

市場觀點解讀

引言

美國聯儲局在 9 月超預期地減息 50 點子，加上中國政府推出「組合拳」政策以刺激經濟，帶動環球股價市場在第三季錄得不錯表現。進入今年最後一個季度，市場風險卻上升了不少，中東局勢愈趨緊張、亞洲的南北韓關係亦急轉直下，加上 11 月初的美國大選，地緣政治為大市添上更多不確定性。另一方面，投資者觀望中國對房地產的政策放寬能否傳導至實體經濟。未來市況何去何從？我們綜合了投資者近日較常提出的問題，並在此分享我們的觀點。

問：港股 9 月表現突出，未來可作甚麼投資部署？

答：

隨著中國於 9 月宣布推出一系列刺激經濟措施，帶動投資氣氛，香港股票市場於同期表現十分突出，若對中港前景感到樂觀，投資上可對以下板塊多留意：資訊科技板塊 - 隨著中國持續推動科技發展，人工智能、金融科技和綠色科技等領域的公司可能會繼續增長；消費板塊 - 隨著中國進一步刺激內需，消費相關公司，如零售、奢侈品及食品飲料行業將可能隨著經濟復甦而增長；醫療板塊：隨著人口老齡化及醫療技術進步，醫療健康行業的增長潛力巨大；房地產板塊 - 中國政府推出支持房地產市場的政策，降低房貸利率和最低首付比例，這對房地產市場或將帶來正面影響。

然而，環球股市的推動因素不盡相同，中港股市較受估值因素以及資金流向影響。中國今次的支持經濟措施長期效果仍有待觀察。未來政策的重點可能需要轉向更具針對性的財政刺激，以確保經濟復甦的持續性並化解潛在的結構性風險，加上政策效果傳導至實體經濟需時，亦增添一定的不確定性。對於投資者來說，謹慎的策略和多元化的資產配置，將部份資金分散到其他經濟前景較為穩定的市場，將是應對當前局勢的關鍵。

若以美股標普 500 指數和香港恒生指數作一個組合，分別各投資 60%和 40%，統計自 2018 年開始至今，期間經歷了中美貿易糾紛、環球爆發 Covid-19 以及美國 2022 年展開的加息週期等事件，組合期間的回報約 81%，表現雖然略低於 100%投資於美國標普 500 指數，但就大幅跑贏全數投資於恒指，反映一個分散於中美股市的股票組合，長遠有助抵禦市場波動和分散地緣政治等挑戰，為投資組合帶較合理的風險後回報。

圖：港股+美股組合過去 5 年回報



問：你們對於 A 股與 H 股有何看法？

答：

今次政府推出的組合拳措施，其中一招特別向中國股市提供前所未有的大力支持，理論上對中國在岸股市(A 股)有利。根據新的掉期安排，符合資格的金融機構將可使用其持有的任何債券、股票 ETF 或滬深 300 指數股票作為抵押品，從人行換入政府債券或央行票據等高流動性資產。此外，當局將引導商業銀行向公司和主要股東提供貸款，用於回購和增持公司股票。人民銀行承諾為此投入 8,000 億元人民幣，並承諾未來將投入更多資金。市場預期，券商、基金公司和保險公司將可受惠資金鬆綁，相關行業造好可帶動 A 股上升。

但實際上，中國在岸股市(A 股)和離岸股市(H 股)相關性甚高，A 股獲政策支持，H 股亦能受惠。根據彭博數據，過去 3 年(截至 10 月 17 日)，恆生國企指數和滬深 300 指數的走勢甚為一致(見下圖)。A 股和 H 股的投資者結構甚為不同，A 股主要由本地投資者驅動，H 股則有較多外資和機構投資者參與。過去數年外資對於中港股市信心下降，特別關注中國房地產市場低迷對經濟的影響，而政府近期推出針對房地產支持的措施反映當局解決問題的決心，外資因而調整對中港股市的比重，由年初的輕倉，上調至「中性」甚至是「增持」。離岸 H 股資金自由進出，獲資金帶動推升。故此，我們認為 A 股和 H 股受惠政策刺激的程度相若。

圖：恆生國企指數和滬深 300 指數走勢一致



資料來源：彭博資訊、永明資產管理

問：日本首相易位，有甚麼投資啟示？

答：

日本新任首相石破茂上任後的經濟政策強調加速經濟增長和結束通貨緊縮，這些政策將對日本的經濟發展或會產生深遠影響。

經濟政策 - 石破茂計劃在 2030 年之前將全國平均最低工資提升至 1500 日圓，這將直接推動消費支出。消費者購買力的增強有助於提升國內需求，特別是在零售和服務業領域。短期內，企業可能面臨成本上升壓力，尤其是中小企業。但從長期來看，工資增長可能促進國內經濟活力。石破茂強調在三年內實現完全結束通縮，這意味著未來可能會有更多的財政刺激措施，例如政府投資計劃。這些措施有望增加公共支出，促進基礎設施建設和創新產業發展，進而帶動整體經濟增長。

貨幣政策 - 石破茂強調尊重日本央行的獨立性，並表示貨幣正常化進程將不會過於迅速，以避免對經濟造成冷卻效果。但他在上任後表明日本央行的超寬鬆政策可能會逐漸減少，但速度將是緩慢和漸進的，這可以讓市場有足夠的時間來適應。不會立即加息有助於避免金融市場的劇烈波動，對於資本密集型行業和依賴低利率的企業來說是個正面消息。而貨幣政策的正常化進程緩慢，日圓匯率可能保持穩定，這對日本出口商來說是利好因素，因為過度升值的日圓可能削弱他們的全球競爭力。

石破茂上任後，投資市場對他的偏向鷹派的背景初期反應比較負面。根據彭博，在選舉結束後日經平均指數一度下跌 6%。但由於他及後表明將延續岸田文雄的政策，市場擔憂有所緩解。因此，首相更換帶來的短期政治不確定性，可能使投資者情緒波動，導致市場短期內波動性加大，影響日本資產的投資回報。但在往後時間，隨著政策細節的逐漸清晰，加上若日本本土經濟可以如石破茂所期，於三年內能完全走出通縮，市場情緒可能穩定下來，對日本股市表現或會有正面幫忙。

問：美股正處於歷史高位附近，隨着美國大選臨近、俄烏及中東的衝突持續，加上美國聯儲局於9月議息會議決定大幅減息50個基點，加劇了全球投資者對經濟衰退的憂慮，投資者應否減持美股？

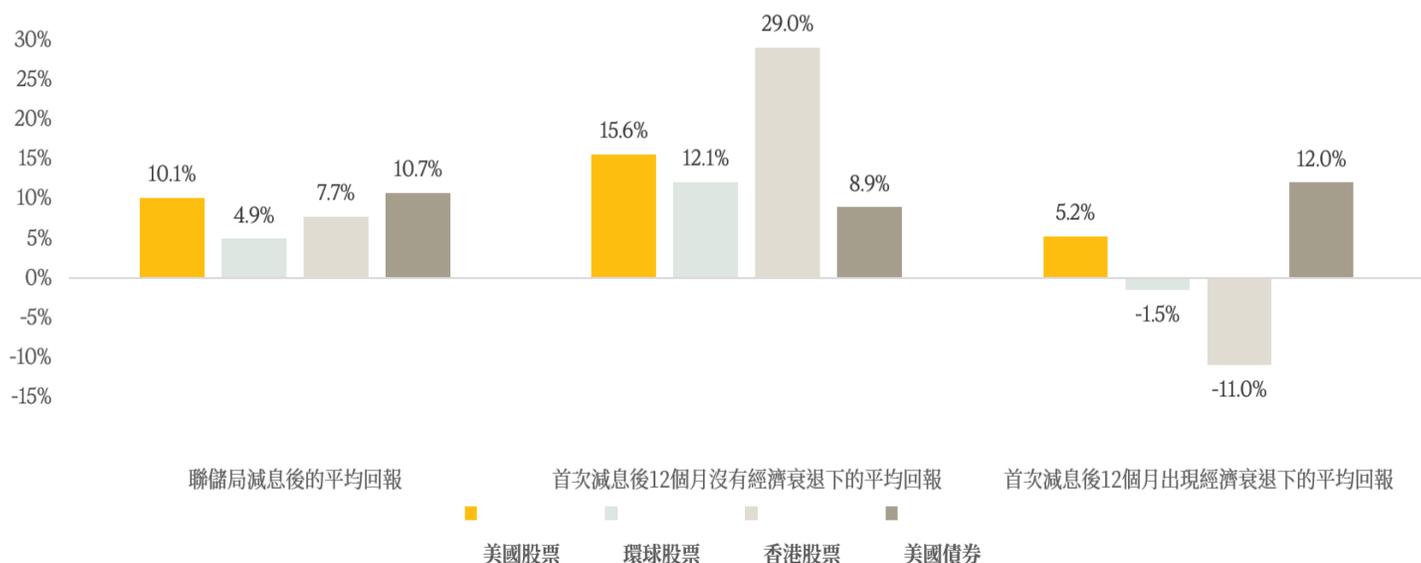
答：

以估值而言，美股現時或處於歷史偏高水平，據彭博數據，截止8/10/2024，標普500指數的預測市盈率約21.5倍，接近過去5年平均加1個標準差的21.6倍。不過，我們認為宏觀環境仍能支持現時較高的估值水平。

首先，美國經濟維持韌性，當地的勞動力市場持續擴張，例如9月非農新增職位意外達到25.4萬，並高於前值14.2萬，增加了經濟「軟著陸」的可能性。其次，盈利增長勢頭強勁，據彭博數據，截止8/10/2024，標普500指數的未來12個月預測盈利增長高達14.5%，支持股市的投資氣氛。第三，聯儲局已開始放鬆貨幣政策，利率下跌將利好企業折現未來盈利，尤其是科技股。

無可否認，市場上的風險因素增多，如果投資者的持倉已錄得一定盈利，或可考慮酌量鎖定獲利，降低風險。但如果投資者選擇過度避險，則可能錯失增長機會。例如參考過往首次減息後12個月不同資產類別的表現，在沒有經濟衰退的情況下，股票表現會跑贏債券。相反，如果在首次減息後12個月出現經濟衰退，債券表現則跑贏股票。在面對經濟前景的不確定性，投資者可適當運用債券平衡風險。

1971 - 2024年聯儲局在各減息周期後首次減息後的平均一年回報率



資料來源：彭博、永明資產管理；截止2024年9月30日

問：如果投資者希望以債券資產分散投資風險，環球債券和港元債券有何分別？

答：

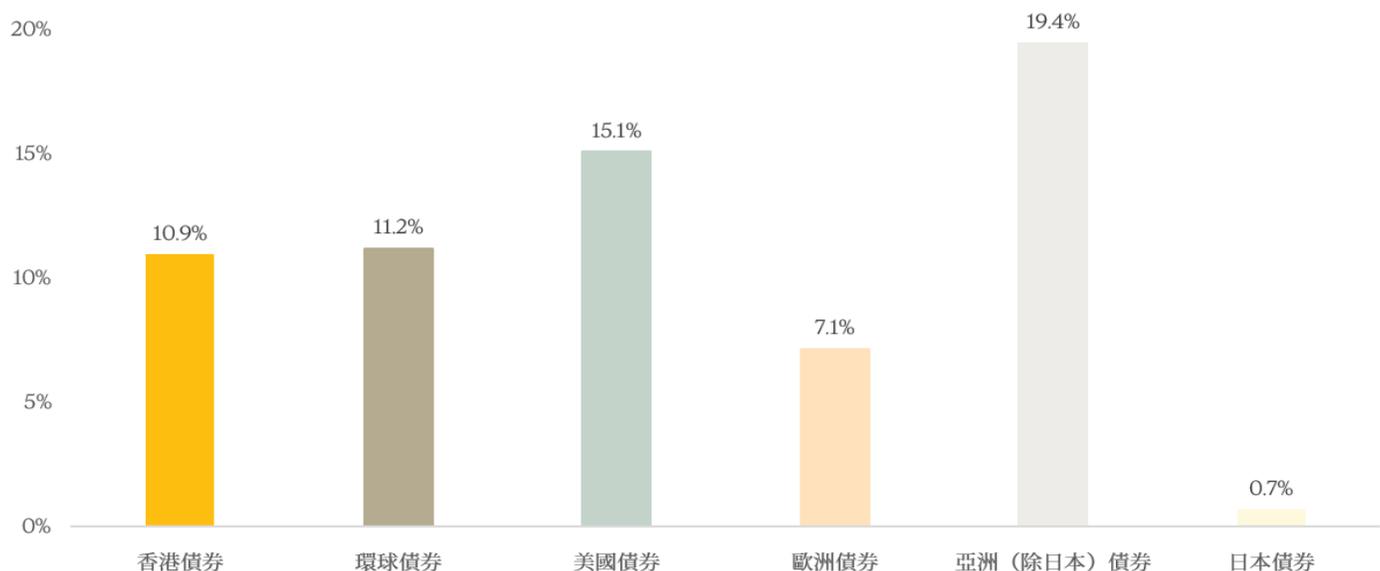
港元債券是指以港元計價的債券，發行商大多是香港政府、及與香港相關的半政府機構或企業，因此其投資範圍相對局限於香港。相反，環球債券的投資範圍廣泛，包括歐美等成熟市場及亞洲等新興地區；相關債券的計價貨幣亦不限於港元，可包括如美元、歐元、日圓等其他主要貨幣，及新興市場的當地貨幣等。所以，港元債券及環球債券各具不同特點。

概括而言，環球債券所涉及的風險因素可能較港元債券多，因為所投資的債券涉獵到不同地區，將受到不同中央銀行的貨幣政策所影響，例如美元債券主要受美國聯儲局影響、歐元債券則受歐洲央行的決策所影響，而不同央行的政策取態未必一致，投資者需要留意環球各主要央行的貨幣政策走向。此外，環球債券可投資於不同貨幣計價的債券，投資者需要承受相關的外匯變動風險。

至於港元債券則受美國的貨幣政策影響較大，因為港元與美元掛鉤。不過，港元利率的走勢不一定與美國的一致，因為前者亦會受香港自身的貨幣供需所影響，但整體趨勢方向應與美元無異。如果香港投資者投資於港元債券，當中沒有涉及貨幣轉換的話，外匯風險較低。

從回報角度出發，環球債券的潛在回報或較港元債券理想，因為前者或可投資於相對高息的地區，例如亞洲。以上次的環球央行減息周期（2019 - 2021 年）為例，不同地區的債券回報各有高低，環球債券則可囊括各地區的投資機會。

2019 - 2021年各地區債券的總回報



資料來源：彭博、永明資產管理；截止 2024 年 9 月 30 日

問：第 29 屆聯合國氣候變化峰會（COP29）即將舉行，有甚麼亮點值得投資者注意？

答：

COP29 將於 11 月 11 日至 25 日在阿塞拜疆舉行，是次會議將重點放在氣候融資上。由於已發展國家已經兌現了每年提供 1,000 億美元支持發展中國家應對氣候危機的初步承諾，COP29 預計將為新的目標奠定基礎，即新集體量化目標（NCQG）。聯合國的數據顯示，到 2030 年，新興市場（中國除外）每年至少需要 24 萬億美元的氣候投資，較上述水平高出 24 倍，存在著明顯資金缺口。

此外，會議亦將討論在再生能源和化石燃料之間如何解決能源需求問題，因為據彭博資料，能源需求約佔了全球二氧化碳排放量的 4 成。COP28 歷史性地承諾將擺脫化石燃料，但缺乏明確的路線圖或行動計劃。由於阿塞拜疆是主要石油生產國，今次會議的重點或者是主張集中精力減少油氣產業的碳排放，而非完全過渡至新能源。

COP29 對投資者帶來以下啟示。第一，朝住低碳經濟轉型依然是未來數以十年計的大方向，期間將衍生鉅額投資需求，儘管 24 萬億美元的目標看似遙不可及，但預期 COP29 將會制定一個相對實際、可履行的目標。至於現時的 1,000 億美元目標，貢獻最大的四個國家是法國、日本、德國和美國，預期成熟國家將繼續帶領環球向低碳轉型進發。

第二，低碳轉型的終極目標是希望能夠擺脫化石燃料，但期間若可以減低傳統能源的碳排放亦非不能接受。近年人工智能的興起帶動龐大能源需求，部分晶片製造商會在設計晶片時考慮到能源效益，期望用較少的能源，達到更高的運算力，為減碳出一分力。由此可見，低碳投資不一定只限於大家熟知的太陽能、風能等新能源，亦可包括其他行業板塊，甚至是傳統的能源企業。

免責聲明

本文章載列的所有資料僅供一般參考及分享一般投資知識用途，可能載有「前瞻性」資料，包括預測及孳息或回報估計，並涉及風險和不明朗因素。市場、經濟及政治狀況可導致實際業績顯著有別於當前預料或預估的業績。本文章載列的所有資料並不擬提供任何形式的保證或投資意見，亦不構成要約的招攬或要約，不應被視為任何合約或買賣任何投資產品的基礎。本文章所載觀點及預測可隨時更改，毋須事先通知。

投資涉及風險，所示過去表現數據並非未來表現的指引。投資價值可升可跌，甚至變得毫無價值。投資者可能無法取回初始投資金額。本文章所載資料並未考慮個別投資者的目標、財務狀況或需要。永明資產管理（香港）有限公司、以及其聯營公司及董事和僱員（統稱「永明資產管理」）概不會作出任何明示或隱含的保證或擔保，亦不會就資料的準確性、效益及完整性作出陳述。

本文章提供並可能使用的第三方資料根據相信屬可靠的資料來源，永明資產管理（香港）有限公司並沒有對有關資料作出獨立驗證、證實或審計。永明資產管理對於使用有關資料、或源自此文章的資訊、評論或意見造成的直接或間接損失概不負責，是否採用此文章的資訊、評論或意見由用戶自行決定。

本文章未經香港證券及期貨事務監察委員會或任何規管機構審核。

本文章由永明資產管理擁有。未經永明資產管理事先同意，不得修改或變更。