



# 理財通訊

通達理財客戶專享第四期

二〇二〇年第四季  
[www.hk.bankcomm.com](http://www.hk.bankcomm.com)

## 前言

面對百年一遇的公共衛生危機，無論宏觀經濟或日常生活模式均迎來新常態。最近，美國聯儲局發佈了全新貨幣政策框架，加上抗疫、中美關係及美國大選等挑戰下，本期《理財通訊》嘗試為您探討市況，助您穩中求勝。

## 大市呈波動 建議先止賺

梁志麟 — 交通銀行香港分行環球金融市場部

全球新冠肺炎疫情逐步受控，各國政府及央行推出刺激財政及貨幣政策，帶動標指及納指創紀錄新高，由3月低位累積升幅分別超過六成及八成，直至近日才高位回落。踏入第四季，市場可以用困難重重來形容，其中一個風險落在美國11月總統大選。

歧視及警暴問題引發全美示威，部分地區更出現放火、搶劫甚至傷人事件，加上疫情重創經濟，導致特朗普支持度下跌。不過，持續的暴力事件開始令民眾反感，加上美國經濟逐步重啟，令特朗普跟拜登的民調差距收窄，可能要到大選當日才可確定最終贏家。無論最終誰勝誰負，估計大選前特朗普將推出更多反華措施以爭取選票，或增美股波動性。年底大選塵埃落定後，由於美股已累積一定升幅，不排除投資者減持鎖定利潤，令美股有較明顯的回調。

另一焦點落在脫歐貿易談判。觀乎英歐代表的言論，雙方在公平競爭原則、捕魚權等議題仍然存在分歧，同時英國首相約翰遜提出《內部市場法案》，推翻雙方早前簽訂的脫歐協議，硬脫歐風險急增有機會令英鎊下試1.25。可幸的是，過去的脫歐風波對英國以外的資產影響有限，投資者無需過分憂慮。

至於全球一直關心的疫情發展，早前本港及歐美均有病人出現二次感染新冠肺炎，反映自身抗體未能抵抗病毒，亦代表疫苗或未能完全杜絕所有新冠病毒。雖然

疫苗成效存在隱憂，但大型藥廠陸續成功低成本及高效的快速檢測，甚至可連結手機程式作為出入境及重要場所的通行證，將有助經濟重回正軌，因此整體疫情發展仍然審慎樂觀。

總括而言，政治事件將令第四季資產市場趨向波動，加上美股3月至今已累積一定升幅，機構投資者有機會於年底獲利離場。若散戶有幸於第二季低位吸納，可考慮趁高位減持，待明年初再部署。而隨著低成本快速檢測面世，估計新冠病毒的影響將逐步減退。



**注意：**本報告已力求所提供的資料為可靠及中肯，惟對內容之完整、準確及有效性不作任何保證。本報告亦不構成任何投資或買賣建議，讀者應對本報告進行獨立評估及判斷，並建議在進行有關投資或買賣時徵詢專業人士的意見。

本文件由交通銀行股份有限公司香港分行（於中華人民共和國註冊成立的股份有限公司）提供

# 風格傾向：增長股飆升將於 2020 年重塑美國股市

聯博香港有限公司

在新冠肺炎疫情引致股市下跌及反彈期間，美國增長股以創紀錄水平跑贏價值股。如今，增長股似乎較為昂貴，但這取決於投資者評估的角度。那麼，此等趨勢可能將會持續嗎？投資者應如何在不同的股票風格中進行部署？

美國增長股在 2020 年的大部分時間內表現飆升。截至 8 月 18 日，羅素 1000 增長指數上漲 23.4%，較羅素 1000 價值指數高出約 34%。在截至 7 月 31 日的 12 個月內，美國增長股以創紀錄水平跑贏價值股，甚至超越 2000 年互聯網泡沫破滅之前的優異表現（圖表 1）。目前，面對抗疫、美國大選及中美緊張關係等眾多挑戰，投資者正試圖弄清此等市場趨勢是否會持續。

**圖表 1：增長股與價值股之間創紀錄水平的差距**



截至 2020 年 7 月 31 日

資料來源：羅素投資及聯博

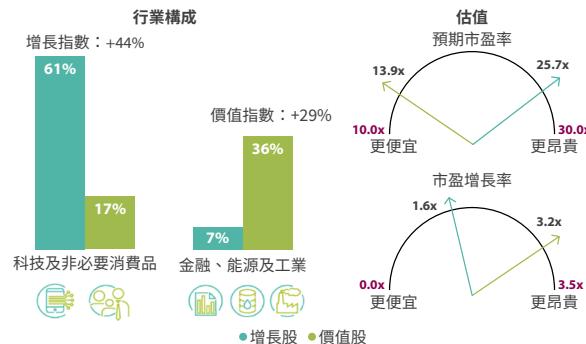
## 行業權重推動表現

此等表現模式的背後是什麼？各項指數均存在不同的行業或主題傾向，且非是特意設定（圖表 2，左）。目前，增長指數擁有極大的非必需消費品及科技股權重。然而，價值指數則高度集中於週期性行業，例如金融、工業及能源，在新冠肺炎疫情導致的衰退及其他宏觀經濟因素的衝擊下，此等行業均面臨嚴峻挑戰。因此，其表現通常受到政府政策、油價走勢（目前正在靠穩）及利率（在可預見的將來不太可能上升）的嚴重影響。

## 增長股是否價格過高？這需要看情況而定

估值並非易事（圖表 2，右）。基於 2022 年的預期市盈率一可能是最受歡迎的估值指標，增長股估值為 2022 年預期盈利的 25.7 倍，而價值股目前的估值則較增長股折讓 85%。因此就面值而言，增長股似乎更為昂貴。

**圖表 2：美國價值股與增長股—理解各項風格因素**



截至 2020 年 8 月 18 日

基於羅素 1000 增長指數及羅素 1000 價值指數。估值基於 2022 年預期盈利。市盈增長率估值基於指數 2022 年市盈率及長期盈利增長。

資料來源：FactSet 及聯博

然而，考慮到此等公司有望實現更高水平的增長，目前估值實際上顯得更合理。根據 2022 年的市盈增長率，當盈利預期在今年市場崩潰後靠穩時，價值指數估值將是增長指數的兩倍。

大約兩年前，我們觀察到類似的趨勢，並認為在經歷長達 9 年的牛市後，處於美國經濟週期的末段，在價值股與增長股之間進行簡單的選擇並不合適。自疫情爆發以來，雖然市場及宏觀經濟狀況發生巨大的變化，但我們認為此觀點至今依然適用。儘管如此，鑑於存在估值、宏觀經濟及監管風險（例如科技行業的潛在法規），波動性可能會繼續加劇，而且市場風險將會增大。對於很多公司而言，尤其是價值領域的公司，疫情令市場對其償付能力的擔憂有所上升。

部分投資者可能會在兩種風格中找到具吸引力的候選股。我們認為，資產負債表穩固、債務水平較低且不依賴於經濟週期來實現增長的公司，是克服危機的理想增長型候選股。而價值股方面，值得考慮的股票包括擁有具吸引力估值、優質資產負債表及現金流量的公司。投資者應在風格指數之外尋找主動型策略，旨在透過新冠肺炎疫情危機及長期復甦尋找最理想的回報潛力來源。

截至 2020 年 8 月 28 日。資料來源：聯博

本文件所包含的資料反映 AllianceBernstein L.P. 或其聯屬公司的意見及其認為於公佈當日乃可靠的資料來源。AllianceBernstein L.P. 不就任何資料的準確性作出聲明或保證。概不就本文件所載任何預測或意見作出保證。過往表現並非未來業績的保證。於此處發表的意見在公佈日期後可能會隨時變動。本文件僅供參考，並不構成投資建議。AllianceBernstein L.P. 並不提供稅務、法律或會計建議，亦不會考慮投資者的個人投資目標或財務狀況，投資者在作出任何決定前，應先與合適的專業人員討論其個別情況。本資料不應被理解為銷售或營銷材料或遊說之要約以購買或出售由 AllianceBernstein 或其聯屬公司推薦的任何金融工具、產品或服務。

投資涉及風險。本文件並未經證券及期貨事務監察委員會審閱。本文件由聯博香港有限公司 (AllianceBernstein Hong Kong Limited) 發出。

©2020 AllianceBernstein L.P. [A/B] 標誌為 AllianceBernstein 的服務標記，而 AllianceBernstein® 為註冊商標，須獲得其擁有人 AllianceBernstein L.P. 的批准方可使用。

# 聯儲局新政：亞洲市場喜訊？

摩根基金（亞洲）有限公司

「別跟央行作對」這句華爾街名言耳熟能詳。對不少投資者而言，聯儲局的政策取向對後市具指引作用。最近，當局發佈了全新貨幣政策框架，投資者可嘗試了解當下三大必修題，以剖析新政的投資啟示。

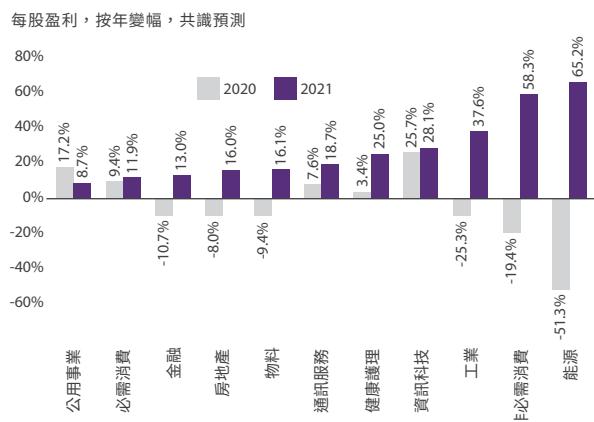
## 問題一：聯儲局調整政策框架有何投資啟示？

- 聯儲局在 8 月 27 日公佈將推出全新貨幣政策框架，訂立 2% 平均通脹目標。倘若通脹持續低於目標，當局將允許通脹在一段時間內高於 2% 的平均目標。
- 聯儲局傾向以核心個人消費開支平減指數來衡量通脹水平，而數據在過去五年的平均值為 1.7%，期間只曾在三個季度高於 2% 的政策目標。
- 聯儲局最新的貨幣政策調整，意味當局嘗試透過其公信力刺激通脹預期向上，帶動合理價格升幅。由於聯儲局目前的首要任務為支持美國經濟增長，故此當局允許通脹，並暫緩收緊貨幣政策，如縮減資產購買規模及加息等。

## 問題二：政策持續寬鬆，風險資產投資機遇何處尋<sup>1</sup>？

- 隨著聯儲局料維持低利率一段較長時間，並採取一系列政策以實現其通脹目標，我們認為股票和企業債券等風險資產可望受惠。
- 成熟市場經濟增長放緩，人口結構改變和城鎮化進程卻帶動亞洲長期趨勢發展，令亞洲成為尋求增長機遇的理想選擇之一。
- 亞太股票（除日本）今年首季下跌 20.7%，隨後於第二季回升 18.5%<sup>2</sup>。
- 而亞太股票（除日本）市場內，有不少行業的盈利預期亦有所改善<sup>3</sup>。

## 亞太股票（除日本）：各行業預測盈利情況<sup>3</sup>



## 問題三：我們如何致力捕捉亞洲股票機遇<sup>1</sup>？

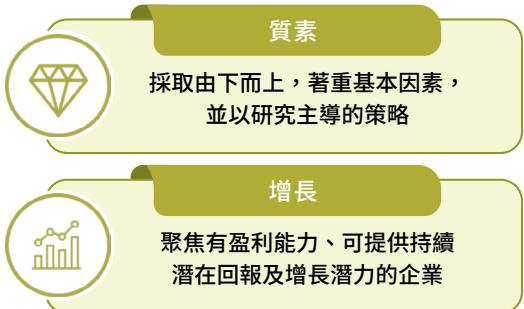
### 1. 把握不同行業機遇

亞洲中產階層持續擴大，有助帶動各行各業的長線需求，不受經濟週期影響。



### 2. 聚焦質素及增長

憑藉具備地方智慧和豐富經驗的專業投資團隊，可望發掘我們認為可受惠亞洲經濟蛻變趨勢的企業。



## 總結

隨著美國通脹長期低於目標，聯儲局最新的政策調整反映當局傾向允許通脹，並維持貨幣政策寬鬆。

由於美國很可能維持寬鬆貨幣政策一段更長時間，我們繼續看好可受惠長期結構性增長趨勢的亞洲股票。

1. 僅供說明之用，根據現時市況，並可適時作出轉變。投資產品並不一定適合所有投資者。投資組合的資產配置可因應個別投資者的需要及市場狀況而轉變。

2. 資料來源：彭博財經社，MSCI，摩根資產管理。指數為 MSCI 綜合亞太（除日本）指數。指數不包括費用或營運開支，亦不適用於實際投資。過往表現並非當前或未來業績的可靠指標。反映截至 2020 年 6 月 30 日的最新數據。

3. 資料來源：FactSet，MSCI，摩根資產管理。行業指數為 MSCI 綜合亞太（除日本）指數旗下指數。指數不包括費用或營運開支，亦不適用於實際投資。所用共識預測為 FactSet 的曆年估計。僅供說明之用以說明一般市場趨勢，該資訊不應被理解為任何投資建議。預測或假設，可能或不可能實現。過往表現並非當前或未來業績的可靠指標。反映截至 2020 年 8 月 14 日的最新數據。

僅供說明之用，根據本文件製作時之市況，該資訊不應被視作或理解為任何投資建議。預測或估計可能或不可能實現。

投資涉及風險。投資產品並非適合所有投資者。過往表現並非當前或未來業績的可靠指標。請參閱銷售文件所載詳情，包括風險因素。投資者應在投資前先徵詢專業顧問的意見。投資產品與定期存款並非類同，亦不適合作出比較。上述僅為本文件製作時之意見及觀點，可隨時變動，該資訊不應被視作或理解為任何投資建議。估計、假設及預測僅供說明之用，可能或不可能實現。本文件未經證監會審閱，由摩根基金（亞洲）有限公司刊發。

# 全方位涵蓋中港美三地中資版圖

安聯環球投資亞太有限公司

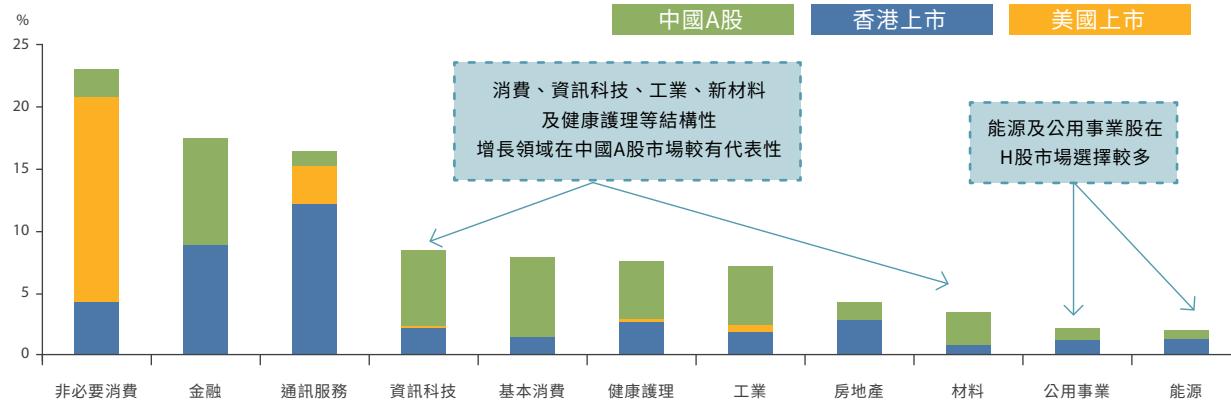
在內地上市的 A 股、在香港上市的中資股、在美國以預託證券形式上市的中概股，三者各有特色，與其集中在任何一個單一市場，不如以全方位策略，一次過涵蓋中國投資版圖。

## 三地中資股份各有特色

涉足中資股的國際投資者，初時以香港上市的股份為主要投資對象。其後隨著部分中概股遠赴美國上市，投資者有了更多選擇，再加上中國 A 股市場逐步開放，從此投資者可以透過互聯互通計劃，直接買賣滬、深兩地的股市，進一步開啟了投資中國的大門。

在香港上市的中資股，多數以金融、通訊及公用事業等「舊經濟」股份為主，另外再加一些科技巨無霸。至於美國上市的中概股，則集中在非必需消費及通訊板塊。相較之下，A 股在「新經濟」股份方面更加豐富，特別是在旅遊、娛樂、5G 設備、健康護理、工業自動化、新能源汽車及生物技術等，開拓投資者的視野及選擇。合理投資三地中資股份，將能夠互補長短，把握多元的中國增長潛力。

## MSCI 中國全股票指數的行業分佈



圖：資料來自彭博、安聯投資，截至 2020 年 6 月 30 日

本文內所載的資料於刊載時均取材自本公司相信是準確及可靠的來源。本公司保留權利於任何時間更改任何資料，無須另行通知。本文並非就內文提及的任何證券提供或邀請或招攬買賣該等證券。閣下不應僅就此文件提供的資料而作出投資決定，並請向財務顧問諮詢獨立意見。投資涉及風險，尤其是投資於新興及發展中市場所附帶之風險。過往表現並非未來表現的指引。投資者在投資之前應細閱銷售文件，瞭解基金詳情包括風險因素。本文件並未經香港證券及期貨事務監察委員會審核。發行人為安聯環球投資亞太有限公司。

## 回歸香港上市創新機遇

隨著中美關係日趨緊張，部分中概股有意由美國轉到香港上市，情況值得關注。海外的中概股能夠回歸香港上市、甚至是回歸到 A 股上市的話，將會去除市場的不確定因素。並且，回歸中港上市的優質企業中，有不少能長遠受惠於中國結構轉型，這將吸引更多香港及內地的投資者，有望擴大投資者基礎群，並帶來更多的機會。

## 嚴守三大投資原則

在挑選三地的中資股時，可遵守增長、質素和估值三大原則。增長方面，可集中選取一些利潤增長遠高於大市或同業的股票。其次，是不受市場情緒所干擾，挑選估值合理的股份。第三，是重視股份質素，包括公司的財務狀況及管治情況。

2020 年下半年，我們集中發掘一些能受惠於下半年中國經濟復甦的股份，包括了以內需為主的家電、汽車或旅遊娛樂相關的股票，以及一些受惠於經濟刺激政策的板塊，例如基建工程的設備供應鏈等。



# 美國大選在即，如何應對或將增加的市場波動？

惠理基金管理公司

美國聯儲局在 8 月底表明延續寬鬆的方針，將基準利率維持在歷史低位，並提高對未來通脹率之容忍度，接受通脹短暫高於 2% 的目標，意味聯儲局一段長時間按兵不動，將息口維持目前水平。前方多重風險埋伏，低息環境使美元偏軟，弱美元能提振亞股行情。市場對亞洲企業的盈利前景仍然正面，在利率低企下能夠創造收益的產品少之又少的背景下，亞洲高息股債的投資價值如何？

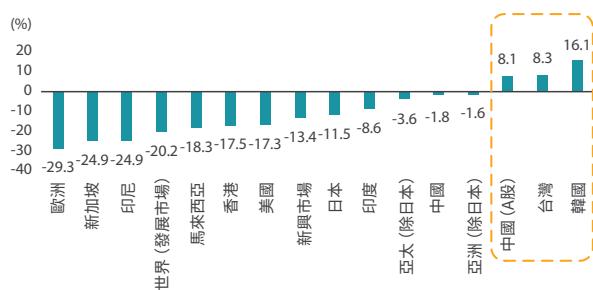
就股市的技術走勢而言，目前亞洲經濟邁進復甦周期，疫情後今年次季整體企業盈利回穩，甚至已返回淨盈利上調修正，傳統上有利於估值較相宜、業務穩健的價值型 (Value) 股票。在復甦早段，價值股票通常會跑贏大市。上一次由漲幅強勁的動態型股票 (Momentum) 轉換到價值型是於 2019 年 8 月。我們正在觀望中美外交風波的後續影響和環球經濟的基本面，因為宏觀經濟數據改善和復甦周期會為價值型股票提供技術上支持，帶動第二波的價值輪換 (Value rotation)。

## 亞企盈利增長優

疫情洗禮之後，不同市場和行業的復甦進展不一，就亞洲而言個別市場增長前景亦有差異，韓國每股盈利按年增長達 16.1% (圖一)，台灣和 A 股市場則預計可接近雙位數的增長，優質公司的能力在過程中會特別出眾。以亞洲 (除日本) 股票市場而言，市場現時期望每股盈利比去年同期下跌 1.6%。

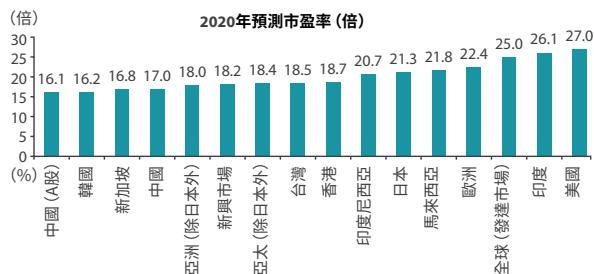
然而我們觀察到，區內企業公佈第二季度業績好過預期後，公司管理層對餘下季度的盈利預視度高，給予清晰的業績指導和預期。估值方面，亞股的市帳率處於長期歷史平均水平，基於強勁的盈利預測，預計股份仍有上望的空間。股息方面，亞洲股息自 2002 年佔股票市場總回報近 50%，而亞洲高息股之股息率高達 5%，遠高於環球及亞洲傳統股票指數。

## 圖一：亞洲部分地區今年每股盈利增長預計跑贏環球主要市場



資料來源：FactSet, I/B/E/S, MSCI 明晟，高盛，截至 2020 年 7 月 31 日

## 圖二：亞股估值吸引



資料來源：FactSet, I/B/E/S, MSCI, 高盛研究，截至 2020 年 7 月 31 日

## 高息股抗跌力較佳

在投資者的眼中，派息股是另一種的「穩重沉實」選擇，因為能派息的公司往往具備成熟的業務、清晰的市場定位、及充足的現金流，自然地此等公司的質素亦於整體市場內位列前茅。

對於高息投資，目前市場對外部風險尤其敏感，投資者宜觀察股市波動性。因為當股票價格下跌時，字面上將股息率大大提高，惟這些股票不一定有定期高派息的習慣。另一指標是企業曾否於不同市況均能保持恒常派息，或其因應市況及業績而轉變。歷史派息紀錄雖可作參考，但公司派息政策可加可減，現金流減少等情況亦會令股息下調機會大增，亦是投資者要了解因素之一。

除了市場風險，地緣政治風波所帶來的風險亦不容忽視，亞洲區的資產面臨中美關係再度惡化的壓力。自今年 5 月，美國政府加強限制出口技術和給予資金予中國大陸企業，當中涉及出口敏感的高端科技之製造技術和供應，主要領域是用於 5G 網絡相容的智能電話內之晶片。美中雙方的爭端相信在短期內難以化解，將於 11 月舉行的美國大選令美股風險依然高企，亞洲和中國股市或會受影響。

前方風險眾多，並不代表我們無法尋找投資機會。波動性走高之際，管理投資組合內的創收能力十分重要，因為優質高息股抗跌力佳之餘，亦能產生收益。加上，美聯儲的論調是希望容忍未來通脹水平，將有更高的加息門檻，息口仍然低企下，能創造收益的資產更見吸引。

## 復甦路徑不一 看好數碼轉型

經過多月的觀察，亞洲經濟體內均有相似的現象，就是疫情爆發期間業務仍能正常運作的公司，均展現尤佳的抗跌力，領先於復甦曲線，增長且估值水平別具吸引力。有趣地，這些企業大多數是受惠於數碼轉型的需求，亦是我們一直密切注視的行業。



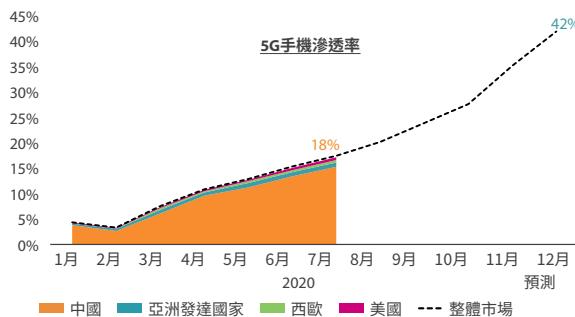
疫情的封鎖措施使在家工作、遙距學習和網上購物成為常態，成為多個板塊的增長動力，包括科技硬件、網上平台、倉庫和數據中心，這些企業亦有參與未來較難逆轉的趨勢增長領域。

以科技硬件板塊作為例子，雖然工廠在短期面臨停工而出現生產延誤，可是有見中國銳意發展 5G 網絡，中長線實際硬件需求仍在。隨著新常態下個人電子產品如筆記型電腦的需求大增，直接拉動 DRAM 記憶體和其他電子零件的產出，科技硬件生產商預計增長合理且穩固。

此外，5G 網絡部署和相關資本支出保持穩定，5G 智能電話總銷售額由中國市場拉動，至今年 5 月升至 13%，預計到 2021 年將達到 35%<sup>2</sup>，周邊零件供應會將按軌上升。目前，全球有能力製造 7 納米晶片的代工廠僅有兩家，三星電子和台積電，均是亞洲企業，可見亞洲先進技術有望將國際訂單由海外帶到區內，鞏固相關行業發展，持續支撐派息率。不過，疫情影響仍未完全退卻，建議投資者宜小心觀察今年餘下季度的智能手機和電子消費產品的需求，或會與預期有所落差。

5G 和科技硬件僅是一例，我們的從下而上的投資研究可見中國的銀行、部分亞洲的電訊公司等因受惠其防禦性，仍預計派出可觀的股息。

**圖三：中國帶動年初至今的 5G 電話滲透率**

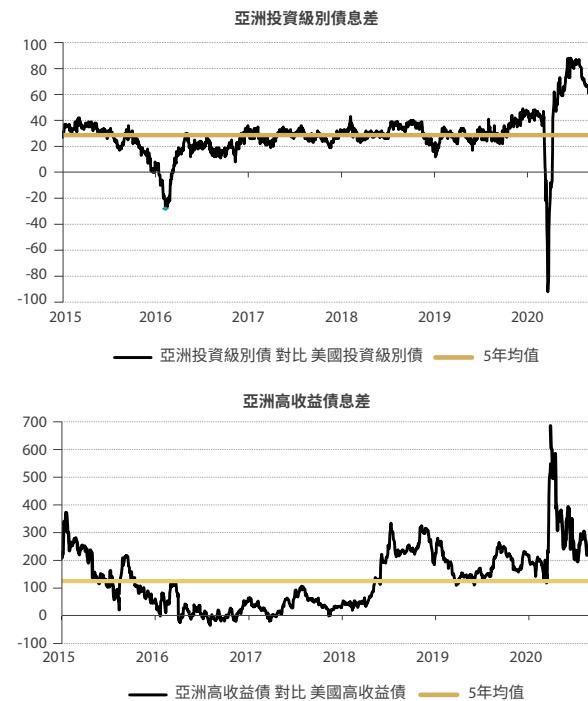


資料來源：GfK，截至 2020 年 8 月

## 亞債息率吸引，有助降低組合風險

相比其他市場，亞洲債券息差吸引。目前，亞洲投資級別債券息差高於美國同類型債券超過 100 基點，亞洲高收益債券息差較美國高收益債券至少高出 200 至 300 基點。要應對低息環境、預期未來風險走高，亞債資產擁有較吸引的孳息率為投資者提供較佳的安全緩衝，料將吸引投資者的目光。

**圖四：亞洲債券息差比美國同類型債券吸引**



資料來源：惠理、美銀美林研究報告、ICE、LLC，截至 2020 年 8 月 31 日

### 資料來源：

1. 惠理、彭博，截至 2019 年 12 月
2. GfK，2020 年 6 月 30 日

本文提供之意見純屬惠理基金管理香港有限公司（「惠理」）之觀點，會因市場及其他情況而改變。以上資料並不構成任何投資建議，亦不應視作投資決策之依據。所有資料是搜集自被認為是可靠的來源，但惠理不保證資料的準確性。本文包含之部分陳述可能被視為前瞻性陳述，此等陳述不保證任何將來表現，實際情況或發展可能與該等陳述有重大落差。

投資涉及風險，基金單位價格可升亦可跌，過往業績並不表示將來的回報。投資者應參閱有關基金之解釋備忘錄，以了解基金詳情及風險因素，投資者應特別注意投資於中國及亞洲區其他市場、非投資級別的債務證券與及中小型市值公司所涉及之風險。此文件未並經證監會審閱。刊發人：惠理基金管理香港有限公司。

客戶服務熱線：223 95559

### 免責聲明

本通訊所載資料只供一般參考用途，並沒有考慮任何個別人士的特定投資目標、財務狀況或其特定需要。本通訊所載之資料並不構成亦不應被視為任何投資意見或任何買賣投資產品或服務之要約、招攬或建議。本通訊輯錄了由第三方發表的文章，該等第三方文章內所表達的任何意見或觀點均是屬於該第三方，並非交通銀行（香港）有限公司（「本行」）的意見或觀點，且有關意見或觀點可能隨時更改，而不作另行通知。本通訊所載的第三方文章是由本行相信為可靠的第三方提供，惟本行並無核證該等第三方文章內所引用的資料和數據。本行對本通訊所載之資料（包括但不限於第三方文章內的任何陳述、數據、觀點、意見或預測）之準確性、完整性、正確性或適時性不作任何保證，本通訊所載之資料和數據亦可能是不完整或經簡撮要，本行並不會就任何人士因直接或間接使用本通訊的任何內容而蒙受的損失承擔任何責任。除非獲得本行的事先書面同意，任何人均不得複印、或以任何方式或任何途徑轉載、分發或傳送本通訊的任何內容予任何其他人士，或將本通訊的任何內容納入另一文件或其他材料中以作其他用途。

### 風險披露聲明

投資涉及風險，投資產品價格有時可能會非常波動。投資產品的價格可升亦可跌，甚至變成毫無價值。買賣投資產品未必一定能夠賺取利潤，反而可能會招致損失。過往業績並非未來指標。投資者作出任何投資決定前，應詳細閱讀有關投資產品之銷售文件及風險披露聲明，仔細考慮產品或服務是否適合其本身的情況，如有需要，應諮詢獨立專業意見。

投資決定是由閣下自行作出的，但閣下不應投資在某一投資產品，除非中介人於銷售該投資產品時已向閣下解釋經考慮閣下的財務情況、投資經驗及投資目標後，該投資產品是適合閣下的。

外幣投資受匯率波動而產生風險。客戶如將外幣兌換為港元或其他外幣時，可能受外幣匯率變動而獲利或虧損。

本通訊只提供中文版。This newsletter is available in Chinese only.