 那麼，您應如何投放資金呢？

投資者總要將資金存放在某個地方。在第 16 頁，我們解釋了為何股票仍是長遠投資之選。就現時的收益率而言，現金和債券的回報並不吸引。鑑於利率處於低點，而部分現金利率更低於通脹，現金持有者面臨購買力下降的風險。同時，債券收益整體並不吸引，部分日本和歐洲政府債券更錄得負收益率，代表投資該資產類別的人士其實入不敷支。

## 股票仍然被看高一線

沒錯，相比現金和債券，我們仍然偏重股票。但此說法建基於長期的投資策略考慮，亦即一年或更長時間；在此期間，我們認為股票的預期收益會超出其他資產類別。但從短期來看，投資者在考慮較高風險的資產時應保持謹慎，尤其是在市場形勢緊張，容易遭受下行衝擊影響的時候。

## 對投資組合的影響

投資者應確保投資組合適當分散，且繼續投資。維持適當的投資於股票，同時考慮將低波幅股票策略應用於投資組合。儘管優質債券現時無法提供豐厚回報，但它們可於市場動盪時期發揮良好表現，對大部分投資組合而言仍然擔當不可或缺的角色。如對下一步行動抱有疑問，請優先考慮多元資產方案，將繁複的任務留待專家處理，同時確保風險水平適當分散。



傅偉誠，特許金融分析師  
滙豐集團財富管理副主管



曾偉仙  
滙豐環球財富管理策略研究主管

## 概覽：

### 三點投資組合策略

仔細監控風險，避免過度冒險

進行長期投資並優先考慮股票，而非現金和債券

混入優質債券分散風險，或改行低波幅股票策略

傅偉誠

曾偉仙

1. 量化寬鬆是一種貨幣政策，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。

# 概覽

滙豐尚玉投資展望 2019 年第四季度總結

## 投資主題

1



避免過度承受短期風險

2



市況波動下長期投資

3



考慮採用低波幅股票策略

4



為投資組合引入「避險」資產

## 投資觀點總覽

### 債券

|              | 第三季度觀點 | 第四季度觀點 | 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    | ▶      | ▶      | -  |

### 股票

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

- ▲ 「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 10 月。欲見投資觀點全文，請參閱第 6 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，特別是美國和中國
- 嶄新貨幣及財政寬鬆措施



### 地緣政治

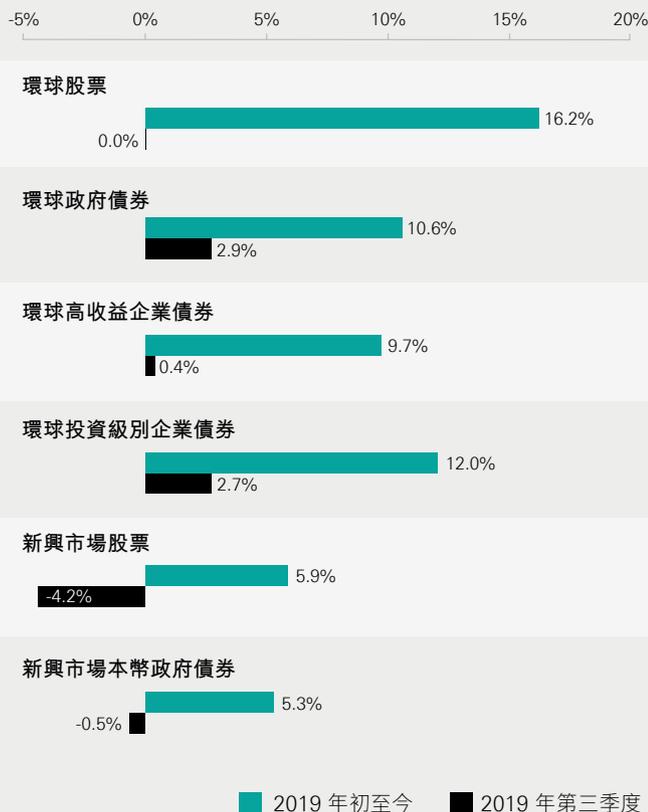
- 中美貿易摩擦
- 美國保護主義
- 英國脫歐談判
- 產油國家的地緣政治發展

季度圖表，詳情請見第 14 頁

標準普爾 500 低波動率指數，與標準普爾 500 指數相比<sup>1</sup>  
在市況波動下，低波動股票策略非常有用



所選擇的資產類別表現<sup>2</sup>



主要經濟事件

2019年10月

- 10月24日  
歐洲央行會議
- 10月29日至30日  
美國聯邦公開市場委員會會議
- 10月31日  
日本央行會議
- 10月31日  
英國脫歐與否的最後限期

2019年11月

- 11月7日  
英國央行會議
- 11月13日  
美國總統決定汽車及汽車零部件關稅的最後限期
- 11月(日期待定)  
日本憲法公投
- 11月16日至17日  
亞太經濟合作組織峰會

2019年12月

- 12月12日  
歐洲央行會議
- 12月12日  
美國聯邦公開市場委員會會議
- 19月12日  
日本央行會議
- 19月12日  
英國央行會議
- 12月(日期待定)  
中國政治局經濟政策會議：中國中央經濟會議

1. 資料來源：國家經濟研究局 (NBER)、Refinitiv Datastream，數據截至 2019 年 9 月 30 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 低波動率指數，以及標準普爾 500 指數 (美元)，以 100 為基數。

2. 資料來源：彭博，2019 年 9 月 30 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。資產類別表現由不同指數呈現——環球股票：摩根士丹利全球指數淨回報指數；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美元指數。新興市場本幣政府債券：彭博巴克萊新興市場本幣政府總回報指數。

# 投資觀點

## 2019 年第四季度



## 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

隨著投資者傾向買入避險資產，其收益率已跌至新低（價格上漲）。儘管估值缺乏吸引力，政府債券仍有助分散投資組合。目前來看，我們較偏好短期<sup>1</sup>債券。



### 企業債券 環球投資級別

我們選擇維持「偏低」評級。預測回報低，企業基礎開始浮現不穩跡象，尤其是在亞洲地區。



### 政府債券 新興市場本幣

我們看好的兩個固定收益領域之一，受更高的回報潛力及（特定）新興市場貨幣較長遠的復蘇所帶動。



### 企業債券 環球高收益

現時，我們對這種深受波幅影響的資產類別持中性態度。儘管不俗的環球增長令違約率保持低水平，但今年至今，全球高收益債券的表現強勁，代表其估值已欠缺吸引力。



### 環球股票

長線而言，我們對環球股票持「偏高」評級；但顧及經濟增長放緩、貿易局勢緊張和地緣政治的影響，我們傾向於短期內保持謹慎。

有見及此，我們主張長線投資股票，同時考慮藉風險較低的股票捕捉短期波動。



### 商品

商品期貨具備多元化的優勢，同時可抗通脹。

儘管黃金被視為可抗通脹的「避險產品」，但其估值相比其他資產則較難以估計，今年已大幅上漲。

1.短期債券對利率變動的敏感度較低。

資料來源：滙豐環球投資管理，截至 2019 年 10 月 1 日。

註：投資觀點建基於下列資料——2019 年 9 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 8 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，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

經濟和企業盈利增長率均已放緩，但仍然相對強勁。聯儲局的「先發制人」降息也許仍能提振美國股市。儘管存在貿易局勢緊張和增長下行風險，但我們認為 2020 年不太可能出現經濟衰退。



### 歐元區

在實施大規模貨幣政策寬鬆措施後（包括重啟量化寬鬆），歐元區的超低利率或會維持到 2020 年後。歐元區的低估值反映預期回報相對較高。



### 日本

經濟數據疲弱，日本的政策利率已錄得負數。除了無法選擇減息，2019 年 10 月起計劃上調的消費稅亦可能抑制市場情緒。不過，我們仍偏好日本股票：其估值甚具吸引力，企業資產負債表亦表現強勁。



### 新興市場

新興市場經濟體受中國政策放寬、美聯儲走鴿派路線，以及新興市場央行的寬鬆措施支持。

然而，新興市場的增長趨勢仍見疲軟；全球貿易前景的不穩定因素亦可能影響這些經濟體表現。整體而言，我們抱審慎樂觀的態度。



資料來源：滙豐環球投資管理，截至 2019 年 10 月 1 日。

註：投資觀點建基於下列資料——2019 年 9 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 8 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，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。



### 英國

英鎊疲弱（受英國脫歐風波影響）令英國跨國公司可於換算國外收入時受惠。同時，英國脫歐談判或會減低不明朗因素，可能導致經濟反彈，從而振興國內股市。無論是哪一種情況，英國股票的估值都會相對便宜。



### 中歐、東歐及拉丁美洲

儘管有穩定跡象，拉丁美洲經濟增長勢頭放緩。在緊張且前景未明的地緣政治局勢下，我們在其他地方看到更好的機會。



### 亞洲（日本除外）

由於此地區預期回報吸引兼經濟增長強勁，我們在這個地區有次要的偏好。與其他新興市場相比，亞洲享有更有利的宏觀經濟和結構因素，央行政策亦相對寬鬆（包括中國的深度政策工具）。



# 季度主題 2019 年第四季度

# 為下一季部署投資組合

## 投資主題

在過去幾個月，市場情緒無疑有所惡化：地緣政治不穩、中美貿易關係緊張與經濟增長放緩等因素，都令投資者疑慮漸增。儘管有關憂慮相當合理，但依我們所見，擔心經濟衰退則屬過慮。不過，我們認為波幅將持續出現，主要由貿易和地緣政治的未明前景導致。

故此，我們應做好準備，迎接不明朗的第四季度來臨；但我們絕不提倡「跳船」。投資者應維持投資目標並優化預期收益；同時確保具備防守能力，以抵禦短期波動。一如以往，審慎決策至關重要。

### 貿易緊張局勢似乎將會延續

中美貿易的緊張局勢於八月急劇升級，引發市場短暫受挫，令人擔憂全球增長放緩。儘管市場復元及近來貿易局勢有所緩和，不明朗狀況可能會延續到明年。此外，近期對中東石油供應量衝擊的顧慮，是另一項地緣政治挑戰。此形勢進一步支持著我們的觀點：面對下行增長風險和地緣政治的不穩局勢，謹慎至上非常重要。

### 保護投資組合，免受近期風險影響

投資者應檢討其投資組合，確保適當分散。鑑於債券的預期回報率偏低，我們一般不太鼓勵投資債券；但於短期波動期間，優質債券仍可於較廣泛的投資組合中發揮緩衝作用。同時，儘管出售所有資產的念頭相當吸引，我們認為保持一定股權風險承擔，並於組合中納入防禦對策自有其優勢。投資低波幅股票等防禦措施（詳情請見第 14 頁）或有幫助。

### 長期波幅可創造機會

同時，由地緣政治憂慮引發的任何短期波動，都可能為精明的長線投資者創造入市機遇。我們認為長遠而言，股票的潛在回報率會比債券和現金更高。儘管我們鼓勵宏觀投資環球股市，亞洲股票依然略勝一籌——其估值相對較為吸引，潛在增長率亦較高。然而，懂得恪守紀律和隨機應變亦相當重要；策劃任何與買賣股票有關的對策時都應「抱持耐性」，以一年或更長時間為目標。

### 重新審視債券分配

優質債券擔當不可或缺的角色，有助建立適應力強的投資組合，而我們預計政府及投資級別企業債券的回報率將維持低位。我們認為，本地貨幣新興市場債券和亞洲高收益債券較具潛力。同時，我們不認為這是結局的開始。

接下來的篇幅分為四大投資主題，我們認為該等主題在未來數月會尤為重要。

1



避免過度承受短期風險

2



市況波動下長期投資

3



考慮採用低波幅股票策略

4



為投資組合引入「避險」資產

1



## 主題 1

# 避免過度承受短期風險

### 波動指數（1 個月移動平均線）

近期飆升過後，波動率仍與其 12 年平均數值保持一致



資料來源：Refinitiv Datastream，數據截至 2019 年 9 月 30 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：股票波動率由芝加哥期權交易所標普 500 波幅指數列示。數據顯示了波動指數的動向，由截至平滑離群值的 1 個月移動平均線列示。

### 波幅將會持續

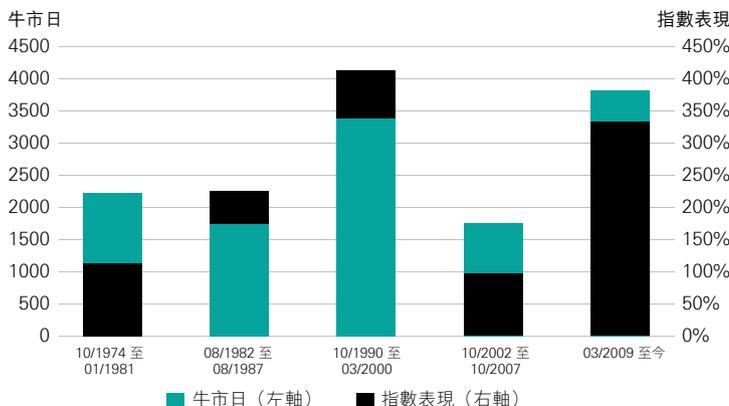
地緣政治和貿易緊張局勢已為市場和全球經濟蒙上陰影，亦對增長比率和企業基礎形成壓力。我們預計波幅將會持續，確保投資組合能夠配合形勢尤為重要。

波動率在最近幾個月也許已「飆升」，但與過往水平相比仍未算偏高。有人可能認為，過去幾年的股市低波幅純屬例外，而非規律。

儘管我們相信波幅將繼續持續，但這並不等末日將至。為甚麼？央行和政府已表明有意刺激經濟，美聯儲亦率先降低利率。

### 1970 年後的大牛市

現時的牛市為史上最長



資料來源：Refinitiv Datastream，數據截至 2019 年 9 月 30 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：牛市表現由標準普爾 500 指數衡量。根據一般定義，牛市指股市由先前的低點上漲至少 20%。

### 短期風險：小心為上

由於全球經濟容易受到地緣政治因素（例如貿易局勢緊張及石油供應衝擊）影響，我們認為現在並非過度進取的好時機。

是次美國復甦為史上最長的一次，更無人得知終點何處。因此，確保投資策略能妥善承受風險尤為重要。好的決策可讓您繼續投資並參與股票市場，而無需過度拓展個人舒適地帶。

2



## 主題 2

# 市況波動下長期投資

### 自 2008 年金融危機以來的盈餘走勢 (3 個月移動平均值)

企業盈利增長開始放緩



資料來源：Refinitiv Datastream，數據截至 2019 年 9 月 30 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：標普 500 指數（美元）、歐元區斯托克 50 指數（歐元）、摩根士丹利全球亞太區（日本除外）指數（美元），以及摩根士丹利新興市場指數（美元）。盈餘走勢估算出由上個月計起的未來 12 個月內，市場數據庫中所有企業的每股收益 (EPS) 將按比例上升或下跌，由截至平滑離群值的 3 個月移動平均線列示。

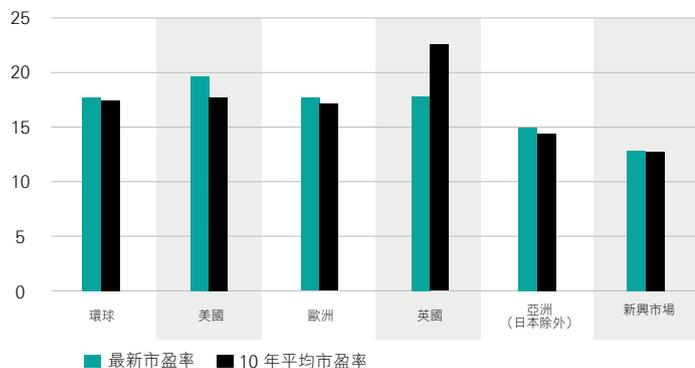
### 增長放緩並不代表衰退

全球經濟增長繼續面臨不利因素，而市場預測機構再次下調了國內生產總值預測<sup>1</sup>。然而，隨著中央銀行陸續採取適當措施，以維持增長並穩定國民經濟，我們的主要投資觀點仍保持不變：相比債券，我們更偏好股票。然而，我們對企業的基本層面仍保持審慎態度，尤其是盈利能力。

後期盈利增長顯著下降；宏觀而言，美國以外地區的企業收入均令人失望。

### 相對於十年平均值的市盈率 (P/E)

大部分股票的估值均與長期平均數值保持一致



資料來源：彭博，數據截至 2019 年 9 月 23 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：摩根士丹利所有國家世界指數（美元）、標普 500 指數（美元）、歐元區斯托克 50 索引指數（歐元）、富時 100 指數（英鎊）、摩根士丹利全球亞太區（日本除外）指數（美元），以及摩根士丹利新興市場指數（美元）。

註：市盈率是常用作評估公司的比率，計算方法是將公司股價除以公司的每股收益。

### 長期波幅可創造機遇

長遠而言，全球股票的潛在回報率仍比債券和現金更為吸引，尤其是在近期債券反彈（收益率下降）之後。有見全球經濟仍在增長，我們鼓勵繼續投資股票——這是多元化資產組合的一部分。

全球股票的估值仍然合理。全球股票的最新市盈率仍與 10 年平均值保持一致。我們認為，支援政策亦有助抵消全球經濟增長放緩、貿易局勢緊張和政治不穩帶來的不利影響。

<sup>1</sup> 在七月，國際貨幣基金組織 (IMF) 下調 2019 年及 2020 年環球增長預測，分別由 3.3% 及 3.6% 降至 3.2% 及 3.5%。

3

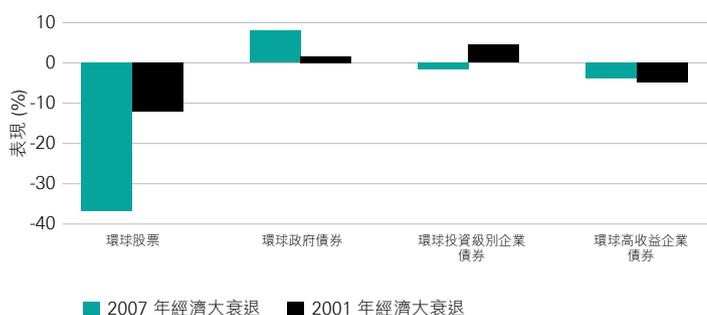


## 主題 3

# 考慮採用低波幅股票策略

### 美國經濟衰退期間，各資產類別的表現

縱觀歷史，優質債券是可於經濟放緩時期保持良好表現的資產類別



資料來源：國家經濟研究局 (NBER)、彭博。數據截至 2007 年 12 月至 2009 年 6 月，以及 2001 年 3 月至 2001 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：資產類別表現由不同指數呈現——環球股票：摩根士丹利全球指數淨回報美元指數（美元）。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總回報指數。

### 標準普爾 500 低波動率指數，與標準普爾 500 指數相比

在市況波動下，低波幅股票策略非常有用



資料來源：國家經濟研究局 (NBER)、Refinitiv Datastream。數據截至 2019 年 9 月 30 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 低波動率指數，以及標準普爾 500 指數（美元），以 100 為基數。

### 採取多元策略，慎選投資產品

儘管全球經濟仍在增長，我們預計增長速度將較為溫和。因此，就股票而言，我們提倡納入不同地區和行業的股票，建立廣泛兼多元化的投資組合，同時結合溫和的防守對策（例如低波幅股票）。

全心投資股票的投資者應考慮改用多元資產策略，以從多元化計劃中獲益。多元資產策略有助妥善分配資本，令風險承受能力維持於特定水平。換句話說，將繁複工作留待專家處理吧！

### 重視質量，減少波幅

在容易遭受負面情緒和短期衝擊影響的經濟環境下，低波幅股票策略有助提供保障。有關策略的股息收益率一般相當吸引；長期而言，更可有效達致複息效果。

在經濟衰退時期，「優質股票」往往表現突出。嘗試尋找盈利能力高、收益健康、財務風險低，兼致力產生強勁現金流的企業。縱觀歷史，有關策略於拋售期間的表現比股票市場優勝，於市場反彈期間亦可提供相若回報（儘管有時較低）。

4

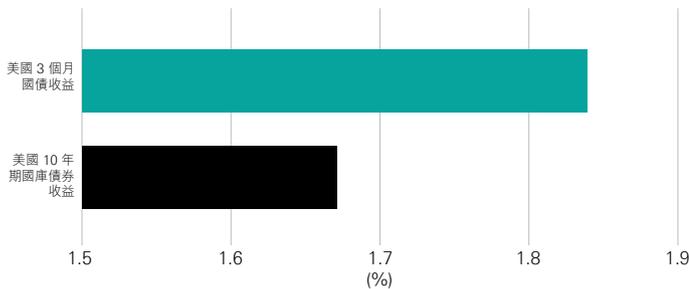


## 主題 4

# 為投資組合引入「避險」資產

### 10 年國美債收益與3 個月美國國債收益相比

短期債券的收益率更高



資料來源：Refinitiv Datastream，數據截至 2019 年 9 月 30 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：美國基準 10 年期 Datastream 政府指數、美國 3 個月短期國債利率（美元）

### 短期債券或有舒緩

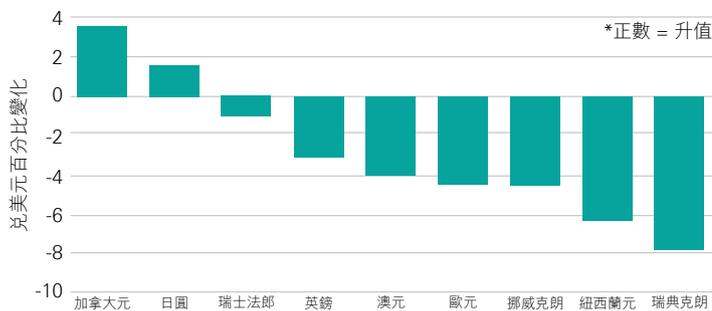
在過去 18 個月，貿易評論和尖刻頭條處處可見，在世界各地的影響顯著。

在此情況下，分配一部分投資組合予短期優質債券，可令投資者相對安心；並有信心將其他股票納入投資組合。

在美國，短期債券的收益率有所提高；令關注利率風險的投資者可獲得媲美 10 年期美國國庫債券的回報。

### 年初至今 G10 貨幣表現

儘管美聯儲減息，一般來說美元走勢仍然強勁



資料來源：Refinitiv Datastream，數據截至 2019 年 9 月 30 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：貨幣表現由計算兌美元百分比變化所得，正數代表貨幣升值。

### 並非所有貨幣皆為平等

留意貨幣風險對您的投資組合表現的影響：尤其是在未來幾個月中，地緣政治和央行活動可能會對外匯市場影響深遠。除此之外，以外國貨幣進行投資時，貨幣風險為必須考慮的因素。

我們仍然看好美元，因其收益率更高及「避險」特點。事實上，即使備受貿易戰和很可能進一步減息影響，美國經濟依然強勁。

放眼歷史，日圓或瑞士法郎等其他避險貨幣，均透過吸引希望避險的投資者而從短期波幅中獲益。

## 概覽

在全球經濟增長面臨下行壓力的情況下，謹慎投資份外重要。不過，股票仍有助建立多元化的多元資產投資組合。

儘管全球增長表現有可能進一步惡化，但央行和決策者均已採取強力而有效的行動應對挑戰。

多元化的多元資產投資組合策略，可將風險分散予不同資產類別，有助投資者安然渡過動盪時期。

## 滙豐觀點

# Q&A： 不穩局勢 下如何分 配資產



**Hussain Mehdi**  
滙豐環球投資管理  
宏觀及投資策略師

### 1. 考慮到當前宏觀經濟和地緣政治不穩，為何現金並非最佳選擇？

中美貿易戰在八月初再次形勢緊張，令投資者相當驚訝；再加上隨之而來的憂慮，令高風險資產類別表現受壓。在此之際，全球經濟增長面臨工業週期下滑和政治不穩加劇等不利因素。

針對這一點，投資者可能會傾向於將資產轉換為現金。然而，我們需要注意不同證券的定價方式。預計美聯儲和其他央行將進一步減息的消息，已導致核心政府債券大幅反彈，大大擴闊了股票高於債券的估值差距。

鑑於全球經濟容易受挫，短期內（如 3 至 6 個月）抱持審慎和防禦態度方為上策。但從相對估值分析，長遠而言（一年以上）高風險資產類別仍相當吸引（見圖 1）。故此，我們建議於多元資產投資組合中保持高風險取態，同時保持警惕，留意時刻變化的風險。

### 2. 會有甚麼原因令您改變上述立場？

如全球增長表現或企業基礎嚴重惡化，則有可能被逼採取低風險策略。全球產業低迷及勞動力市場降溫亦可能影響服務業

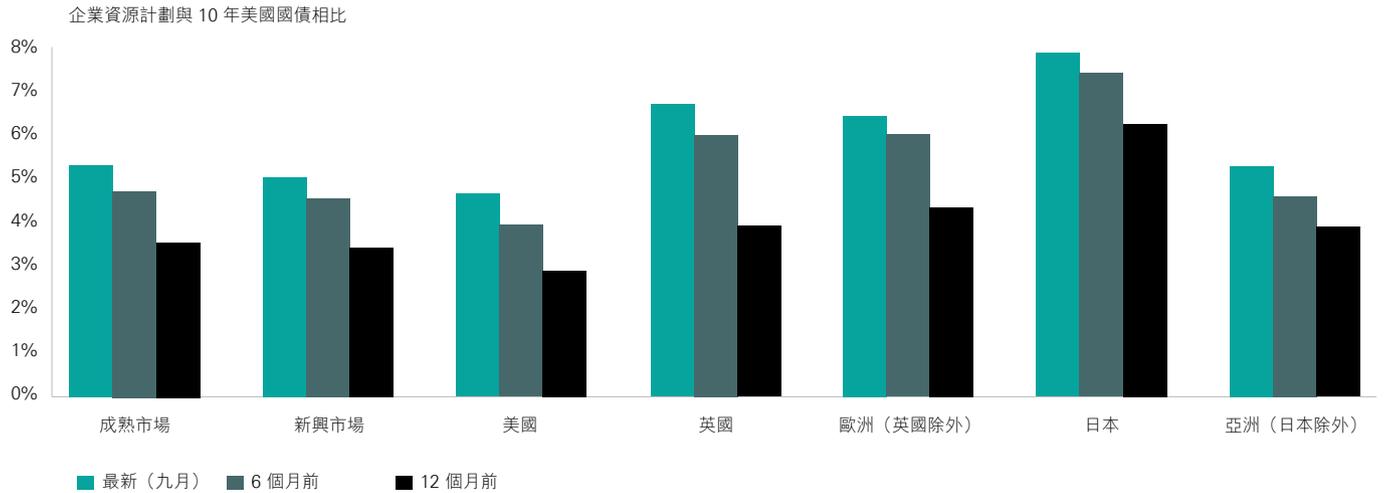
（服務業為現時全球經濟的亮點之一）。多個地區的企業盈利能力亦教人失望，尤以亞洲為甚。我們現正密切關注這兩個問題；但總括而言，我們相信眼前所見的只是「週期性放緩」，而非更嚴重的衰退情況。

更重要的是，我們認為全球決策者配備彈藥，足以抵消眼前挑戰。低通脹率令全球央行有施行寬鬆政策的空間。中國尚有進一步採取財政寬鬆政策的空間；而在歐洲，德國就採取寬鬆政策的立場經已軟化，英國政府則會落實大規模支出計劃和減稅措施。

圖 1：

**股票與債券之間的估值差距繼續擴大**

ERP = 股票風險溢價（持有股票的超額收益率與無風險利率相比，在此情況下為 10 年期美國國債）



資料來源：彭博、滙豐環球投資管理，截至 2019 年 9 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：股票由不同指數呈現：摩根士丹利世界指數、摩根士丹利新興市場指數、摩根士丹利美國指數、摩根士丹利歐洲（英國除外）指數、摩根士丹利日本指數及摩根士丹利亞洲（日本除外）指數。

**3. 投資者可如何令多元資產投資組合免受股市調整影響？**

如上所述，多元資產投資者現時面臨幾個主要風險。好消息是，多元化並由多元資產組成的投資策略有助應對風險。多元資產基金可將風險分散予不同經濟、地區和金融市場因素，協助投資者渡過時艱。

當然，傳統「避險」資產非政府債券莫屬。然而，有見大量「政府債券」均錄得負收益率，許多收益率曲線亦已反轉，到底長期債券是否仍是理想的分散風險產品？

相反，我們鼓勵投資組合「複雜多元化」：亦即分散投資組合至亞洲企業信貸、新興市場債券及資產抵押證券等資產類別，以及短期<sup>1</sup>政府債券等更傳統的「避險」資產。我們亦有嘗試尋找其他有機會提供超額收益的資產類別，比如「趨勢策略」（又名「管理期貨」）：亦即買空（買入）價格上漲的證券，和/或放空（賣出）價格下跌的證券。縱觀歷史，趨勢策略與其他資產類別的相關性較低。在傳統資產類別（比如債券和股票）價格有所下跌時，趨勢策略仍錄得超額收益（見圖 2）。

在低收益債券環境下，有關策略可進一步提供多元化選擇，保護您的投資組合免受股市下跌影響。

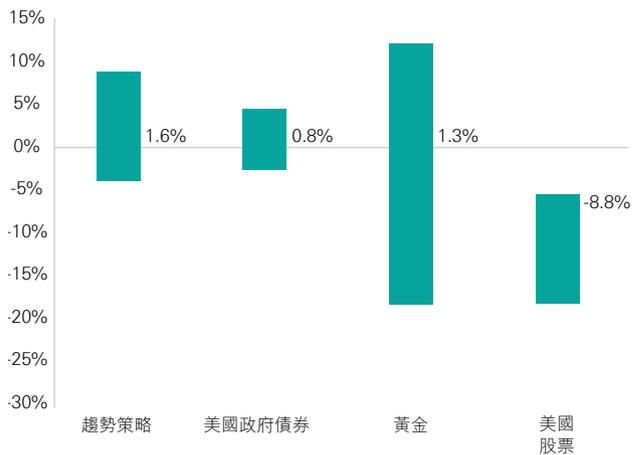
往績並非未來回報的可靠指標。

<sup>1</sup> 短期債券：較不容易受利率波動影響的債券。

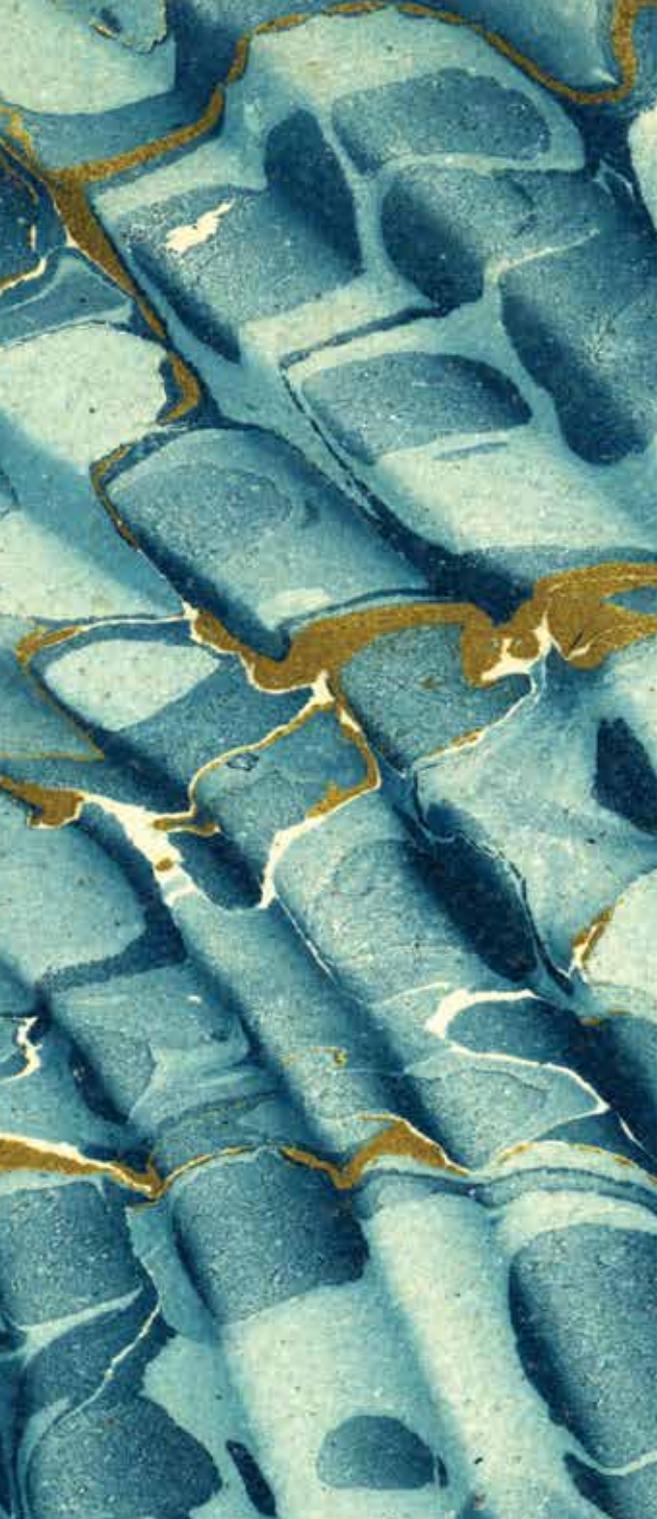
圖 2：

**市場拋售收益範圍 (1987-2017)**

股市下跌時，政府債券、黃金和趨勢策略可提供下行保障



資料來源：彭博、滙豐環球投資管理，截至 2019 年 9 月。投資涉及風險。往績並非未來表現的指標。僅供說明用途。



## 滙豐觀點

# 了解中美 貿易爭端

## 如何應對增長風險

### 貿易爭端週期

中美貿易紛爭已持續超過 18 個月，遠超大多數人預期。在 8 月 23 日的最新升級行動中，美國宣布將總值 2,500 億美元的中國商品進口關稅提高至 30%，同時將剩餘的 3,000 億美元關稅提高至 15%（8 月 1 日時宣布為 10%）。

緊張局勢現已由貿易層面蔓延至貨幣、技術和投資領域，對全球增長進一步構成挑戰，我們相信貿易戰會持續至明年。隨著兩國行動更見進取，全球增長預計將繼續下跌。

### 經濟影響

#### 環球

我們相信全球增長風險仍嚴重傾向下行。目前來看，全球兩個最大經濟體的進口需求可能會減弱，對日本、韓國、智利和巴西等鄰近國家，以及出口大量貨物至中國和美國的其他國家造成影響（尤其是菲律賓、日本、捷克、馬來西亞、德國、俄羅斯和瑞典）。

同一時間，少數國家（如墨西哥和越南）則可善用優勢，從替代產品中獲利，亦可陸續改變供應鏈架構以規避關稅。

## 概覽

曠日持久的中美貿易戰形勢日趨緊張，波及貨幣、技術和投資領域。

貿易爭端令全球經濟增長蒙受風險，中美兩國的進口需求或會減弱。

中國可能會實行貨幣和財政政策寬鬆措施，並落實體制改革，以抵消增長風險。

追蹤中國關稅對增長的影響



資料來源：美國普查局、滙豐  
註：數額和 GDP 影響為累計。除非另有註明日期，否則有關關稅措施已生效。

中國

我們估計於 12 個月內，中國繳予美國的出口關稅將拖累 GDP 增長 1.6 個百分點 (ppt)。當中，八月份的最新升級貢獻了 0.8 個百分點 (見圖)。紛爭會繼續削弱商界信心，進而影響投資慾望。就業也可能面臨壓力。

美國

截至目前為止，我們認為加徵美國由中國進口商品的關稅，對商業決策的影響要大於對消費者支出的影響。這是由於先前的關稅政策側重資本設備和中間投入，同時亦密切反映出美國從中國進口商品的基本構成。

是次 3,000 億美元美國關稅清單，則涵蓋了更多消費商品類別。進口有關產品的美國企業為抵消相關影響，將被迫轉嫁成本增長予客戶、尋找新供應商或降低利潤收益率。我們預計大部分企業均不願承擔更高成本，許多投資決策可能會被推延或取消。

中國會如何抵消影響？

我們預計中國會同時執行貨幣和財政政策措施及體制改革，以減低增長風險。

- 貨幣政策方面，近來的利率改革可令私營部門利率下跌。在 2019 年和 2020 年，我們預計存款準備金比率會進一步下跌（銀行必須備存的最低現金數額）。
- 財政方面則有更多減稅空間，地方政府債券的發行額度亦可提高。
- 其他有助抵消影響的工具，可能包括戶籍改革和拓展社會服務覆蓋範圍。

我們估計上述措施可以抵消約一半最近關稅造成的 GDP 損失（0.8 個百分點）帶來的影響。

關稅對中國 GDP 的影響

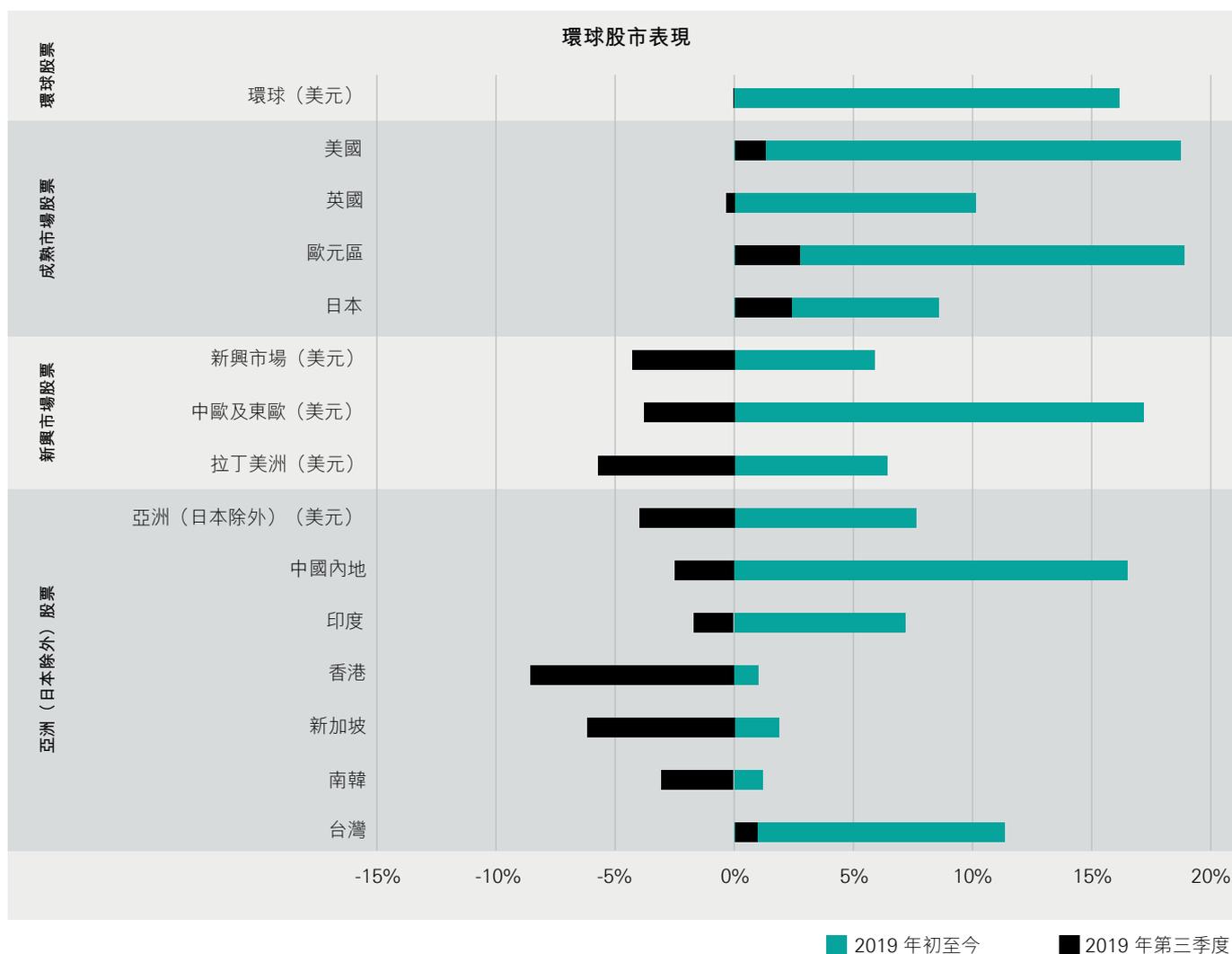
# 市場回顧

## 股票

股票市場恍如坐了一趟過山車。

在相對平靜的六月過後，亞洲市場受到中國市場令人失望的表現拖累，在七月初再次湧現拋售跡象。受脫歐不明朗因素困擾的英國，表現明顯跑輸大市。

股票市場繼續如坐過山車般波動，而在機關當局發出希望刺激經濟的言辭後，股市於九月再次反彈。美國聯邦儲備局 (Fed) 及歐洲中央銀行 (ECB) 雙雙於九月行動，美國聯邦儲備局再次減息，而歐洲中央銀行亦同樣減息，並推行無限量化寬鬆計劃。



投資涉及風險。往績並非現時或未來表現的指標。資料來源：彭博，2019年9月30日。

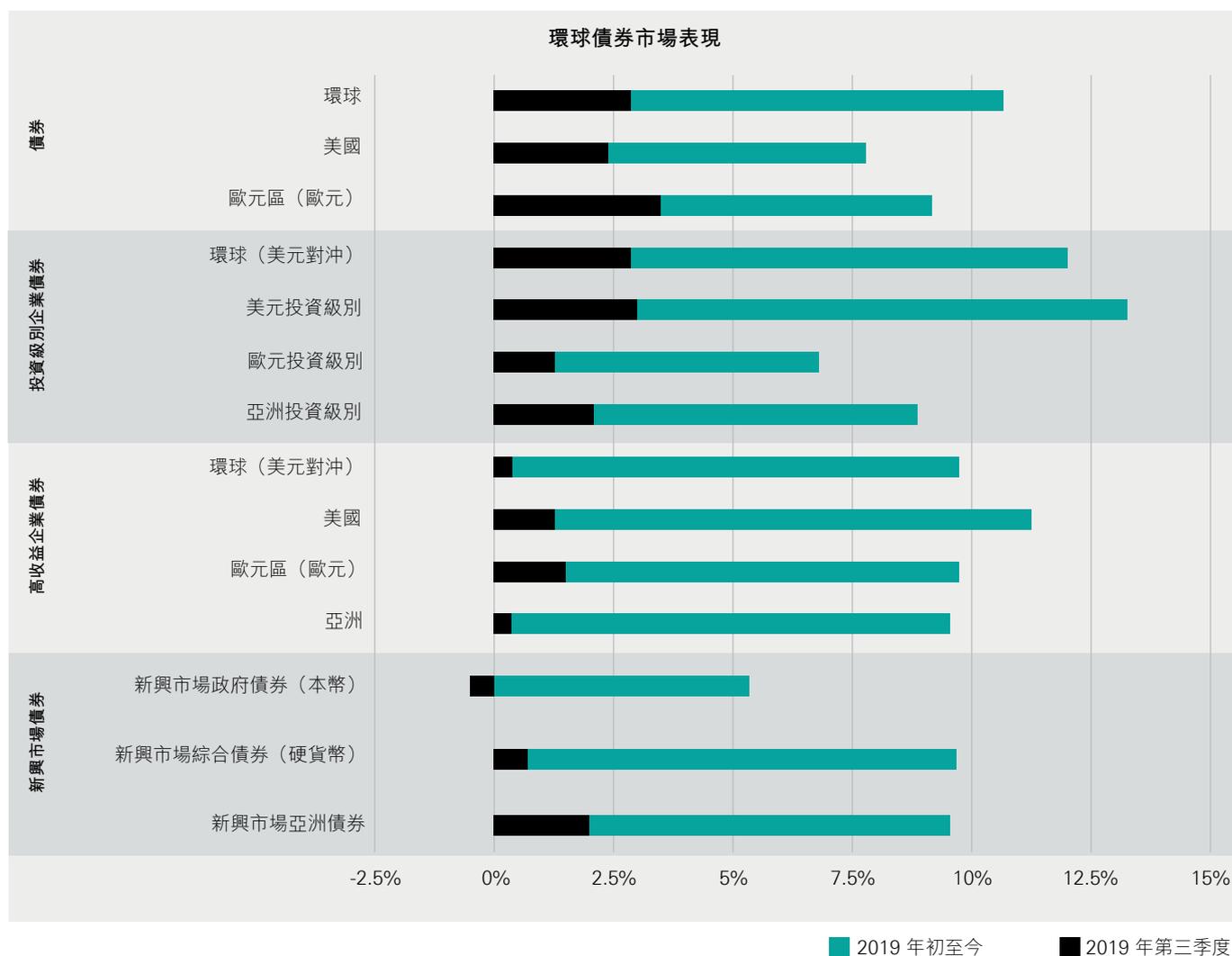
註：除非另有說明，否則資產類別的總回報以當地貨幣顯示。股票表現由不同指數呈現——環球股票：摩根士丹利全球指數淨回報指數 (美元)。美國股票：標普 500 指數 (美元)。英國股票：富時 100 指數 (英鎊)。歐元區股票：歐元區斯托克 50 指數 (歐元)。日本股票：日經 225 指數 (日圓)。新興市場股票：摩根士丹利新興市場淨回報指數 (美元)。中歐及東歐股票：摩根士丹利新興市場東歐淨總回報指數 (美元)。拉丁美洲股票：摩根士丹利新興市場拉丁美洲淨總回報指數 (美元)。亞洲 (日本除外) 股票：摩根士丹利全球亞太區 (日本除外) 淨總回報指數 (美元)。中國內地股票：上證綜合指數 (人民幣)。印度股票：標普孟買交易所敏感指數 (盧比)。香港股票：恒生指數 (港元)。新加坡股票：新加坡海峽時報指數 (新加坡元)。韓國股票：韓國綜合股價指數 (韓元)。台灣股票：台灣加權股價指數 (新台幣)。

## 債券

儘管利率出現「維持低位較長時間」的現象，截至本年度為止，認為債券可「避險」的看法令債券反彈。

環球增長放緩很可能令低息環境持續，全球央行亦傾向採用相對寬鬆的政策。

實際上，債券價格已經大幅上揚，以至美國 10 年期和 30 年期國庫債券的孳息率已穩定下來，並從 8 月的低位復元過來。由於轉持優質資產的行為持續，不論收益率處於低位或相對不吸引，優質企業債券於上一季度亦有受惠。



投資涉及風險。往績並非現時或未來表現的指標。資料來源：彭博，2019 年 9 月 30 日。

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呈現——政府債券：環球政府債券 (對沖，美元)；彭博巴克萊環球綜合國庫券總回報指數 (對沖，美元)；美國政府債券：彭博巴克萊美國政府總回報指數；長期國庫券：彭博巴克萊長期美國國庫券總回報指數；短期國庫券：彭博巴克萊短期國庫券總回報指數；歐元區政府債券：標普歐元區主權債券總回報指數 (歐元)；投資級別企業債券：環球投資級別企業債券 (對沖，美元)；彭博巴克萊環球綜合企業總回報指數 (對沖，美元)；美元投資級別企業債券：彭博巴克萊美國企業總回報指數；歐元投資級別企業債券：彭博巴克萊歐元綜合企業總回報指數 (歐元)；亞洲投資級別企業債券：Markit iBoxx 美元亞洲 (日本除外) 企業投資級別總回報指數。高收益企業債券：環球高收益企業債券 (對沖，美元)；彭博巴克萊環球高收益企業總回報指數 (對沖，美元)；美元高收益企業債券：彭博巴克萊美國企業高收益總回報指數；歐元高收益企業債券：彭博巴克萊泛歐高收益總回報指數 (歐元)；亞洲高收益企業債券：Markit iBoxx 美元亞洲 (日本除外) 高收益總回報指數。新興市場債券：新興市場政府債券 (本幣)；彭博巴克萊新興市場本幣政府總回報指數；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總回報指數；新興市場亞洲債券：Markit iBoxx 美元亞洲 (日本除外) 總回報指數。



---

# 詞彙表

**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。

**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。

**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。

**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。

**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。

**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。

**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。

**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。

**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。

**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。



## Hussain Mehdi

滙豐環球投資管理宏觀及投資策略師

Hussain 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 2015 年加入滙豐前，Hussain 為宏觀經濟學家，以商品為研究主題。

## 重要資料

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，而此等建議並非法。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3月31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。

### 披露附錄

1. 本報告日期為 2019 年 10 月 3 日。
2. 除非另有顯示不同日期及/或具體時間，否則本報告中的所有市場資料均截至 2019 年 10 月 2 日。
3. 滙豐已制訂程序識別及管理因其研究業務而產生的任何潛在利益衝突。參與編製及分發研究報告的滙豐分析師及其他職員所實行運作模式及管理層統屬制度均獨立於滙豐投資銀行業務。投資銀行業務、主要交易與研究業務之間設有資訊屏障程序，確保以適當方式處理任何保密及/或價格敏感資料。
4. 您不得使用本文件中任何資料作參考用於以下用途：(i) 釐定貸款協議或其他財務合約或金融工具項下的應付利息或其他應付金額；(ii) 釐定可購買、出售、交易或贖回金融工具的價格，或金融工具的價值；及/或 (iii) 量度金融工具的表現。

### 免責聲明

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、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及英國滙豐銀行有限公司（統稱「分派銀行」）向其各自的客戶分派。本文件僅供一般傳閱及參考用途。本文件的編製並無涉及任何特定客戶或目的，亦無考慮任何特定客戶的投資目標、財務環境或個人狀況或需求。香港上海滙豐於編製本文件時，以當時其認為可靠的來源取得的公開資料為基礎，惟並無獨立驗證有關資料。本文件內容可能在不另行通知的情況下隨時變更。香港上海滙豐及分派銀行概不就您可能因或就使用或依賴本文件而招致或遭受的任何類型的損失、損害或其他後果負責。香港上海滙豐及分派銀行概不就本文件的準確性、及時性或完整性作出任何擔保、聲明或保證。本文件並非投資意見或建議，且亦無意圖出售投資項目或服務或招攬購買或認購有關投資項目或服務。您不應於作出任何投資決策時使用或依賴本文件。香港上海滙豐及分派銀行概不就您因上述目的使用或依賴本文件負責。如您對本文件內容有任何疑問，應諮詢您司法管轄區內的專業顧問。無論任何目的，您不得複製或進一步向任何人士或實體分派本文件內容（無論全部或部分）。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。

© 版權所有 2019。香港上海滙豐銀行有限公司。保留一切權利。

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。