FSM

FSM 管理組合

季度投資策略

2019 年第三季

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)	17.7	16.0	14.6	15.0	2.1%	10.6%	9.9%
歐洲 (道瓊歐洲 600 指數)	14.5	13.3	12.3	13.5	3.5%	9.0%	7.3%
日本 (日經 225 指數)*	15.2	14.6	13.6	18.0	0.9%	4.4%	7.3%
新興市場 (MSCI 新興市場指數)	13.1	11.5	10.3	13.5	-4.9%	13.6%	12.1%
亞洲 (日本除外) (MSCI 亞洲除日本指數)	14.0	12.3	10.9	14.5	-6.8%	13.7%	13.0%
新加坡 (海峽時報指數)	13.1	12.2	11.7	15.0	4.0%	6.9%	4.9%
香港 (恒生指數)	11.3	10.5	9.6	14.5	5.8%	7.5%	9.0%
台灣 (台灣加權股價指數)	15.9	14.6	13.3	16.0	-11.0%	8.8%	9.7%
南韓 (首爾綜合指數)	12.8	10.5	9.0	12.5	-29.2%	22.4%	16.7%
中國 (恒生中國(香港上市)100 指數)	8.9	8.1	7.3	13.0	7.3%	9.9%	10.3%
馬來西亞 (吉隆坡綜合指數)	17.0	15.9	15.0	16.0	-2.6%	6.9%	5.9%
泰國 (泰國股價指數)	16.4	14.9	13.9	14.0	-1.3%	9.8%	7.7%
印度 (印度孟買指數)*	20.0	17.0	14.9	18.0	17.5%	17.6%	14.0%
印尼 (雅加達綜合指數)	16.1	14.3	13.1	16.0	6.2%	12.2%	9.2%
俄羅斯 (俄羅斯交易系統指數)	6.1	5.8	5.5	7.0	8.1%	4.5%	6.8%
巴西 (巴西聖保羅指數)	12.6	11.1	10.4	11.5	20.8%	13.5%	6.6%
澳洲 (標普澳洲綜合 200 指數)	16.1	16.0	-	-	7.7%	0.8%	-
納斯達克 (納斯達克 100 指數)	21.5	19.1	16.5	-	0.3%	12.7%	15.9%

債券類別	到期 收益率 (%)	信貸息差(基點)
新興市場債券	4.9	289
新興市場企業債券	5.0	299
新興市場高收益債券	7.2	519
新興市場主權債券	4.3	229
環球綜台債券	1.6	-40
美國綜台債券	2.7	69
亞洲債券	4.0	199
亞洲企業債券	4.4	239
亞洲 BB 級別債券	5.6	359
亞洲 BBB 級別債券	3.6	159
美元高收益債券	5.9	389
環球高收益債券	5.8	379
歐元高收益債券	3.9	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 6 月 30 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 2019 年 、2020 年 及 2021 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 6 月 30 日）

回顧第二季表現，成熟市場方面，代表歐洲市場的 Stoxx 600 指數按季升 1.5%，美國標普 500 指數升 3.8%，日經 225 指數則升 0.3%。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，分別於季內下挫 1.2%和 4.6%。季內新興市場表現略遜於成熟市場，代表新興市場的 MSCI 新興市場指數跌 0.3%，不及代表成熟市場的 MSCI 所有國家世界指數同期上揚 2.9%為佳。

季內表現一枝獨秀的毫無疑問是俄羅斯市場，偏低的估值加上較能遠離中美貿易戰餘波的特點令俄羅斯交易指數成爲季內唯一獲雙位數正回報的股市，亦使其超越中國 A 股榮登 2019 年上半年狀元。至於首季表現最佳，升幅近三成一度教部分投資者瞠目結舌的 A 股，季內後勁不繼，原因包括强勢反彈後的估值近乎修復，加上早前第一季升幅某程度已將中美貿易戰將平息計入價內，而此預期隨著特朗普的推特而破裂，加上經濟數據瑜不掩瑕，即使中國政府的各種刺激經濟措施例如兩萬億減稅降費正式落地，在內憂外患下仍難力挽狂瀾，A 股和 H 股季內均錄負數回報，當中後者在人民幣貶值打擊企業盈利預期下更淪爲季度表現最差市場。

組合成立至今，進取型投資組合升 38.4%，中度進取型組合升 35.1%，而平衡型組合升 28.8%（數據截至 6 月 30 日）。

就債券部分而言，環球主要央行轉鴿，加上中美貿易戰似乎再生波折，市場風險胃納下降，資金轉投避險資產。政府債券成為表現最佳的債券類別，而新興市場硬幣債券亦錄得不俗升幅。

截至 6 月 30 日，中度保守型及保守型的組合由成立至今分別上升 21.9%及 15.8%。

[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	38.44%	29.00%
中度進取型	35.14%	25.80%
平衡型	28.77%	22.35%
中度保守型	21.93%	18.30%
保守型	15.83%	15.85%

資料來源：彭博及奕豐金融編纂。管理組合於 2015 年 8 月 31 日成立。數據截至 2019 年 6 月 30 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
股票	
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
債券	
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

環球股市於今年上半年整體呈反彈。以指數貨幣計，除馬來西亞外，在我們研究範圍中所有股市均錄正回報，其中多個市場更錄雙位數字升幅。俄羅斯交易指數憑藉首兩季穩定向上的表現，擊退先升後跌的中國 A 股（滬深 300 指數）成為上半年表現最佳市場。然而，受累於其他新興及亞洲單一股市較疲弱表現，整體新興市場跑輸成熟市場。成熟市場方面，美國股市表現尤其突出，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 0.5%和 10.2% 。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

美國第一季 GDP 按季年度化增長 3.1%， 遜於市場預期的 3.2%但高於上季的 2.2%，雖仍連續 20 季度錄得增長，惟增速頗大程度僅受個別一次性因素帶動。6 月 ISM 製造業 PMI 下挫至近 3 年低位的 51.7；6 月 NAHB 住宅建築商信心指數維持於近 2 年較低位置的 64, 差過市場預期；5 月 NFIB 中小型企業信心指數則略為回升至 105；以上反映美國經濟在長達逾八年的復蘇期后開始呈現乏力及見頂的跡象。就業市場方面，5 月非農就業增加職位意外只增加 7.5 萬，失業率仍徘徊在 3.6%的低位。利率政策方面，聯儲局於 6 月份維持利率不變，但會後發表被市場解讀為偏向鴿派的言論推升 7 月減息的預期。

歐元區 2019 年第一季國內生產總值（GDP）按年上升 1.2%，持平於市場預期，經濟持續維持在較慢增速；5 月失業率跌至 7.6%，為 2008 年 10 月以來最低；5 月製造業採購經理人指數（PMI）降至 47.7，持平於市場預期的 47.7，但為近 3 年第二低；6 月德國 IFO 商業景氣指數降至 97.4，連續 3 個月下跌。歐洲央行表示年內將推出第三輪長期再融資操作（TLTRO），並將加息計劃延至明年。

日本第一季 GDP 按季年度化增長為 2.2%，超出市場預期。季內消費和投資均從去年的颱風和地震等天災中恢復過來。3 月核心機械生產按年下跌 0.7%，跌幅不但較上月的-5.5%跌幅有所減少，亦優於市場預期的-3.4%跌幅。4 月出口較去年同期下跌 2.4%，為 2016 以來錄得最長連跌，但已好過預期的下跌 2.6%；5 月工業生產按年下跌 1.8%，為連續 4 個月向下。

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。儘管今年次季繼續反彈，但美股盈利年初至今被下修，且市場預期第二季企業財報將出現盈利倒退，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

巴西股市在中美貿易戰重燃下表現强韌，巴西聖保羅指數全季錄得 5.8%的升幅，延續去季升勢，為季度內表現第二好的新興市場。巴西經濟數據在今年次季有回穩及局部上升趨勢，製造業 PMI 和 CNI 工業信心指數均錄得升幅，而失業率同時緩步下降。對巴西市場尤爲重要的稅務改革將在下個月進入眾議院，市場普遍對此持正面態度，期望稅改可降低巴西財政赤字、提振市場信心，更有助於國際資金流入。加上退休金改革法案在國會取得重大進展，市場憧憬如年金改革通過，中長期政府可省下大筆預算、避免赤字擴大造成金融市場不穩定等問題，亦可將預算投入更具生產力的活動，兩大利好消息均令巴西股市期內錄得理想表現。6 月份俄羅斯央行宣布調降基準利率至 7.5%, 為 2018 年 3 月以來的首次降息，除此之外，美國聯儲局降息的預期越來越高，導致美元升勢暫緩，將有利新興市場貨幣。在多個利好消息帶領下，俄羅斯成爲 19 年第二季度表現最好的新興市場，期內回報達 15.2%。

經歷今年第一季的强勢反彈後，中港股市於季內步伐有所放緩。初段受 3 月公布數據如社融按年增速和工業增加值等均顯著優於預期，以及早前中央在兩會期間公布的達兩萬億人民幣減稅降費措施在四月初正式落地，皆一度刺激股市上升。然而央行並未如市場預期一樣再降準已使股市乏力，加上五月初美國總統特朗普一條推特令中美貿易戰再起波瀾，投資者避險情緒升溫下開始撤出股市；加上其後季內公佈的經濟數據普遍令人失望不論是 4 月的社會消費品零售總額增速，抑或是同期規模以上工業增加值還是固定資產投資等，全綫低於預估加劇市場對於先前好轉的數據或只屬曇花一現的擔心。內憂外患交煎加上人民幣貶值底下，滬深 300 指數和恆生中國（香港上市）100 指數季內分別挫 1.2%及 4.6%。

投資策略:

截至 2019 年 6 月 28 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-6.7%和 13.7%，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 13.7%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，但市場預期最快 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。對於目前的盈利增長預測，市場預期頗為悲觀。

<u>中港股市估值低廉</u>

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陸陸續續推出更多措施，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

今年次季，主要債券類別均錄升幅。10 年期美國國債債息於季內繼續下跌，摩根大通政府債券指數季內急升 4.8%，以發達國家主權債券為主的環球債券亦繼續反彈。美國三個月期及十年期國庫債券的孳息曲線(10 年-3 月曲綫)自首季後再次出現倒掛，重燃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。同時，美國經濟數據轉差加上聯儲局的一些表態均加劇降息預期，市場預期低息環境將會持續，利好孳息率普遍較高的新興債市。

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繼續反彈，成為上半年表現次佳的債券類別。而表現最佳的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。俄羅斯國債發行亦出現供不應求的情況。印度和印尼等國大選結果塵埃落定，執政派系的順利連任有利施政延續性。其中後者更獲標普全球評級將其主權評級上調至 BBB 級。

在中美貿易談判再生枝節底下，市場風險偏好有一定下降，即使聯儲局對貨幣政策態度轉鴿，亞洲高收益債券季內表現較其他債券類別有所遜色，但仍能錄得上升。雖然人行在季內並未在如市場預期般像今年 1 月一樣全面降準、但仍持續通過定向降準和各種貨幣政策工具的等平滑流動性，使內地信貸整體對比去年更趨寬鬆，瑞信亞洲債券指數 – 亞洲 BB 級別在今年上半年錄得 8.6%的升幅。

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跌至近+1 標準差水平，反映當時估值吸引。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

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，但並不保証精確無誤。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會適性。

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資組合，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。