

# Wealth*Styles*

亞太房託：  
十年栽種 靜待收成

2019 年春季／夏季



## 目錄

01

編者的話

02

理財信箱 Q&A

03

封面故事

07

理財貼士

09

基金經理會客室

12

專題探討

14

識息相關

## 編者的話

那些年，您可曾憧憬成功考上公務員或公營機構，讓生活獲得更大的保障，即使退休後也可捧著「鐵飯碗」過無憂無慮的生活？大部份打工仔可能擔心現時入不敷支及積蓄不足；面對退休，他們又憂慮缺乏足夠的固定收入，最終要動用積蓄甚至花光所有退休金。

要解決以上問題，在職人士/準退休人士需開始認識能帶來收益的產品，假以時日當儲備足夠「彈藥」後，便可藉投資派息產品來「自製」收益/長俸。以房地產投資信託基金(REITs)為例，它須按規定將大部份淨收益用作派息，為資金定期產生現金流。此外，在利率橫行期間，亞太房託的表現優於整體股票及地產股<sup>[1]</sup>，與其他資產類別的相關性較低<sup>[2]</sup>。今期**封面故事**，擁有13年研究亞太房託經驗的股票部投資組合經理黃惠敏(Hui Min)，將為大家剖析區內房託市場的最新發展及投資潛力，不容錯過。

亞洲債券亦是提供收益的主要產品。亞洲區信貸部主管張麗萍(Fiona)及定息產品高級投資組合經理黃栢仁(Jimond)，在**基金經理會客室**中透過米芝蓮星級餐廳的比喻，分享團隊在管理亞洲債券基金的多場漂亮勝仗。

面對多種收益產品，投資者需要謹記，風險與回報往往成正比，盲目追求高收益投資，忽略當中的持續派發能力及風險，有可能得不償失，今期**理財信箱Q&A**會有更詳盡分析。

一言記之曰：資金勿閒置，趁早作投資；評風險，比派息，自製收益你要識。

如有任何理財問題，歡迎電郵至[WealthStyles\\_Asia@manulifeam.com](mailto:WealthStyles_Asia@manulifeam.com)

<sup>[1]</sup> 資料來源：彭博資訊，回報根據 2008 年 12 月 31 日至 2015 年 12 月 31 日 期間計算。

<sup>[2]</sup> 資料來源：晨星，2018 年 12 月 31 日。

投資涉及風險。投資者不應只單靠本資料而作出投資決定，而應仔細閱讀銷售文件，以獲取詳細資料，包括產品之風險因素、收費及產品特點。過往表現並非日後表現的指標。證券及期貨事務監察委員會並未有審閱此文件。



## 收益產品的「高富帥」： 高息率、持續派、定時派

**問** 市場上有甚麼高收益投資產品可供選擇？派息是否穩定？

**答** 「沒有最好，只有更好」成為現代人的生活哲學。人生伴侶方面，部份女性愛以「高富帥」為擇偶對象：高大、富有、帥氣；投資路上，追求收益的「食息」一族，原來也鍾情於派發高息的「高富帥」投資產品，究竟甚麼是收益的「高富帥」？

根據調查機構Cerulli進行的調查顯示，包括香港、新加坡等六個市場的資產管理投資經理均認為，具備定期、穩定分派收益特點的投資產品，對亞洲零售投資者最為吸引。<sup>11</sup>由此可見，收益投資產品應同時具備「高息率、持續派、定時派」的三大特質。

假設資產類別及風險水平相同，投資產品的派息率當然愈高愈好。但要留意，風險與回報往往成正比，換句話說，收益率高背後是因為掛鉤資產的風險較高，投資者若只著眼收益率高低，便會忽略當中的持續派發能力及涉及的投資風險。

以一個高息多元資產組合為例，有可能需要透過持有非投資級別債券、優先股、可換股債券以至期權等投資工具，其派息率才可提升至高單位數甚至雙位數水平。這些投資工具的風險和波動性較高，導致組合內相關資產出現變數的機會較大，影響往後的派息金額及頻率。

要謹記，投資世界裏的風險與回報是共同進退的伴侶——高回報配高風險、低回報搭配低風險，投資者不應抱不切實際的幻想。市場公認的「高富帥」也不一定適合自己，投資者宜全面考慮外表（息率、分派頻率）及內涵（資產質素及潛在風險），並衡量自身的風險承受能力作出合適選擇。



如有任何理財問題，歡迎電郵至

[WealthStyles\\_Asia@manulifeam.com](mailto:WealthStyles_Asia@manulifeam.com)

<sup>11</sup> 資料來源：Cerulli Asian Distribution Dynamics，2018年。

投資涉及風險。投資者不應只單靠本資料而作出投資決定，而應仔細閱讀銷售文件，以獲取詳細資料，包括產品之風險因素、收費及產品特點。過往表現並非日後表現的指標。證券及期貨事務監察委員會並未有審閱此文件。

## 亞太房託： 十年栽種 靜待收成

自千禧年代初面世以來，亞太(日本除外)房地產投資信託(簡稱「房託」，REITs)穩步成長，現已發展成規模超過2,000億美元的資產類別。作為一個相對「年輕」的資產類別，亞太房託表現強勁，成功抵禦過去十年市場的風雨，包括歐洲主權債務危機(2010年／2011年)、美國聯儲局縮減量寬恐慌(2013年)、中國股災(2014年／2015年)及中美貿易戰(2017年／2018年)，為投資者帶來穩定的回報<sup>[1]</sup>。

在本期WealthStyles中，股票部投資組合經理黃惠敏(Hui Min)分享過去13年研究亞太房託市場累積的獨特見解。此外，正當投資者設法了解「金髮女孩經濟」(Goldilocks economy)是否重現，抑或經濟衰退悄然臨近之際，黃惠敏亦剖析房託資產未來的投資潛力。



### 投身業界之初，你曾任職分析師，期間累積的經驗對你現時出任亞太房託基金經理有甚麼幫助？

我過去曾在一家證券行擔任賣方分析師(sell-side analyst)，該公司的架構與資產管理公司截然不同。

對資產管理公司的分析師來說，他們著重廣泛的行業分析，以及追蹤投資領域內的新公司；賣方分析師則有專門的職能和責任，需要從微觀層面深入審視各家公司。

過去一段日子內，我掌握的分析技巧有助進行透徹的剖析，使我可以通過建構精密的財務模型，了解一家公司的基本驅動因素。另外，「由下而上」研究可用於測試模型的各项假設，這樣做除了方便理解資本負債表的股本部份外，還可洞悉公司的負債情況。

### 你從2006年起開始研究亞太房託，那時投資領域相對較小(不計算日本及澳洲)，研究資源有限。對你而言，這樣的環境是利還是弊？

那時我的工作令人欣羨不已，因為我可以從亞太房託市場發展初期便進行研究。在我們集中研究的主要市場中，新加坡於2002年首次有房託上市，香港於2005年緊隨其後。

由於那時的投資領域較小，較容易維持原有研究範圍，這有助分析師及投資組合經理密切監察房託的管理情況。

此外，在發展初期便研究亞洲房託市場能夠帶來第一手經驗和知識，讓我知道每項房託的往績，以及房託管理人和資產營辦商(房託母公司)的執行能力。

### 你認為了解房託母公司(或資產營辦商)的管理風格非常重要。為甚麼？

自2002年起，營辦商陸續分拆項目，並以房託形式在亞洲上市。在那段首次公開招股和上市活動頻繁的時期，我有機會觀察不同資產營辦商的各種企業動態和文化，亦有助我了解房託的背景。

這些知識對我掌握房託公司的現況及發展前景相當重要，例如我可以較準確預測資產營辦商能否把表現欠佳的項目轉虧為盈。



黃惠敏  
投資組合經理

### 網上購物和數碼化大趨勢正在影響傳統的實體零售經營模式，繼而拖累購物商場的出租率。近年的科技發展亦可能影響核心商業區的辦公室需求。你認為數碼化對地區零售和辦公室房託有何影響？

在過去三至五年，電子商貿對傳統零售業的營運模式造成影響。

我們聚焦的零售房託具備以下兩項特點：1) 房託持有的必需消費品購物商場數目，多於非必需消費品購物商場；以及2) 管理公司透過重新裝修和改善資產措施來提升資產組合的價值。

此外，我們也留意那些致力重組現有資產，確保旗下資產不但發揮傳統零售功能，更提供購物「體驗」的零售房託管理公司。

至於數碼化方面，我們認為Facebook、谷歌(Google)及亞馬遜(Amazon)等公司在新經濟之下形成新的辦公室需求；我們視之為利好辦公室房託的因素，而這些動力在過去十年尚未成型。

另一方面，廣泛的數碼化趨勢促成了數據中心的發展。新加坡首項純數據中心房託在2014年12月上市，更有新加坡的工業房託收購位於海外的數據中心。

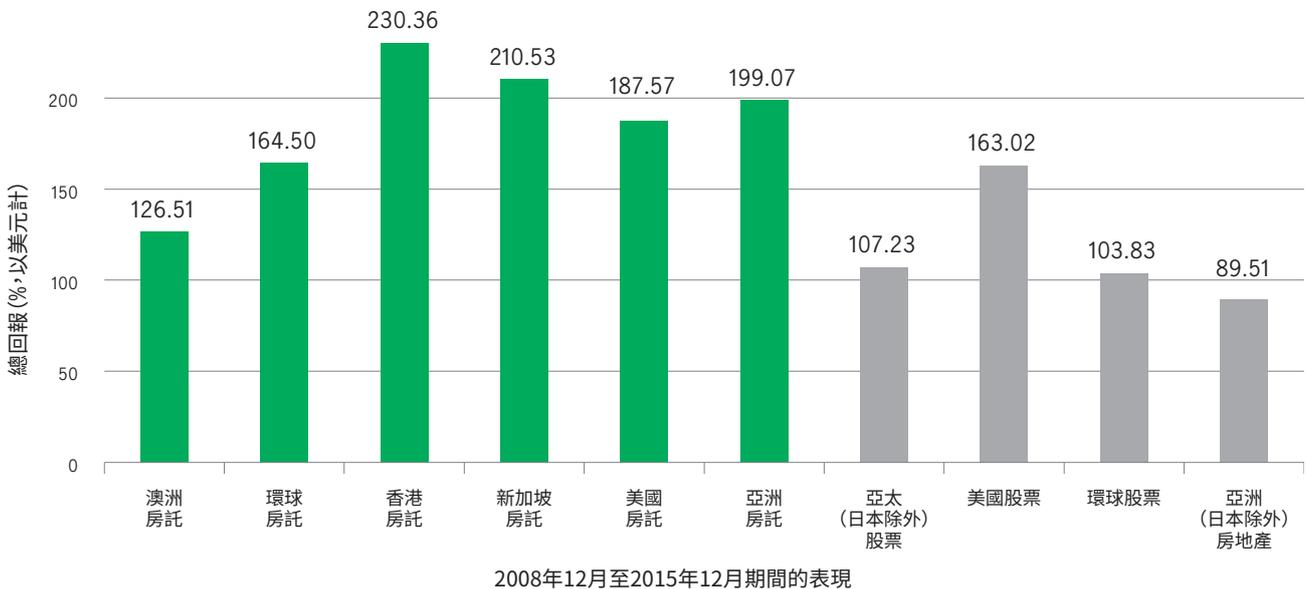
**利率水平已變得穩定，市場預期利率將暫時橫行。在這個環境下，你認為亞太房託將有何表現？會否跑贏地產股？**

美國最近一次出現利率橫行是在2008年12月至2015年12月期間。從圖1可見，大部份房託的表現優於整體股票及地產股。

再者，房託在過去十年透過減債、增加定息債務比重和延長債務年期以改善資產負債表，這有助支持房託估值，提升其投資價值。



**圖1：在利率橫行的環境下，大部份房託的表現優於股票**



資料來源：彭博資訊，總回報以美元計算。回報根據2008年12月31日至2015年12月31日期間計算。澳洲房託以標普/ASX 200 A-REIT指數為代表。環球房託以標普環球房託美元指數為代表。香港房託以恒生房地產基金指數為代表。新加坡房託以富時海峽時報房地產投資信託指數為代表。美國房託以MSCI明晟美國房地產投資信託總回報指數為代表。亞洲房託以富時歐洲公共房地產協會/美國房地產投資信託亞洲(日本除外)房地產投資信託指數為代表。亞洲(日本除外)股票以MSCI明晟每日總回報亞太(日本除外)美元指數為代表。美國股票以標普500總回報指數為代表。環球股票以MSCI明晟綜合世界淨總回報指數為代表。亞洲(日本除外)房地產以MSCI明晟亞洲(日本除外)房地產指數為代表，當中亦包括房託投資。過往表現並非日後表現的指標。

# 亞太房託知多少？

## 1 區內的房託涵蓋多少種類的房地產？哪些最具投資潛力？為甚麼？

從圖2可見，亞洲(日本除外)房託包括多元化的房託資產。

在這個投資領域內，由於預計供求失衡的情況無法於2020年／2021年之前解決，因此我們現時看好新加坡、香港和澳洲的辦公室房託。隨著出租率高企和甲級寫字樓的需求持續殷切，我們相信優質的辦公室房託料可向續租租戶或新租戶，收取比舊租約更高的租金(續租租金上升)。

另外，鑑於續租租金持續上升，新加坡和香港零售業房託的營運指標有所改善。

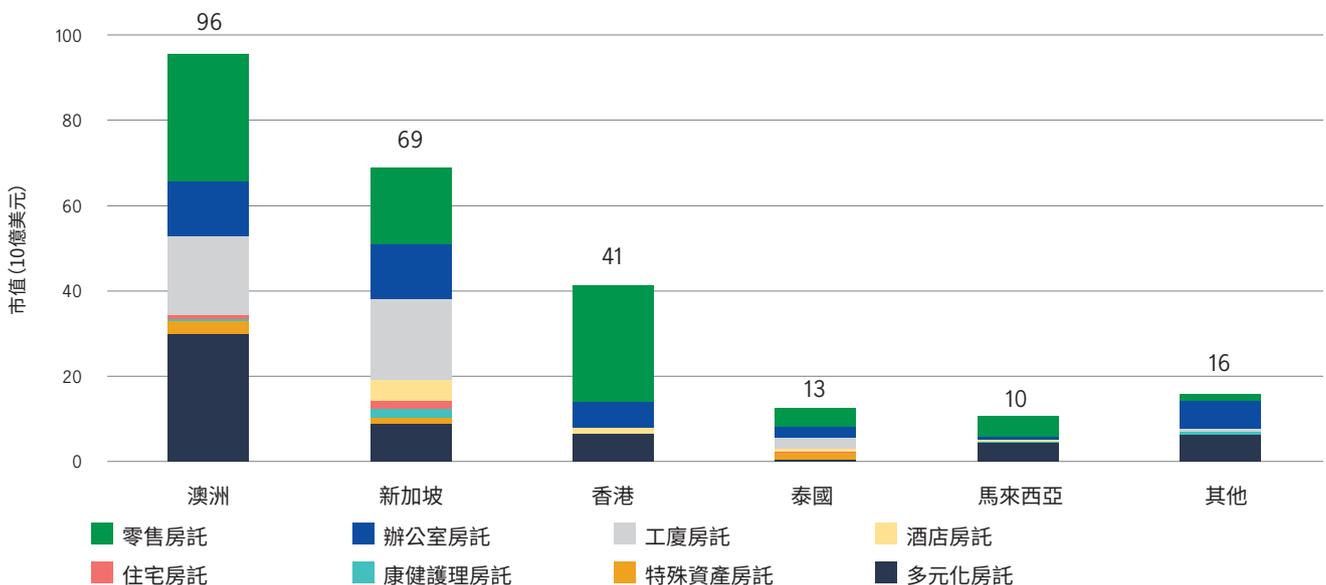
## 2 投資房託與地產股有甚麼主要的分別？

由於租約年期較長，房託能夠獲得穩定而持續的收入，因此較股票更具防守力。與此同時，受租金收入增長等原因帶動，房託能夠提供資本升值潛力。此外，投資者可透過房託參與多個不同的房地產種類的投資。

最重要的是，地產商把利潤重新投資於新項目，房託則必須根據法例規定持有提供收益的資產，並透過派息向投資者分派其利潤。另外，房託只能有限度參與地產發展項目。基於以上的不同營運模式，兩者的風險水平亦迥異。

地產商對宏觀經濟週期的依賴程度明顯較高，因為它們需要買地、發展物業和出售資產來持續締造盈利。房託的營運模式與此不同，其收益與租賃年期掛鉤，而這些年期通常鎖定為三年至七年。鑑於租約一般在不同時期屆滿，故此能為股東帶來具透明度和穩定性的回報。

圖2：亞洲(日本除外)上市房託資產達2,450億美元



資料來源：彭博資訊，數據截至2019年3月31日。

<sup>[1]</sup>資料來源：彭博資訊，截至2018年12月31日。亞太房託以富時歐洲公共房地產協會／美國房地產投資信託亞洲(日本除外)房地產投資信託(權重上限10%)總回報指數為代表。亞太房託的年度總回報為15.7%(價格回報為每年9.8%+股息收益為每年5.9%)。

投資涉及風險。投資者不應只單靠本資料而作出投資決定，而應仔細閱讀銷售文件，以獲取詳細資料，包括產品之風險因素、收費及產品特點。過往表現並非日後表現的指標。證券及期貨事務監察委員會並未有審閱此文件。

# 數碼化影響 新職業湧現 財策不可少

數碼化為世界帶來重大轉變已是眾所週知的事實；它不但促成新技術的出現，也改變我們彼此的聯繫方式。

現時，我們透過社交媒體和即時通訊應用程式來溝通，取代了傳統的書信往來；新晉的網絡紅人運用即時串流技術與全球網民進行實時交流。此外，數碼連繫亦為職場賦予新定義，因為它以嶄新的方式將供應商、客戶，甚至是競爭對手連繫一起。然而，我們仍須思考一些關鍵問題：哪些趨勢將會成為主流？新趨勢對您的財務策劃有何意義？

在上一期，我們引述最新的宏利投資者意向指數調查結果，了解亞洲市場迎接數碼化的準備程度。調查發現從危機意識和把握機遇的角度而言，與香港、新加坡和台灣等相對成熟的市場比較，新興東南亞市場及中國對數碼化轉型的敏感度較高。

## 最受歡迎工種：網上零售及數碼相關工作

不論年齡組別和市場，大部份現時從事數碼相關工作的受訪者都集中於網上零售或數碼相關的兼職工作(例如翻譯、網頁製作)，其次為網上內容製作(包括影片)及／或網絡紅人(透過瀏覽人次或贊助商的佣金來締造收入)。

另外，小部份受訪者則參與電子競技或應用程式開發的工作，包括參加有獎賽事，或成立公司自行開發新應用程式或技術。



## 受訪者現時從事的數碼相關工作概覽

市場	於數碼／ 網上平台 銷售貨品／服務	數碼相關的 網上兼職或 工作項目	網上內容製作／ 網絡紅人	電子競技／ 開發新的應用程式
泰國	66%	51%	18%-28%	10%-12%
印尼	62%	52%	21%-31%	16%-18%
馬來西亞	59%	65%	17%-29%	14%
台灣	53%	55%	11%-35%	2%-6%
菲律賓	52%	64%	14%-23%	10%-15%
香港	52%	43%	17%-30%	7%-11%
新加坡	47%	43%	22%-24%	8%-11%
中國	42%	67%	14%-34%	5%-6%

受訪者可以選擇多項答案。

資料來源：宏利資產管理2018年第二季宏利投資者意向指數調查。

## 期望賺取額外收入

除了訪問現正從事數碼相關工作的受訪者外，我們也訪問了有意從事這類工作，但目前尚未投身其中的人士。整體來說，結果反映的趨勢與現時從事數碼相關工作的受訪者所選擇的職業相似，但計劃成立科技公司或自行開發應用程式的百分比比較高。

至於為何從事數碼相關工作，各個市場大部份受訪者的主要動機，都是希望在全職工作以外賺取額外收入，其次是為了實現不同的事業目標(例如工作滿足感、彈性工時或探索新的發展方向)。

## 從事數碼相關工作對財務決策的影響

不過，由於兼職的收入穩定性相對較低(例如：內容製作、成為網絡紅人、網上零售)，受訪者對這類工作的關注亦正在增加。這些新興的工種，當中不少都屬於「高風險，高回報」的性質，通常未必保證能夠賺取任何時薪。要稱得上網

絡紅人，需要建立一群熱衷的支持者與之交流互動；電子競技參加者需要勝出比賽或擁有出眾表現，才可繼續參與贊助隊伍；科技初創公司和網上零售平台則需要龐大的客戶群來支持業務。如果您希望轉職至這些工作，最好以個人興趣或滿足自我為主要動機，亦不應假設數碼相關的兼職工作必定能夠帶來額外收入。

### 基於上述的情況，從事這類工作的人士需要：

- 採取不同的儲蓄策略，以便為退休生活作好準備，因為他們脫離傳統的全職工作後，將失去退休保障。
- 獲得更多的投資紀律建議，認識在穩定收入減少的情況下，適當地把收入再投資。
- 明白成為自僱人士後，需增加保險方面保障。

數碼轉型帶來不少締造額外收入的機會，特別是新興市場，同時亦提供彈性的工作時間或地點。然而，在迎接這些機遇時，我們也應該重新審視個人的財政狀況，確保獲得充份保障。

投資涉及風險。投資者不應只單靠本資料而作出投資決定，而應仔細閱讀銷售文件，以獲取詳細資料，包括產品之風險因素、收費及產品特點。過往表現並非日後表現的指標。證券及期貨事務監察委員會並未有審閱此文件。

## 亞洲債券團隊的致勝優勢



黃栢仁

定息產品高級投資組合經理

彭德信

亞洲（日本除外）  
定息產品部首席投資總監

張麗萍

亞洲區信貸部主管

### 專有信貸研究： 亞洲債券團隊的 致勝優勢

要成為一家米芝蓮星級食府，每位廚師除了須具備精湛的廚藝外，還要配以暢順的團隊合作，才可為客人提供最精美的佳餚。

同樣，在制定表現優秀的亞洲債券策略時，每位團隊成員的經驗和專業知識，以至他們之間的緊密聯繫亦至為重要。

我們最近訪問了兩位合作無間的宏利資產管理亞洲定息產品團隊成員——亞洲區信貸部主管張麗萍(Fiona)與定息產品高級投資組合經理黃栢仁(Jimond)，從中發掘他們的致勝秘訣。在過去十年，Fiona一直領亞洲區信貸分析員團隊，而具備全面信貸投資經驗的Jimond，於六年前加入宏利資產管理，負責管理亞洲債券組合。

**F** Fiona

**J** Jimond

請兩位介紹一下您們的專業背景。

**F** 在加入宏利資產管理之前，我曾在資本市場的不同範疇擔任多個職務，任職機構包括屬於傳統銀行的住友銀行(Sumitomo Bank)、信貸評級機構穆迪(Moody's)，以至跨國金融機構摩根士丹利(Morgan Stanley)。在過去20年，我累積了寶貴的經驗，同時親身見證亞洲信貸市場的發展，以及經歷不同的市場週期。

**J** 我在信貸分析領域擁有多元化的經驗，曾就不同的信貸範圍進行研究分析，包括投資級別以至高收益債券和不良債券等，因而可從獨特視角剖析亞洲信貸市場。在過去的不同市場環境下，我也見證著信貸市場的連番起伏，包括中國最大國有企業之一的廣東國際信託投資公司的清盤事件。如此大規模的破產完全出乎意料，令我擴闊眼界，而這次事件亦啟發我投身信貸研究事業。

### 宏利資產管理的亞洲信貸團隊有何獨特之處？

**F** 在主要由男性主導的資產管理行業中，宏利資產管理亞洲信貸團隊的性別比例卻相對平衡。男女信貸分析員的比例約為60/40。

團隊成員的足跡遍佈亞洲各地。駐於香港、中國、日本、韓國、新加坡、馬來西亞和印尼市場的分析員，通曉多種不同語言和文字。這種多元文化有助取得當地第一手資訊，為宏利資產管理帶來無可比擬的優勢。

### 信貸研究團隊過去曾否作出錯誤的建議？

**F** 回顧我在宏利資產管理任職的10年期間，從未經歷過任何違約事件。我們亦成功迴避了全部49隻「墮落天使」(Fallen Angels，即信貸評級下調至非投資級別)的投資。這是一項有力證明，反映我們的信貸篩選流程穩健。

### 在2018年，中國美元債券市場出現多宗違約事件，策略有沒有因而受損？在挑選信貸方面有沒有令人失望的經歷？

**J** 我們成功迴避所有違約事件，這亦支持我們在過去數年表現強勁。

信貸挑選方面，我們會與信貸團隊充份討論之後才作出決定。憑藉信貸分析員的專業知識，明智運用他們的分析意見，配合正確的風險管理，使我們在投資過程中持續締造超額回報。

### 投資流程由兩部份組成，會否使你們在作出信貸選擇時產生內部分歧？

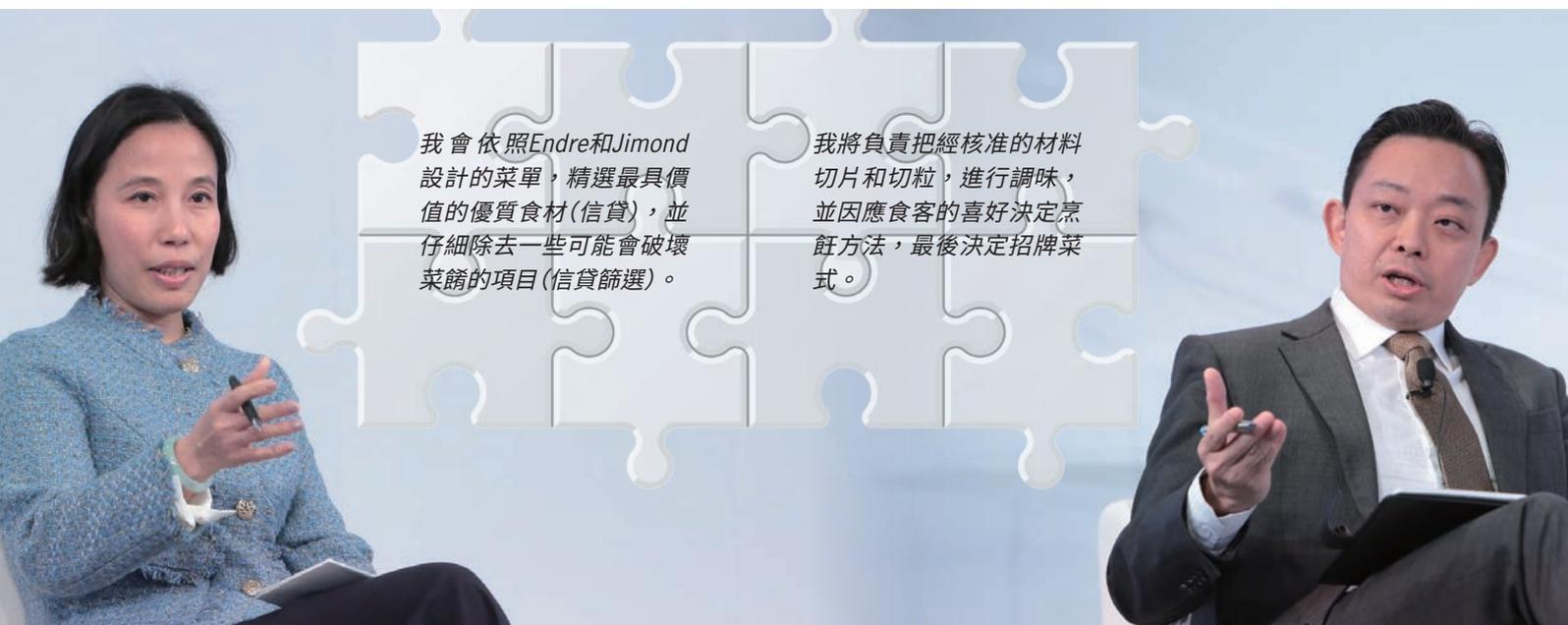
**F** 我們的職責是透過嚴謹的篩選及證券選擇程序，在廣泛的投資範圍內剔除「壞蘋果」或有問題名單，從而限制任何潛在的下行風險。

另一項同樣重要的任務，是透過物色相對價值交易、錯誤定價或市場錯位機會，或在銀行資本結構中，識別出尚未被評級機構和市場發掘，但具升級潛力／降級機會的證券，從而協助投資組合經理制定新的投資意念。為實現這個目標，擁有一支規模龐大、實力強勁並具凝聚力的信貸研究團隊至關重要。

### 如何發揮團隊合作的最佳力量？

**F** 以一家米芝蓮星級食府作為比喻：我們的亞洲(日本除外)定息產品部首席投資總監彭德信(Endre Pedersen)是主廚，委派Jimond和我兩位副主廚各司其職。我會依照Endre和Jimond設計的菜單，精選最具價值的優質食材(信貸)，並仔細除去一些可能會破壞菜餚的項目(信貸篩選)。

**J** 情況與建構投資組合及挑選債券相似，我將負責把經核准的材料切片和切粒，進行調味，並因應食客的喜好決定烹飪方法，最後決定招牌菜式。



我會依照Endre和Jimond設計的菜單，精選最具價值的優質食材(信貸)，並仔細除去一些可能會破壞菜餚的項目(信貸篩選)。

我將負責把經核准的材料切片和切粒，進行調味，並因應食客的喜好決定烹飪方法，最後決定招牌菜式。

- F** 強大的團隊合作、互信、溝通和協作至關重要。至今核心團隊合作已超過七年，成員包括Endre、定息產品部高級投資組合經理簡柏翹(Neal)及Jimond，團隊成員之間互相支持，非常可貴。
- J** 作為兼具會計和分析員背景的投資組合經理，我熟悉信貸分析員所用術語，因此合作起來更暢順。每當分析員發現任何問題，他們會與我迅速討論。在考慮市場技術走勢和宏觀趨勢等因素後，我們負責協調投資組合的整體行動。

根據你們對信貸評級機構和基金公司的不同研究流程的了解，從中有何得著？

- F** 專有信貸研究是釋放投資機會的關鍵。只會投資於經過充份研究分析的信貸項目。無論升市或跌市，我們都需要保持頭腦清醒，不要受短期炒作或干擾所左右。
- J** 我認為評級機構往往依賴財務分析及管理層簡報，較優先看重一致性多於債權人的整體面貌。另一方面，評級機構可要求取得公眾無法獲得的資訊，從而就公司的財務及營運趨勢作出更佳的評估，這與信貸分析同樣重要。

我們的研究團隊評估這些機構的評級行動及其對市場的相關影響。憑藉我們的專有研究，很多時也能領先這些評級機構，早著先機。

Fiona及Jimond參與亞洲區投資會議的討論環節，由宏利資產管理行政副總裁暨亞洲區財富及資產管理主管杜汶高(Michael Dommermuth)主持。



在2019年2月於東京舉行的宏利資產管理亞洲區投資會議上，三人詳細剖析亞洲債券團隊專有信貸研究的能力及超卓往績，讓與會者有更深入的了解。

投資涉及風險。投資者不應只單靠本資料而作出投資決定，而應仔細閱讀銷售文件，以獲取詳細資料，包括產品之風險因素、收費及產品特點。過往表現並非日後表現的指標。證券及期貨事務監察委員會並未有審閱此文件。



## 美國牛市 十週年： 十個須知 的事實

不論你認為當前的牛市是否已步入尾聲還是有餘未盡，其持久力是無庸置疑。美股於2009年跌至金融危機以來低位，其後開始進入牛市，到了2019年3月9日，美股迎來牛市十週年。

這一輪持續十年的牛市，是股市歷史上為期最長的牛市。牛市之所以能曠日持久，是因為股市能保持升勢，而且沒有出現自市場高位下跌20%或以上的情況。根據牛市和熊市最常見的定義，標準普爾500指數下跌20%代表牛市轉為熊市，相反亦然。

儘管今輪牛市並非一面倒上升，當中也曾出現回落和急跌，但其整體升幅顯著，加上隨之而來的經濟復甦，均有助收復金融危機期間造成的財富損失。以下是關於當前牛市十週年的十個重要事實。

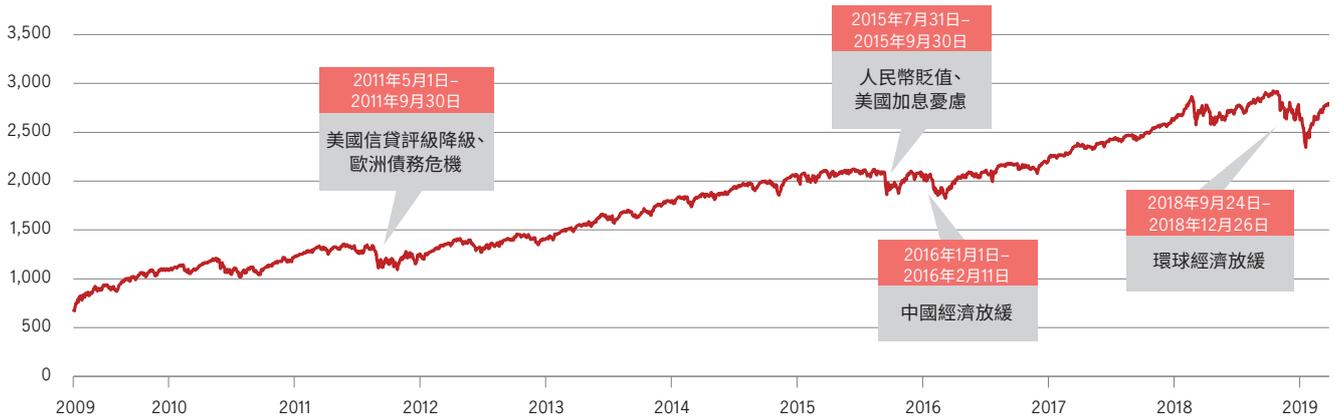
### 1 創歷來最長紀錄

這輪牛市毋須持續十年，也足以創下最長的時間紀錄。它早已在2018年8月22日刷新紀錄，超越了由1990年10月至2000年3月（科網股泡沫爆破）期間的牛市。

### 2 一度瀕臨結束

今輪牛市於2018年12月24日一度瀕臨結束，當時，為期三個月的跌市令標準普爾500指數暴跌19.8%。兩日後，股市開始了持續數月的升市，牛市依然活躍，熊市再次步入冬眠。（然而，另一主要股票指數納斯達克綜合指數於2018年12月24日進入熊市，指數由當時近期高位下挫逾20.0%，但其後在2019年2月中反彈超過20.0%，重返牛市。）

## 今輪牛市一度瀕臨結束，但經過十年後走勢仍保持強勁 標準普爾500指數，2009年3月6日至2019年3月1日



資料來源：美國聖路易聯邦儲備銀行、彭博資訊，2019年3月1日。標準普爾500指數追蹤500家美國最大上市公司的表現。不可直接投資於一項指數。過往表現並非日後表現的指標。

### 3 累積財富

根據標普道瓊斯指數，截至2019年3月5日，標準普爾500指數在這輪牛市的升幅，為指數的總市值增加17.5萬億美元。加上來自股息的收益，總市值增加20.8萬億美元。這相當於每名美國人的財富平均增加超過6.3萬美元。

### 4 回報吸引

按價格計算，標準普爾500指數截至2019年3月5日累升312.4%，加上股息再投資，總回報高達408.4%。<sup>[1]</sup>以年率計，平均總回報為17.7%，較2000年初以來的年率化回報5.4%高出超過兩倍；若追溯至1990年以來的表現，回報幾乎較其9.6%高一倍。<sup>[1]</sup>

### 5 表現領先行業

標準普爾500指數在今輪牛市中表現最佳的行業是非必需消費品，截至2019年3月5日，價格升幅高達596.2%。<sup>[1]</sup>資訊科技居次，期間升幅達521.4%。

### 6 表現落後行業

表現最遜色的行業是能源，升幅只得57.0%。<sup>[1]</sup>

### 7 小型股表現跑贏大型股

常用於反映小型股表現的基準指數——羅素2000指數，在今輪牛市中錄得359.0%的價格升幅，表現更勝代表大型股的標準普爾500指數。<sup>[2]</sup>

### 8 債市表現

在歷來最長的牛市期間，長年期債券的孳息率基本上變化不大。美國十年期國庫債券於2009年3月9日的孳息率為2.89%；十年之後，孳息率約為2.70%。期間孳息率曾出現大量波動，十年期孳息率於2010年4月5日升上4.01%高位，及後於2011年7月5日跌至1.37%低位。聯儲局政策是孳息率趨向窄幅上落的主因之一：聯儲局透過量化寬鬆措施，買入數以萬億美元計的國庫債券，以刺激股市表現。時至今日，形勢出現逆轉，當局正沽售國庫債券以進行縮表。

### 9 黃金表現遜色

儘管標準普爾500指數在這輪牛市中上升312.4%，但每盎司黃金價格的同期升幅只得41.8%。<sup>[4]</sup>不少投資者為了對沖通脹買入黃金，但通脹在今輪牛市的大部份時間均維持低水平。

### 10 波幅下降

量度投資者對短期股市波幅預期的芝加哥期權交易所波幅指數，在今輪牛市開始時處於49.7水平。<sup>[4]</sup>截至2019年3月5日，波幅指數只得15.2，接近其歷史平均值。

<sup>[1]</sup> 標普道瓊斯指數，2019年3月

<sup>[2]</sup> 彭博資訊，2009年3月9日—2019年3月5日

<sup>[3]</sup> <https://www.macrotrends.net>，2019年3月1日

<sup>[4]</sup> <https://finance.yahoo.com>，2019年3月1日

原文來自 John Hancock Investment Management，2019年3月7日

投資涉及風險。投資者不應只單靠本資料而作出投資決定，而應仔細閱讀銷售文件，以獲取詳細資料，包括產品之風險因素、收費及產品特點。過往表現並非日後表現的指標。證券及期貨事務監察委員會並未有審閱此文件。



## 一文看清 暫停加息 對你的影響

聯儲局今年1月的首次議息會議中，不但按兵不動(停止加息)，大部份官員更預計明年及後年最多只有機會加息一次，尤有甚者，部份官員開始討論甚麼情況下會減息。一般情況下，市場會對「停止加息」解讀為承險(risk-on)訊號，我們不禁要問，這個訊號對投資市場孰好孰壞？

或許我們可參考最近三個加息周期<sup>[1]</sup>完結後，美股及各類資產價格的走勢，從中獲得啟示。

### 情景一

加息周期：  
30/6/1999-16/5/2000

標普500指數	指數於最後一次加息後的大約3個月時間見頂 <sup>[2]</sup> 期間升幅：3.73%
---------	---

#### 美股見頂前各類資產同期表現

美國債券 <sup>[5]</sup>	+5.82%
亞洲債券 <sup>[6]</sup>	本幣債券：無參考資料 企業債券：無參考資料
亞太房地產信託 <sup>[7]</sup>	未有參考資料
澳元	-0.03%
紐元	-8.97%
日圓	+2.60%
美匯指數	+0.10%

### 情景二

加息周期：  
30/6/2004-29/6/2006

標普500指數	指數於最後一次加息後的大約15個月時間見頂 <sup>[3]</sup> 期間升幅：23%
---------	--

#### 美股見頂前各類資產同期表現

美國債券 <sup>[5]</sup>	+9.43%
亞洲債券 <sup>[6]</sup>	本幣債券：無參考資料 企業債券：+12.45%
亞太房地產信託 <sup>[7]</sup>	未有參考資料
澳元	+21.90%
紐元	+26.67%
日圓	-1.66%
美匯指數	-8.61%

### 情景三

加息周期：  
17/12/2015-20/12/2018

標普500指數	指數未知何時見頂 指數於最後一次加息後至今年4月的升幅有19.39% <sup>[4]</sup>
---------	--

#### 各類資產於最後一次加息後至今年4月表現

美國債券 <sup>[5]</sup>	+3.68%
亞洲債券 <sup>[6]</sup>	本幣債券：+2.68% 企業債券：+5.86%
亞太房地產信託 <sup>[7]</sup>	+12.67%
澳元	-0.84%
紐元	-1.49%
日圓	-0.13%
美匯指數	+1.25%

## 風險資產

美股—最近三個加息周期的歷史數據顯示，最後一次加息後，股市未立刻見頂，並在一段時間內錄得正回報，原因是市場銀根較寬鬆，短期內對風險資產而言是有利因素。然而，當市場開始擔心經濟增長放慢、並有可能導致衰退時，股市則會見頂回落，而且走勢波動，投資者需要留意。

股票表現理想，並不代表其他風險資產同樣有好表現。一些非美元風險資產，例如歐元、英鎊、澳元、紐元等主要外幣，在最近三個加息周期完結後表現迥異。以澳元和紐元為例，其兌美元匯價在情景二升逾兩成，但在另外兩個情景則錄得負回報。

## 非風險資產

債券 — 一般情況下停止加息是好事，因為債券價格可望穩定下來（因息率上升會導致債券價格下降）。參考情景一及情景二，美國債券在美股見頂前不但持續錄得正回報，當美股回落後，債券價格表現仍然維持上升趨勢、長期走勢較股票穩健。

至於亞洲債券，相關的指數於2000年後才推出，所以只能參考情景二，期間亞洲企業債券仍然錄得穩健升幅。當美股於2007年10月見頂回落後，債券價格仍然穩步上揚。

其他收益產品如亞太房地產信託，相關指數於2008年才推出，所以情景一及情景二並不適合作為參考；不過，聯儲局本輪加息周期暫停後至今年4月，亞太房地產信託的升幅已超過12%。

加息周期完結後，美元並非一面倒轉弱。反映美元兌一籃子主要外幣表現的美匯指數，在情景一及情景三更錄得輕微升幅。至於被視為避險貨幣如日圓及瑞士法郎，兩者兌美元的走勢未必一致。例如美元在情景二期間跌逾8%，美元兌日圓亦跟隨回落逾1%，瑞郎兌美元則升近半成。

## 結論

各位讀者別誤會，以為美國息率的影響力只限於本土市場，實情是美息透過美元，將影響滲透至全球的投資市場，所謂「牽一髮動全身」。因此，投資者可考慮採取平衡的配置：風險資產可因溫和的貨幣政策而得到支持、持有定息收益產品亦可增加組合的防禦性，特別是經濟周期的末段；收益產品則具備「進可攻、退可守」的特點。投資者亦需要定期檢視你的資產配置情況以及投資目標年期，不能夠一概而論。

### 小知識

2019年以來，常聽財經新聞報道央行某某言論轉鴿派、甚或央行放鴿等等，究竟甚麼是轉鴿？原來，鴿派用以形容主張採取溫和態度及手段的人士或團體，相反則為鷹派。今年以來鴿派當道、即傾向採取寬鬆貨幣政策的官員佔大多數，繼而影響聯儲局的貨幣政策走向溫和，以暫停加息甚或減息來刺激經濟。

<sup>[1]</sup> 聯儲局公開市場委員會：<https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/openmarket.htm>

<sup>[2]</sup> 彭博資訊，標普500指數於2000年9月1日見頂。指數以美元價格計算。

<sup>[3]</sup> 彭博資訊，標普500指數於2007年10月9日見頂。指數以美元價格計算。

<sup>[4]</sup> 彭博資訊，截至2019年4月30日。

<sup>[5]</sup> Bloomberg Barclays US Aggregate Total Value Unhedged USD Index。

<sup>[6]</sup> JP Morgan Asia Credit Index, iBoxx ALBI TRI Index。

<sup>[7]</sup> FTSE EPRA/NAREIT Asia ex Japan REITs Index。

投資涉及風險。投資者不應只單靠本資料而作出投資決定，而應仔細閱讀銷售文件，以獲取詳細資料，包括產品之風險因素、收費及產品特點。過往表現並非日後表現的指標。證券及期貨事務監察委員會並未有審閱此文件。