

環球固定收益投資－以多元化投資應對加息環境

後量化寬鬆時代的後續效應

環球金融危機於2008年爆發至今已十年，金融市場還只是剛開始糾正聯儲局大規模量化寬鬆（量寬）方案所造成的資產價格扭曲。量寬最初是用作在危機期間穩定金融市場，但卻擴大並成為持續推行的措施，而不再是有限度干預以求在幾年間令市場恢復元氣。量寬推低債券孳息率，又推高了資產價格，驅使不少投資者投向風險較高的資產。

美國債市和股市同樣於2018年10月隨著利率上升而下跌，情況也許反常，但由於債券和股票同樣受聯儲局干預而被推高，當聯儲局撤回政策時，也同樣會受到相反作用影響。投資者應為美國國庫債券及其他資產類別於2019年可能同時出現價格調整作好準備。

甚麼因素可能推動美國國庫債券孳息率上升？

三大因素包括：

- 美國政府借貸需要增加
- 聯儲局和外國政府減少購買美國國庫債券
- 通脹壓力加劇

第一個風暴來自特朗普增加政府開支及減稅，以及持續強制性開支預料會將財政赤字推至接近本地生產總值（GDP）的5%，令政府原已高企的借貸需要因而增加。

第二個是由於官方購買需求減少，美國當地有聯儲局撤回量寬，外圍則有外國政府。龐大的融資缺口，有必要由對價格敏感的投資者填補，而投資者需要將現水平的購買額增加大約兩倍來填補空檔。購買額減少而供應量增加，意味著孳息率需上升以尋找新的供求平衡水平。

第三來自通脹。美國勞工市場工資壓力加劇，個別行業更同時缺乏熟練和非熟練勞工。勞動力供應已進一步因為特朗普政府對合法和非法移民諸多設限而受到掣肘。行業關稅預料亦會令消費者的成本提高。這幾種情況都有可能造成通脹後果。在目前形勢下，預料聯儲局在2019年會繼續加息以達致中立水平。

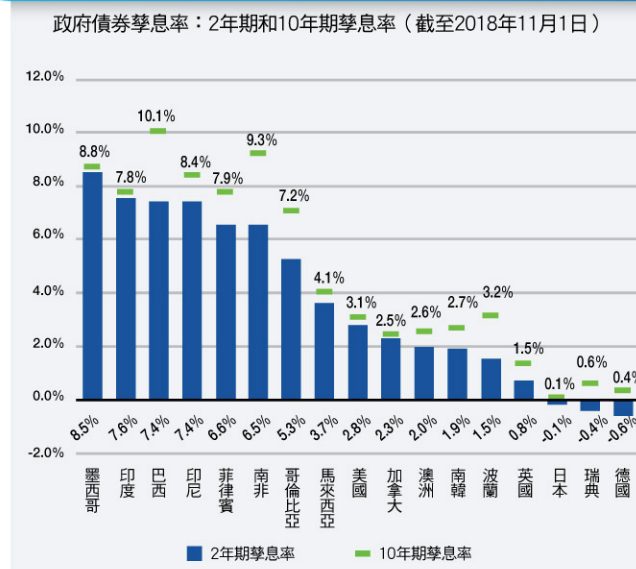
個別新興市場較有條件承受加息

環球固定收益市場當中，以當地貨幣計算新興市場被低估的程度最明顯。個別國家遠較十年前優秀。其中有些國家的經濟已多元化發展，擴大當地貨幣債務市場、加強其國內投資者基礎，並建立抗跌力以抵禦外來震盪。其他國家則依然存在結構性失衡、機構不可靠和經濟脆弱的問題。

踏入2019年，發掘可提供不對稱價值、和廣泛貝他（市場）風險相關性較低的國家變得愈來愈重要，因為美國息口上升應會以截然不同的方式對個別國家構成衝擊。處於低息環境或存在嚴重結構性失衡和經濟弱點的國家或會承受外來利率震盪，而經濟較強、經常賬平衡兼孳息率相對較高的國家應該較有條件承受1%或更高的利率變動。

總括而言，投資者面對的挑戰在於隨著美國國債孳息率上升，一直以來債券和股票之間的分散風險關係未必仍然正確，預料2019年多個資產類別會隨著寬鬆貨幣政策撤回而出現價格調整。

圖一：個別新興市場孳息率較高



資料來源：彭博資訊。過往業績不代表或不保證將來的表現。有關數據提供者的更多資訊，請瀏覽www.franklintempletondatasources.com。

聲明：以上資料由富蘭克林鄧普頓投資（亞洲）有限公司（“第三者”）提供。本文件所刊載的資料或表達的意見乃截至2018年12月21日。本文件只載有一般資料供參考之用，而非任何證券買賣或參與集體投資計劃的要約、建議、廣告或邀請。由於本文件當中的資料和數據乃取自第三者，這些資料及數據可能是不完整或經簡化，會因市場環境及其他情況而改變，任何修改將不作另行通知。美國萬通保險亞洲有限公司（“本公司”）並不會就這些資料及數據的完整性作出表述、保證或負責。本公司並不確保以上資料能完全切合投資者的需要、投資目標及可承受風險的程度。任何人士若依賴本文件所刊載的資料作個人投資決定，其須自行承擔有關風險。任何人士於作出投資前，應就有關投資是否合適尋求獨立意見。投資者應注意各種投資皆有潛在風險，會受到市場及匯率波動的影響。投資單位價格及其收益可升可跌。投資的過去表現及波幅，並不一定反映或保證其將來的表現。除獲得美國萬通保險亞洲有限公司的書面批准外，本文件的內容一律不得作任何形式的轉載。

2019年市場展望－聚焦新興市場股票

概要

- 儘管環球經濟的活力稍稍減弱，但衰退風險預期偏低，企業基本因素依然不俗
- 環球股票於2019年的前景預期正面，部分新興市場提供物有所值的投資良機
- 在眾多新興市場之中，中國是物有所值。投資者亦對較廣泛的亞太區（日本除外）股票市場抱正面態度

2018年：對投資者充滿挑戰

2018年對投資者而言是困難的一年，因為大部分風險資產的表現均未如理想。隨著2017年的「金髮女孩」經濟環境於2月左右退卻，取而代之的是較為困難的市況。一連串市場動盪打擊了資產類別的回報，例如市場對聯儲局加息次數的預期有變、美元急速升值、政治局勢有欠明朗，以及外界對經濟增長存在憂慮等。

其中，新興市場的表現最令人失望。於2018年內，本幣債券錄得較大單位數字的跌幅，而新興市場股票更錄得雙位數字的跌幅（儘管不同地區市場表現大相逕庭）。其他資產類別亦表現持平或錄得負回報（見圖一）。

圖一：資產類別表現



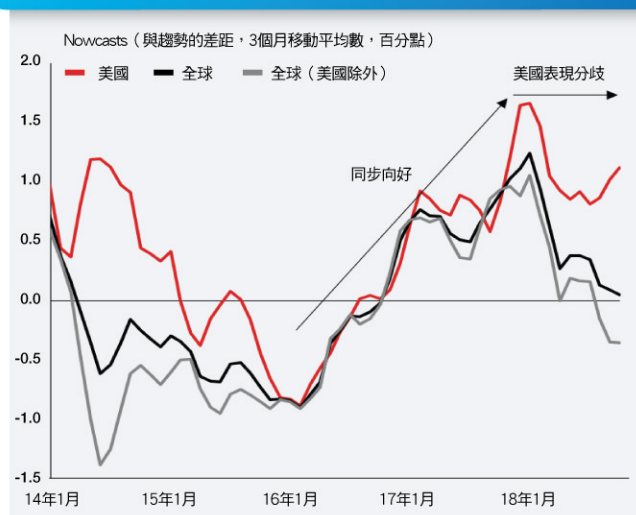
資料來源：滙豐環球投資管理及彭博。數據截至2018年10月。
過往業績並非將來表現的保證。

然而，令人安慰的是，2018年發生的眾多事件，例如由通脹憂慮以至貿易緊張局勢、地緣政治因素、英國脫歐及歐洲政局有欠明朗等，均是源於市場情況的變化，而非宏觀經濟基本因素的決定性轉變。

2019年：回歸較正常的環境

環球經濟的活力稍稍減弱，但根據滙豐環球投資管理的環球「Nowcast」顯示，環球增長現正回歸過往五年的平均水平（見圖二）。2019年環球經濟前景預期絕非暗淡，而且由於陷入衰退的機會偏低，或許表示其實正在回歸較正常的環境。

圖二：美國增長表現出眾



資料來源：滙豐環球投資管理，數據截止2018年11月。
過往業績並非將來表現的保證。

這個對前景相對樂觀的觀點，亦可從企業板塊的表現中獲得進一步印證。即使被宏觀經濟的新聞「嘈音」包圍，企業基本因素預期依然大致不受影響，企業盈利能力及違約率表現均相對不俗。這一點非常重要，皆因本年市場積弱意味與一年前相比，企業正經歷較沉靜及困難的環境。

鑑於回歸正常經濟環境，加上估值更加健康，金融市場（尤其是環球股票）於2019年或許能夠取得正回報。

誠然，未來前景並非毫無風險。當中的主要憂慮是預料本年經歷的部分考驗及美國強勁的增長將會持續，導致通脹超出預期，繼而令利率同樣超出預期（此乃最重要的不明朗因素）。要分散這項風險誠非易事，但踏入2019年，投資者需要一個平衡的投資組合，而此舉應有助駕馭市場風浪。

新興經濟體的最壞情況已成過去

新興經濟體於2018年明顯放緩，引發「負面漩渦」走勢的恐慌，即資產價格下跌及基本因素惡化的惡性循環。然而，投資者的憂慮已於8月及9月的市況中大致反映。

展望未來，市況將取決於美國利率及中國增長的後續發展。值得注意的是，隨著中國經濟數據漸趨穩定，金融市場回復平靜，新興市場的基本因素如今可望有所改善。經歷貨幣疲弱之後，少數新興經濟體的通脹已見上升，但大多數則僅錄得核心通脹從歷史低位逐步回升。重要的是，貨幣貶值的幅度亦似乎已足以穩住受危機影響的經濟體的外部狀況。

新興市場具吸引力，但必須細心挑選

環球股票於2019年的前景預期正面。首先，由於目前的股票價格較為相宜，幾乎全球各地股票目前均能取得更多盈利，基本因素更形穩固。此外，踏入2019年，過往較受投資者關注的若干宏觀經濟因素，可能會逐漸淡出大眾視線。

隨著全球各地市場的股票於2018年經過調整，在若干新興市場有多個值得注意的機會。相信在本因素層面，新興市場較已發展市場具有優勢。然而，投資者必須注意，各個「新興市場」的經濟及市場狀況非常參差。

儘管在「美元衝擊」或其他主要環球市場事件影響下，各主要新興市場於2018年均難獨善其身，但個別新興經濟體存在一定程度的週期性分歧，尤其是在增長及通脹兩方面。

中國表現較預期理想

在這些市場當中，投資者尤其偏好在2018年內大部分時間處於風眼位置的中國。由於中美貿易局勢緊張，雙方於2018年採取一連串「以牙還牙」式的關稅報復行動，加上中國持續推行去槓桿計劃引發外界對經濟增長的憂慮，故中國股票一直受壓。儘管如此，整體而言，中國經濟表現較預期理想。踏入2019年，隨著以上陰霾逐漸消散，部分基本價值預期將獲得釋放，為中國股票強勢回歸奠定基礎。

亞太區（日本除外）股票繼續呈大幅度折讓

投資者亦對較廣泛的亞太區（日本除外）股票市場抱正面態度，皆因與其他環球市場相比，這個市場繼續呈大幅度的折讓。在市賬率方面，截至2018年10月底較已發展市場折讓34%，折讓程度大幅高於長期平均折讓率23%（自1996年以來）。此外，於2016年跌入谷底後，亞洲股票的股本回報率已大致收復失地，而這是外界普遍忽略的因素。此數據反彈實有賴多項重要的催化劑推動，當中包括邊際利潤上升及工業整合。再者，在先知先覺的審慎政策及較佳的宏觀基本因素協助下，在對新興市場挑戰日益嚴峻的外圍環境之中，亞太區經濟體仍然保持抗逆能力。