

# 季度投資策略

2019 年第二季



## 市場估值

市場	2019 年 市盈率	2020 年 市盈率	2021 年 市盈率	合理 市盈率	2019 年 盈利增長 (%)	2020 年 盈利增長 (%)	2021 年 盈利增長 (%)
美國 (標普 500 指數)	17.1	15.3	13.9	15.0	2.3%	11.4%	9.8%
歐洲 (道瓊歐洲 600 指數)	14.0	12.8	11.9	13.5	5.0%	9.2%	7.6%
日本 (日經 225 指數)*	14.3	13.5	-	18.0	7.7%	6.1%	-
新興市場 (MSCI 新興市場指數)	12.6	11.1	10.0	13.5	-1.5%	13.6%	10.8%
亞洲 (日本除外) (MSCI 亞洲除日本指數)	13.7	12.1	10.9	14.5	-3.3%	13.6%	10.2%
新加坡 (海峽時報指數)	12.7	11.9	11.4	15.0	3.6%	7.1%	4.3%
香港 (恒生指數)	11.3	10.4	9.5	14.5	7.6%	8.4%	8.8%
台灣 (台灣加權股價指數)	15.1	14.1	-	16.0	-8.5%	7.5%	-
南韓 (首爾綜合指數)	11.3	9.5	8.5	12.5	-18.8%	18.3%	11.8%
中國 (恒生中國(香港上市)100 指數)	9.1	8.2	7.5	13.0	9.8%	-20.3%	51.0%
馬來西亞 (吉隆坡綜合指數)	16.3	15.3	14.6	16.0	-0.8%	6.4%	5.1%
泰國 (泰國股價指數)	15.0	13.7	12.7	14.0	2.4%	9.3%	8.0%
印度 (印度孟買指數)*	18.6	15.7	-	18.0	23.8%	18.8%	-
印尼 (雅加達綜合指數)	15.4	13.8	12.8	16.0	11.9%	11.8%	7.9%
俄羅斯 (俄羅斯交易系統指數)	5.7	5.2	4.9	7.0	1.3%	8.7%	6.2%
巴西 (巴西聖保羅指數)	11.6	10.5	9.4	11.5	25.0%	10.4%	11.7%
澳洲 (標普澳洲綜合 200 指數)	15.2	14.8	-	-	5.2%	2.9%	-
納斯達克 (納斯達克 100 指數)	20.5	18.0	15.7	-	1.2%	13.8%	15.2%

債券類別	到期 收益率 (%)	信貸息差(基點)
新興市場債券	5.3	289
新興市場企業債券	5.5	309
新興市場高收益債券	7.6	519
新興市場主權債券	4.7	229
環球綜合債券	2.0	-41
美國綜合債券	3.1	69
亞洲債券	4.3	189
亞洲企業債券	4.7	229
亞洲 BB 級別債券	5.9	349
亞洲 BBB 級別債券	4.0	159
美元高收益債券	6.4	399
環球高收益債券	6.4	399
歐元高收益債券	4.3	189

資料來源：彭博及奕豐金融編纂。回報以當地貨幣計算，MSCI 指數回報則以美元計算。數據截至 2019 年 3 月 31 日

\*日本和印度市盈率的預測均是基於 2019 年、2020 年及 2021 年的 3 月，亦即是財政年度結束時計算。回報以當地貨幣計算。

\*\*澳洲市盈率的預測均是基於 2018 年、2019 年及 2020 年的 6 月，亦即是財政年度結束時計算。回報以當地貨幣計算。

## 投資組合表現回顧

(數據截至 2019 年 3 月 31 日)

回顧第一季表現，成熟市場方面，代表歐洲市場的 Stoxx 600 指數按季升 12.3%，美國標普 500 指數升 13.1%，日經 225 指數則升 6.0%。新興市場方面，代表中國 A 股的滬深 300 指數及代表中國 H 股的恆生中國（香港上市）100 指數，分別於季內上漲 28.6%和 13.5%。季內新興市場表現略遜於成熟市場，代表新興市場的 MSCI 新興市場指數於雖上升 9.5%，但仍不及代表成熟市場的 MSCI 所有國家世界指數同期上揚 11.6%為佳。

季內表現一枝獨秀的毫無疑問是中國股市，單是 H 股的表現已難尋敵手，更遑論教部分投資者瞠目結舌，升幅近三成的 A 股。不過，這並未太過出乎我們意料。事實上，早於去年下旬我們已多番指出中國股市估值跌至標準差的水平，相當吸引。當時在悲觀氣氛籠罩下，環球市場投資者就中國疲弱的數據產生經濟硬著陸的擔憂，加上當時中美貿易戰解決仿佛遙遙無期，導致出現超賣使估值罕有地低殘。然而，在第一季中美兩國談判進展神速，配合中國政府的各種刺激經濟措施例如降準，減稅降費等，內憂外患皆有緩解下，刺激 A 股和 H 股估值得以從谷底強勢收復，雄據季度表現最佳市場頭兩名。

組合成立至今，進取型投資組合升 34.9%，中度進取型組合升 32.2%，而平衡型組合升 25.4%（數據截至 3 月 31 日）。

就債券部分而言，隨著中美兩國貿易談判出現曙光，加上環球主要央行轉鴿，貨幣政策由緊轉鬆，市場風險胃納改善。高收益債券成為表現最佳的債券類別，而新興市場債券錄得不俗升幅。

截至 3 月 31 日，中度保守型及保守型的組合由成立至今分別上升 19.3%及 14.7%。

[除非另有說明，上述回報率均按當地貨幣計值]

投資組合	自 2015 年 8 月 31 日以來 的累計回報*	指數回報
進取型	34.91%	26.84%
中度進取型	32.16%	23.19%
平衡型	25.36%	19.53%
中度保守型	19.27%	15.88%
保守型	14.66%	12.23%

資料來源：彭博及交豐金融編纂。管理組合於 2015 年 8 月 31 日成立。數據截至 2019 年 3 月 31 日。組合表現以 20 萬港元計算，並計入股息和銷售費用。組合表現數據乃基於相關基金的估值日期的價格及以港元資產淨值計算，並把股息在派息日再投資。適逢個別基金假期，相關基金當日的資產淨值將以最新可供的資產淨值取替；若投資組合於成立首年的表現數據不足一個曆年，則由投資組合成立日至該曆年的最後一天計算表現數據。指數表現數據乃基於相關指數估值日期的價格並以港元計算。過去表現並不代表將來回報。投資組合表現僅供說明之用，並不代表客戶組合的實際和將來表現。



代表跑贏的一方

## 投資展望

## 組合策略

市場	組合配置
<b>股票</b>	
美國	減持
歐洲	減持
日本	中性->增持
亞洲 (日本除外)	增持
歐非中東	增持
拉丁美洲	增持->減持
中國 H 股	增持
<b>債券</b>	
短存續期債券	增持
亞洲投資級別債券	減持
亞洲高收益債券	稍為減持->中性
新興市場債券	稍為增持
環球高收益債券	中性->減持
環球債券	中性

## 重股票、輕債券

環球股市於今年首季強勢反彈。以指數貨幣計，除了馬來西亞外，在我們研究範圍中其他所有股市均錄得正數回報，其中多個市場更錄雙位數字升幅。中國 A 股（滬深 300 指數）季內大升接近三成，成為今年首季表現最佳市場。除了中港股市外，其他新興及亞洲單一股市表現未算突出，以致整體新興市場跑輸成熟市場。成熟市場方面，美國和歐洲股市表現尤其突出，但日本股市則受日圓升值而令升幅受限。

經過 2018 年的股債齊跌後，全球債券收益及股票市場的整體估值普遍出現提高，為投資者締造了來自各個板塊的投資價值及機遇。相比債券收益市場，股市相對更吸引。這是因為股市 2019 年及之後的盈利收益率高於債券收益市場。2019 年全球經濟雖將放緩，但仍有望保持正增長，因此企業盈利增長前景仍得到支持。在股本回報率等企業指標的改善下，2019 年和 2020 年的全球企業盈利增長預期分別為 1.8% 和 10.5%。我們將於 2019 年繼續建議投資者維持「重股票、輕債券」的資產配置。

## 股票市場

### 成熟市場

美國第四季 GDP 按季年度化增長 2.2%，遜於市場預期的 2.4% 和上季的 3.4%，雖仍連續 19 季度錄得增長，惟增速進一步放緩。3 月 ISM 製造業 PMI 由兩年低位稍為回升至 55.3；2 月 NAHB 住宅建築商信心指數維持於近 4 年低位的 62；2 月 NFIB 中小型企業信心指數略為回升至 101.7，差過市場預期；以上均反映美國經濟在長達逾八年的復蘇期後開始呈現乏力及見頂的跡象。就業市場方面，2 月非農就業增加職位意外只增加兩萬，失業率仍徘徊在 3.8% 的低位。利率政策方面，聯儲局於 3 月份維持利率不變，並表示將於今年 9 月暫停縮表，其鴿派態度超乎市場預期。

歐元區 2018 年第四季國內生產總值 (GDP) 按年上升 1.1%，差過市場預期 1.6%，經濟增速進一步放緩；2 月失業率跌至 7.8%，為 2008 年 10 月以來最低；3 月製造業採購經理人指數 (PMI) 降至 47.5，為近六年新低，並低於市場預期的 47.7；3 月德國 IFO 商業景氣指數結束連跌走勢，並回升至 99.6。歐洲央行於 3 月議息會議上推出第三輪長期再融資操作 (TLTRO)，並將加息計劃延至明年。

日本第四季 GDP 按季年度化增長為 1.9%，遜於市場預期的 1.7%，避開了技術性衰退。季內消費和投資均從上季的颱風和地震等天災中恢復過來。1 月核心機械生產按年下跌 2.9%，跌幅高過預期的 -2.1%，為近 4 個月以來首次下跌；2 月出口較去年同期下跌 1.2%，為 2016 以來首次錄得三連跌；2 月工業生產按年上升 1.4%，為近 4 個月以來首次上升。

### 投資策略：

我們認為美國經濟經已見頂，未來經濟增速將會回落。主要領先指標顯示出美國經濟活動已明顯減慢，尤其是消費方面數據。工資壓力、增長放緩和加上非金融部門的負債因素的結合或將影響企業的收入增長及對淨利率造成壓力。由聯儲局的「自動導航」的表態到今年 9 月暫停縮表，前後短短三個月的重大貨幣政策變化反映當局對經濟前景的憂慮。儘管今年首季反彈，但美股盈利年初至今被下修超過 5%，而美國經濟經已見頂，未來盈利增速將會放緩。相對不少市場而言，美股不算便宜。在此背景下，我們仍然認為收入穩定、股息較高的價值股將會跑贏增長股。

儘管今明兩個財年的預測盈利增長較慢，但日股估值吸引，其預測市盈率於歷史低端徘徊；而其預測年化回報率為雙位數字水平，較美國和歐洲股市更吸引。儘管日圓走強導致日股今年走勢相對跑輸，我們認為日本宏觀經濟環境將在未來幾個季度進一步好轉，工業及消費相關公司的盈利有望繼續增長，從而為日本股市走高奠定基礎。

## 新興市場

巴西股市今年首季表現波動。巴西聖保羅指數曾於 3 月升至歷史高位的 99993.92 點，其後開始調整，但全季仍能錄得升幅。原本支持改革的 11 個政黨聯盟領袖要求修改退休金改革草案中的部份條款，市場憂慮改革前景而令巴西股市下挫，其後巴西總統、眾議院院長與經濟部長表態和解，加上法院釋放前總統泰梅爾，政治及改革風險稍為消除，巴西股市再度反彈。

歐非中東方面，油價季內反彈，布蘭特原油由去年年底的每桶 54 美元升至每桶 67 美元在去年 11 月中時水平，帶動以輸出石油為主要經濟支柱的俄羅斯股市。隨著土耳其選舉再即，民眾儲蓄美元以防不測，土耳其里拉大貶，央行收緊貨幣政策以穩貨幣，導致當地隔夜拆借成本急升，股市重挫。

經歷去年第四季的拋售後，中港股市於季內報復式反彈。人民銀行於今年首季進行全面降準 1 個百分點，累計釋出 1.5 萬億元人民幣資金，較寬鬆的貨幣政策取態幫助收復市場信心。此外，中央在兩會期間公佈更多減稅降費措施，全年預測減輕企業稅收及社保繳費達兩萬億人民幣，刺激股市上升。然而，季內公佈的經濟數據普遍令人失望。1-2 月全國規模以上工業增加值累計按年上升 5.3%，增幅為 17 年來最低；今年首兩月規模以上工業企業利潤按年大跌 14%，跌幅為 2011 年以來最大；2 月 PPI 按年增長 0.1%，與上月持平，為 2016 年 9 月以來最低增速。

## 投資策略：

截至 2018 年 2 月 25 日，彭博市場共識顯示 MSCI 亞洲（日本除外）指數市場上公司的 2019 年和 2020 年預測盈利增長將為 -0.4% 和 13%，而預測每股盈利將於 2020 年創新高。我們認為要達到 2020 年每股盈利升 13% 的水平並非難事。以佔 MSCI 亞洲（日本除外）指數比重最多的中國為例，面對經濟放緩，人行的貨幣政策經歷由金融去槓桿到全面降準的大轉變，基調已變得較為寬鬆，甚至意圖減低去槓桿力度，同時推出包括減稅等財政刺激措施；我們預期未來將有更多措施出台。而同為出口導向經濟體的南韓及台灣，雖然半導體因過度投資正處於下行週期，但市場預期 2019 下半年半導體市場將迎來反彈，加上物聯網、人工智能和 5G 等新概念將成為下一代的科技增長核心，對於高階晶片的需求漸趨龐大，將帶動南韓及台灣的經濟發展。對於目前 13% 的盈利增長預測，市場預期頗為悲觀。

### 中港股市估值低廉

雖然中國最近的經濟數據持續疲弱，但過往壓制著中國股市的中美貿易戰似乎有轉機，繼美國宣布推遲對中國商品加徵 25% 關稅的相關措施至明年 3 月 2 日後，中國也已經恢復向美國採購大豆，及有傳內地計劃將汽車關稅由 40% 下調至 15%。中美雙方就貿易談判態度積極，令市場憧憬談判能帶來建設性進展，對中國企業未來一年的盈利前景持樂觀的態度更值得我們注意的是在中國受到經濟下行壓力的情況下，在政策方面似乎慢慢趨向寬鬆，自去年起開始減低去槓桿力度，同時推出更多刺激經濟措施，如人行宣布降準、減稅降費措施等。在剛剛結束的中央經濟工作會議中明確地指出，今年將要強化逆周期措施，加大財政政策力度，並實施更大規模的減稅降費。我們預期中國將在本年陸續推出更多措施，務求穩定甚至刺激經濟。我們並不認為中國經濟將硬著陸。



## 債券市場

今年首季，主要債券類別均錄升幅。10 年期美國國債債息於季內累跌近 27 基點至 2.41 厘，以發達國家主權債券為主的環球債券繼續反彈。季內，美國三個月期及十年期國庫債券的孳息曲線(10 年-3 月曲線)自 2007 年後首次出現倒掛，一度引起市場對經濟衰退的憂慮。另一方面，歐洲央行推遲加息計劃至明年年中，並將於 9 月推出第三輪長期再融資操作。美歐貨幣政策急轉向由緊變寬，市場預期低息環境將會持續，利好主權債券。

去年第四季遭到拋售、受油價重挫及通用電氣債券評級遭下調而遭拖累的美國高收益債券於季內強勢反彈，成為今年首季表現最佳的債券。新興市場硬幣債券亦出現反彈。隨著巴西政府及國會的關係改善，而退休金改革法案於下議院審議似有進展，種種因素都利好巴西債市。受惠油價於季內反彈，產油國墨西哥、哥倫比亞及俄羅斯等國債反彈。印尼央行表示已準備入市購買國債以作干預，以防資金外逃帶來金融體系波動；另外，惠譽確認該國 BBB 信貸評級，且維持展望為穩定。

在中美貿易談判進展良好、聯儲局對貨幣政策態度轉鴿，市場風險偏好改善，亞洲高收益債券顯著反彈，並收修了去年跌幅的失地。人行於今年 1 月全面降準、內地信貸更趨寬鬆、多省表示穩地價房價政策方向的背景下，離岸內房債的表現更佳。iBoxx 中資美元房地產債指數於今年首 3 月累計反彈超過 8%。

### 投資策略：

受去年 10 月跌市及 11 月恒大子公司發債影響，亞洲高收益債券息差已跌至近+1 標準差水平，反映估值吸引。在估值跌至低位下，今年亞洲高收益債券強勢反彈，在一輪升勢後其息差跌至略低於歷史均值水平，但我們認為該板塊仍有不少投資機會。去年主要在港上市內房的合約銷售增速放緩，但多數房企（大型為主）保持正增長，反映行業正在整合。在房地產銷售下行（尤其是三四線城市）下，內房信貸質素將會轉弱，但整體信貸風險可控。多數大型內房今年銷售目標並不進取，可以預期今年內房將平穩增長。今年首季不少內房發債進行再融資，近期發行利率似有穩定趨勢，但息率仍處較高水平，我們預料 2019 年仍有更多息率吸引的新債發行，屆時將有不少投資機會浮現。另外，在動盪市況下，危機中的基金王者如短存續期基金及環球債券基金能夠發揮穩定組合的功用。

## 風險披露聲明 - 投資組合

**投資風險** - 過往表現未必是將來表現的可靠指標。相關投資的價值及其衍生的回報會有所波動，可升亦可跌。概不能及不會保證投資組合將達到其投資目標，亦不保證客戶可收回本金。

**單一國家 / 行業風險** - 投資組合可投資於資產集中於單一國家或行業的證券，相對將國家風險分散於多個國家的證券而言，該證券或就該特定國家或行業而承受更大的市場、政治、法律、經濟及社會風險。因此，單一國家或行業證券的價值或會較分散投資於更多數量國家或投資項目的證券波動。*\* 若基金於成立首年之表現數據不足一年，所顯示之基金表現數據乃由基金成立日至該年度的最後一天計算。*

**固定收益證券及評級下調風險** - 投資組合可投資於固定收益證券。固定收益證券承受發行人履行支付本金及利息能力的風險（信貸風險），亦可能因利率敏感度、有關發行人借貸能力的市場看法及一般市場流通性等因素而承受價格波動的風險（市場風險）。投資組合可投資於對利率敏感的固定收益證券。利率上升一般會降低固定收益證券的價值，而利率下降一般會增加固定收益證券的價值。因此，投資組合的表現將部分取決於預測及應對市場利率波動，以及盡量減少投資資本相關風險的同時運用適當策略獲取最大回報的能力。固定收益證券亦承受評級下調的風險，有關下調可導致投資組合價值大幅下跌。

如欲了解詳細組合風險，請點擊：[https://secure.fundsupermart.com.hk/hk/main/download/risk\\_ch.pdf](https://secure.fundsupermart.com.hk/hk/main/download/risk_ch.pdf)

## 重要資料

上述投資組合由奕豐金融（香港）有限公司（“奕豐金融”）管理，奕豐金融持有證監會發出之牌照以進行第1類（證券交易），第4類（就證券提供意見）和第9類（提供資產管理）的受規管活動。

本文件由奕豐金融編制，並未經證監會審閱。所述之所有資料乃從相信屬可靠及當前的資料來源，但並不保證精確無誤。本文中所述的表現數據及資料均於月末或季末被接收，並未經獨立驗證。本文件不應被理解為任何由奕豐金融提供的要約，招攬，投資諮詢，相關投資組合的研究或推薦。投資者作出任何投資決定前，應考慮自己的個人情況及相關投資組合的特定風險。投資者不應單以本文件為唯一參考而作出投資決定，並應尋求獨立的專業意見以評估該投資組合的風險及合適性。

投資涉及風險，過去的表現並非未來回報的保證。投資組合的投資回報和本金值會有波動，其中投資者的單位，在贖回的時候，或比原來所投資的本金低。投資組合目前的表現可能會低於本文所述的數據。過往表現記錄是基於個別的投资組合，並不代表實際的客戶賬戶的表現。投資組合或有固有的局限性，如有關執行交易或流動性，其他限制市場因素的影響等。相關表現目標並非客戶已經或將會實現的收益的指標。欲了解更多信息和披露，請點擊<https://www.fsm.hk/>。本文件的版權由奕豐金融持有，未經奕豐金融同意，不得複印、複製、出售或分發。