

# 基金經理專欄

Fund Manager Column

2023 年 4 月

有關基金經理最新市場展望，  
請掃描右方二維碼觀看影片：



## 市況波動或成常態 主動管理有其必要

2023 年環球投資市場 1 月表現普遍頗強勢，隨後卻反覆回落，其中一個原因是年內公佈的美國就業市場數據維持韌性：1 月及 2 月非農就業人數均超預期，失業率仍處歷史上相對低位，加上聯儲局偏好用以衡量通脹的核心個人消費支出價格指數，1 月按月增速創 2022 年 6 月以來最快。這些強勁的通脹及就業數據，對價格壓力將如先前想象一樣能夠迅速緩解的希望，無疑是大潑冷水；3 月初市場一度把聯儲局繼 2 月加息 25 點子後，會再於 3 月加息 50 點子、使聯邦利率年底處於 5.5 厘或以上的預期納入定價。接踵而至的不利因素夾擊下，投資者風險胃納收縮，不少主要股市如 MSCI 全球指數、標普 500 指數及滬深 300 指數等，執筆之時按指數貨幣計算，已接近將 1 月的升幅蒸發殆盡。然而，數家美國地區銀行在短時間內相繼倒閉並遭接管，銀行流動性問題會否引發骨牌效應、從而再次衍生「金融海嘯」的潛在憂慮籠罩市場。基金經理指出，導致相關銀行倒閉的原因，主要在於它們出現了典型的資產與負債錯配，以及自身風險管理上的缺陷，相信整個金融系統因此觸發系統性風險的機會並不大。

與此同時，美國公佈 2 月通脹數據符合預期，而且上述事件發生某程度上凸顯了貨幣政策的收緊幅度已頗為強烈，加息預期迅速降溫：根據芝商所 FedWatch 工具，目前預測聯儲局 3 月加息 25 點子及年底利率低於目前水平的比例，分別超過七成和九成。換言之，市場現預期聯儲局將在數月內開始減息。這一切僅在數周內發生，市況以波譎雲詭來形容相信亦不為過，投資者難免感到無所適從。事實上，自約兩年前美國通脹開始出現升溫的苗頭以來，我們便屢次重申隨著息口走高，環球投資市場的波動性將大增，在風格及板塊上的輪動會變得更為頻密。基金經理判斷環球通脹雖已見頂，但卻呈現出擴散跡象，影響範圍廣且頗為頑固，料利率在短期內能重回量化寬鬆時期低位的概率不高。換言之，投資者需要意識到並適應此新常態，而基金經理相信這種轉變實際上有利主動型管理。

被動型投資工具如交易所買賣基金(ETF)等近年日漸普及。誠然，單純追蹤指數的被動型投資工具往往費用比率較低，在部分市場的表現也不遜色；3 月初標普道瓊斯發表的 SPIVA 研究報告，就指出過去 10 年間超過九成美國大型股基金表現遜於標普 500 指數。然而，該現象除了與主動型基金經理的行業配置與選股能力有關外，宏觀因素及指數結構的影響亦不容忽視：美國在金融海嘯後推行量化寬鬆並使利率普遍維持極低水平，低利率環境使投資者風險胃納擴張，追逐風險甚至透過槓桿務求提升回報，市場風格頗為一面倒地傾向增長型，不少科網巨頭備受追捧無形中導致指數集中度上升。這些權重股在指數中較高的佔比，不但使其表現對指數之影響更加舉足輕重，也為美國主動型基金經理透過選股以獲取超額回報造成挑戰。



中銀國際  
BOC INTERNATIONAL



PRUDENTIAL  
保誠集團

中銀保誠資產管理  
BOCI-Prudential Asset Management



不過，主動型管理在中港市場卻有其必要性：以大家耳熟能詳的恒生指數及國企指數為例，兩者 2023 年 2 月底的收市價均低於 10 年前，即使計及股息回報，前者總回報亦只在兩成左右，後者甚至乃負數。換言之，若單純透過被動型產品來投資中港市場，未必能獲得滿意的回報，尤其是對比騰訊控股、比亞迪股份等公司這期間數以倍計的升幅。何況每條指數都有自身獨特的建構方法，因而導致某些板塊或行業的股份即使極具代表性，卻因個別原因而被排除在外，主動型基金正能夠補足這種漏洞，為投資者提供相關涉獵。確切而言，主動型管理在選股時，實際上並不會因公司是否指數成分股而將其納入組合，而是著眼於它們的投資價值，務求篩選出真正優質的企業。基金經理認為優質公司一般具備定價權，故在收入及盈利增長、現金流、資產負債比及股本回報率等關鍵財務數據上均會較為穩健，能夠幫助企業將外圍不利因素的影響盡量減低，為股東持續創造價值；當然，假如公司業務和國家發展大勢相符，或是獲得政策扶持，自然會是錦上添花。

今年「兩會」已落下帷幕，基金經理認為雖未見太多市場所憧憬的額外刺激措施，且國內生產總值增長 5% 左右的目標亦不算進取，但卻延續了去年底中央經濟會議「穩字當頭」的方向：預算赤字及專項債配額略有增加反映了透過財政政策支撐經濟的意圖，貨幣政策上亦重申要精準有力及支持實體經濟。月內公佈的 1-2 月數據表明經濟復甦進程不俗，加上人行 3 月 17 日宣佈全面下調存款準備金率 0.25 個百分點，今年中國經濟增長達標應審慎樂觀。另外「兩會」工作報告提及要深化國資國企改革亦不容忽視，與近月官員多番提及的「中國特色估值系統」可謂遙相呼應。事實上，不少國企業務和市場份額穩健、收益率不俗且估值合理、增長潛力亦充裕，通訊服務行業的三大電訊運營商便是當中表表者；這些國企一旦逐漸獲得市場認可及青睞，估值存在獲得上調空間。倘部分基金經理早已留意到並進行佈局，相信能為投資者帶來一定回報。由此可見，主動型基金的關鍵在於透過基金經理的專業研判，宏觀上分析投資環境變化並作出對應針對性配置，微觀上從成千上萬的公司中去蕪存菁後挑選具高確信度、相對集中的優質持股。希望獲得超越指數回報的投資者，不妨考慮在自身可承受風險的範圍內，同時通過多種風格迥異的主題基金，如價值、增長、低波幅、中小企等，建構一個相對均衡及分散的主動型基金組合。

#### 重要資訊

投資涉及風險，並可受市場波動及一切固有風險所影響。對新興市場進行投資涉及特殊的風險和考慮。投資者作出的投資可能並無回報及/或蒙受重大的虧損。過去的表現並不代表未來的表現。

本文件之資料是根據相信是可靠的來源而編制，但並未有獨立查證。中銀國際英國保誠資產管理有限公司並不就當中所載之任何資料、意見或推測，或任何此等意見或推測之基礎作出任何明示或默示的申述、保證或承諾。任何人士因信賴本文件而招致之損失，本公司概不負責。本文件所載之資料、意見及推測均反映刊發日的情況，並可能在沒有作出事前通知的情況下作出變更。

本文件所載之資料、意見及推測只提供資料性用途。以上基金經理評論只反映基金經理於本文件刊發日期時之意見、看法及詮釋。投資者不應僅依賴有關資料、意見及推測而作出投資決定。投資者作出任何投資決定前，應適當地尋求獨立的財務及專業意見。不可翻印或傳送本文件(全份或部份)予第三者作任何用途。

本文件並不構成任何分銷或任何買賣產品之建議、要約、邀請或游說。  
本文件由中銀國際英國保誠資產管理有限公司刊發，並未經證監會審核。



中銀國際  
BOC INTERNATIONAL



PRUDENTIAL  
保誠集團

中銀保誠資產管理  
BOCI-Prudential Asset Management