

市場「噪音」加劇 環球投資格局勢重塑

Johanna Kyrklund 施羅德投資集團首席投資總監兼投資聯席主管

在金融市場動盪不安的一年，由於環球市場動態可能會迅速轉變，因此保持投資至關重要。在2023年的最後幾周，投資者紛紛改變投資策略，以迎合對環球央行減息政策的預期，因此金融市場表現強勁，亦導致各類資產的估值上升。然而，到2024年，我們已經看到環球市場將會發生許多不同的事件，並會重塑投資格局。

金融市場料更趨複雜

部分事件早已列入投資者的關注列表中，例如今年環球各地將舉行總統選舉，其中最重要的是11月5日的美國總統大選。其他較難預測的事件，包括有紅海航運中斷及隨後西方國家的應對方式。我們難以預料當前事態將會如何發展，例如衝突會否加劇，或導致更多國家參與其中。

總括而言，這導致投資者需要面對一個複雜和偶爾令人感到擔憂的環境。但值得注意的是，對金融市場而言，並非所有2024年發生的事件都具有舉足輕重的影響力。當然，美國總統大選是重要的選舉，但並非每場選舉均是如此。

對投資者來說，一個實用的方法是專注於理解不同的財政政策和地緣政治事件，將會如何帶來不同的投資風險和機遇。

長期債券波動大增

以固定收益為例，目前環球經濟仍處於放緩狀態，這對債券而言是一個有利的環境，但隨著美國選舉臨近，我們同時需要關注利率曲線的長期變化。鑒於美元為國際儲備貨幣，因此美國有能力維持巨額財政赤字。

然而，有跡象顯示總統候選人將大肆揮霍財政資金，這可能會導致金融市場失去耐性，以致長期債券的波動性增加。

相比之下，歐洲的財政政策較為保守，這對當地的債券帶來支持作用。同樣，在新興市場中，許多國家實施傳統的貨幣政策，這導致它們的債券市場維持在良好狀態，因此我們看好以當地貨幣計算的新興市場債券。

與債券相比，環球股票沒有像債券迅速地消化減息預期。雖然股票估值已經上升，但並未達到極

端水平。2023年，股票市場的大部分焦點集中在美國科技股「七巨頭」(Magnificent Seven)之上，而這些股票是以盈利作為基礎。

環球股市或有機會進一步上升，這對於目前持有現金的投資者尤其重要。我們最近分析了自1929年以來，22個減息周期的投資回報率，數據顯示，在美國第一次減息後的12個月內，美國股票的平均回報率為11%。

倘若我們能夠實現經濟「軟著陸」，即經濟放緩而非陷入衰退，這將會對環球股票市場帶來利好作用。然而，我們又回到分歧的問題：這些升幅會否擴大至金融市場中被忽視的領域，包括英國等被低估的地區呢？

策略性投資首選黃金

我們認為，中國內地將會繼續解決房地產市場帶來的影響，雖然美國大選的結果可能會為金融市場帶來重大變化，但我們認為，無論哪一個候選人勝出，他們對中國的立場不會出現改變，目前美國的保護主義傾向和雙方之間的科技競賽可能會維持不

變。然而，在地緣政治緊張局勢加劇的背景下，策略性配置大宗商品仍是實現多元化投資的關鍵，尤其是黃金，因為黃金通常在環球央行減息期間有良好表現。就美元而言，金融市場普遍預期，若美國聯儲局提早減息，這可能導致在短期內，美元兌其他國家貨幣升值。

抓緊市場機遇最重要

因此，保持投資以抓緊不同時期出現的機遇是非常重要的。這是一個老生常談的道理，但值得再三強調的是：在充滿不確定性、喧囂和令人擔憂的時期，投資者傾向於採取觀望態度以尋求「避險」。與過去十年大部分時間不相同的是，目前保留現金可以獲得具有吸引力的名義回報。

不過，即便美國未如部分人預期般即將減息，但現金利率仍有可能下跌，從而導致現金的回報率減小。另一方面，金融市場的轉變可能會非常迅速地發生，因此採取觀望態度可能意味着錯失良機。

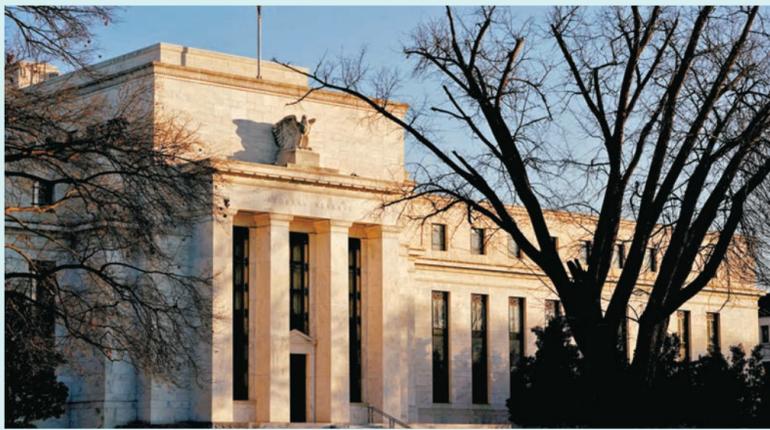
(節錄)

全球通脹預期 變幻原是永恒

百家觀點

涂國彬 永豐金融資產管理董事總經理

在大家以為歐美通脹漸受控之際，1月份的美國通脹壓力似乎大於估計，繼消費物價指數公布後，最新的生產物價指數亦同樣高於預期，而後者的預期原則上已包括前者公布後的更新，換言之，目前的通脹壓力是明顯高於外界預期無疑。



◆ 未來幾十年，投資者應小心通脹有可能易升難降，目前看來達標的各地央行政策，最終未必如此。
資料圖片

當然，不能單憑一兩個數據點而下結論，尤其1月份數據容易有季節性因素在內，但無論如何，投資者都知道，同樣是經濟數據，大家的注意力就是不會同樣分配，這個輕重就說明了數據在當時的重要性了。

數據常有 關注度不常有

數據常有，關注度不常有。關於數據，放在不同時候，大家的態度可能有別。比方說，在金融海嘯的危機時候，央行只能說一不二，一直擺明車馬的量寬和超低息環境，什麼數據都比不上美聯儲連續多次保持零息水平，以及維持該水平的表態，這也是一數據，只不過並非傳統意義上的數據。

及至後來，升值預期長玩長有，大家對於什麼經濟數據，亦不會太在意，只會在乎，如此有利的貨幣政策環境，會否改變，否則，大可以繼續押注無誤。這時候的主導數據，其實是資產價格的升跌本身，一切有秩序地進行便可。

全球疫情影響所及的通脹預期出現，才真是傳統意義的通脹數據備受關注之時，什麼量度通脹的方式有什麼效果，大家極為關

注，相比之下，通脹以外的數據，什麼失業，什麼消費信心等，都是其次。那時候的數據為本，其實是通脹為本。

到今日，通脹看來相對受控，央行說的數據為本，便是傳統狹義的經濟數據，不再是通脹說了算，也不再是央行維持利率不變的決心和升值預期的持續等變相的數據。

自貿好處 見諸通脹緩降

不同數據，放在不同時代，自然有不同效果。目前看來的通脹數據高企，在上世紀七十年代甚至八十年代，大部分時間內，都算不得什麼。從那個時候開始，投資者一直經常掛在口邊，要跑贏通脹什麼的，但幾十年下來，發現通脹一直在緩緩的下降。

當然，過程中有金融海嘯這次史無前例，但不肯定是否後無來者的危機，造就了之後的量寬和超低息環境，通脹連續多年似有若無，這是非常時期，但即使不計這一階段，單看世紀八十年代開始，一直到金融海嘯前後，都不難發現，全球通脹壓力，不似大家預期般高漲。

究其原因，淺顯之至，就是當時是人類歷

史上少有的一段有利自由貿易的日子。全球化什麼的這些字眼，倒是後來才有的，但由那時開始，不論東西方，不論原來的經濟制度如何，基本上都朝着自由貿易走。

不難明白，自由貿易下，全球各地互相競爭，產品和服務質素容易提升，但同樣品質的產品和服務，價格卻是易跌難升，日子久了，最終一定反映在通脹量度的數據上。

提防步入易升難降階段

明乎此，即使沒有全球疫情觸發的供應鏈危機，特別是有為數起碼幾個月甚至對某些地方來說以年計的供求大變化，即使不計及此，單看過去十多年全球各地由資產價格升值導致的財富不均和相應的極端取態下，各地不利自由貿易的政策陸續出現，未來幾十年，大家應小心通脹有可能易升難降，目前看來達標的央行政策，最終未必如此。

(權益披露：本人為證監會持牌人士，本人或本人之聯繫人或本人所管理基金並無持有文中所述個股。)

收益率曲線續「反轉」 美國經濟響警號

黃偉棠 時富資產管理董事總經理、特許金融分析師、註冊會計師、大學資深講師

目前，市場對美國經濟軟著陸信心在不斷升溫，但市場中一個經典的衰退預測指標正在發出警報——反轉收益率曲線(Inverted Yield Curve)。消費支出如此強勁，為什麼會潛伏着衰退？通常情況下，反轉和經濟衰退之間存在一段時間滯後。基於以往的情況，反轉後14至24個月是衰退風險最高時期。這至少涵蓋了2024年上半年。

通常情況下，債券期限越長，收益率就越高，因為投資者需要獲得更高回報來承擔長期持有債務所帶來的風險。而當收益率曲線反轉時，短期債券收益率會高於長期債券收益率。這被視為經濟不景氣的先兆，因為這代表長期利率將降低以刺激經濟增長。

「反轉」已持續逾19個月

收益率曲線有不同衡量方法，而最受歡迎的是2年期和10年期收益率之間差距。美國這條曲線自2022年7月以來一直處於反轉狀態。在去年7月反轉情況達到最深點，10年期美國國債收益率為3.9%，而2年期國債的收益率則接近5%，兩者差距為1.1%。本周這一差距雖收窄至0.34%，但仍然處於反轉狀態。市場上討論的已經不是關於曲線的意義，而是關於反轉的持續時間：這次已經維持超過19個月，是自1980年以來最長的一次。

根據芝加哥聯邦儲備銀行經濟學家於2018年發表的一篇論文，過去60年中，每次經濟衰退之前都會出現收益率曲線反轉，只有在1965年的反轉發出了錯誤信號。有些經濟學家認為，收益率曲線反轉只是市場預期的一種簡單信號。但對於大多數人來說，反轉本身就是一個嚴重問題。正常收益率曲線會促進貸款和所有對增長有利的投資。當收益率曲線反轉時，銀行往往會收緊貸款標準，投資者可能變得更加保守，只會通過短期債券鎖定更高收益率，而不會進行長期投資。

收益率低或掀金融危機

此外，每次曲線反轉都有一個共同點：在2000年新興科技當紅時，市場認為經濟衰退是不可能的，當曲線在2006年反轉時，全球國債購買模式被認為是技術原因，因為國家將其出口美元轉化為美國債務。這似乎與即將到來的衰退沒有太大關連，然而收益率保持低下間接推動了2008年的金融危機。目前，市場預測美國利率下調幅度至少有五個季度將超過25個基點，這意味着會有更大隱憂。否則，為什麼美國聯儲會在經濟沒有迅速走弱情況下如此迅速地降息呢？逐漸放緩增長當然是一個更簡單故事，但它仍然無法完全解釋所有事實。投資外國(尤其是美國)的投資者更應小心當前局面，避免人云亦云，到風高浪急之時不能抽身從而再陷入另一因局。

日本旅遊活動「公私合營」 港可借鑒

張宏業 特許測計師、中國房地產估價師

上周三，日圓兌美元跌穿150大關，低見150.51，為去年11月以來新低。其實踏入2023年，日圓匯率持續走低；今年以來，日圓兌美元已累跌6%，是G10國家貨幣中最大的輸家。

反觀日經指數則「愈升愈有」，上周四大升454點，收報38,157，漲幅1.21%，創下自1990年1月以來34年最高收市價。

日本旅遊業復甦「吸金」

日圓兌率企吸引大量外資進軍日本房地產市場，引發日本的大城市包括東京、大阪、京都等地驟現租金及售價齊升的局面。同時，由於日本旅遊業復甦，吸引資金重臨旅遊業房地產市場。

趁着今年札幌雪祭全面復甦，筆者與家人前往札幌參觀雪祭，在旅遊之餘，筆者也考察了當地兩個主要房地產市場——札幌和二世古。

筆者認為，札幌雪祭的成功應歸功於以下因素。首先，大通會場每年的雪祭和活動都是不停創新改進，每年度有不同大型雪雕展示，結合不同北海道景色、建築物及各種動漫人物打造大中小型雪雕造

型。今年更首次合作的「札幌國際藝術祭」作品，於大通公園2丁目展出；另外，雪祭還有歡慶50周年的HELLO KITTY、初次亮相的「機動戰士鋼彈」等許多雪雕作品。再者，札幌雪祭由札幌市政府和札幌商工會共同舉辦，市內各企業和團體組成的「札幌雪祭實施委員會」企劃運營。

營造全民活動擴大盛事效應

公私營合作成功取得大量商業贊助，又廣設大量熟食攤檔和雪祭商品販賣店，締造兼具娛樂、文化以及飲食於一體的綜合性活動，達到名利雙收的效果。當地市政府鼓勵全市民共同參與，可以觀賞之外更可投票選出最佳雪雕作品。這些或可作為香港振興旅遊業的「他山之石」。

此外，北海道政府同樣安排一連串的冬季旅遊體驗活動，帶動整體旅遊氣氛。日本北海道雪祭包括各類活動，如札幌雪祭、旭川冬祭、小樽雪燈、千歲/支笏湖冰濤祭、層雲峽冰瀑祭及二世古滑雪活動，「全地域」冬之旅遊盛事全在北海道體現。

去年朋友回港後告訴筆者，札幌市不少新落成的

高層大廈單位空置情況嚴重，雖然已降至單價約4,000元/平方呎，但是銷情不好。今年筆者親臨市中心，已不多新盤求售廣告，目測不少單位已有住戶入住。

作為日本第五大城市，札幌市擁有超過195萬人口(2022年初統計)，集中了北海道35%人口。自從1972年升格為「政令指定都市」後，市區共劃分為十大區域，主要人口集中於北區、東區及中央區，佔總人口15%上。據日本不動產網站調查指出，首五個最理想居位地點排名分別是JR札幌站附近、円山公園、大通、琴似和麻生等地，這些地點均位處地鐵南北及東西線上，是置業最理想地方。

二世古地價升幅「六連冠」

隨着日本旅遊業疫後復甦再增長，貼近旅遊區的地方是另類投資選項。北海道地區首推二世古，主要是當地二世古村滑雪場所帶挈的！二世古正名是新雪谷，冬季因充沛降雪量和優質粉雪而聞名，造就了「粉雪天堂」的美譽。根據當地土地價格升幅

調查，該地區由2017年起已連續六年蟬聯地價升幅冠軍，單是2018年至2020年間年度升幅更達30%上，無怪不少港資上市公司下注，包括盈科集團、新世界集團、金源集團等等。幾年間，二世古雪道附近有不少全新酒店及公寓落成，以一個可以Ski In及Ski Out的一房全新公寓為例，面積約400至500平方呎，呎價約10,000至12,000元(港元，下同)，而排屋或獨幢屋，如有3房的2,000平方呎地蓋上1,500平方呎的二層木屋，售價也是700萬元至800萬元左右。除了全年某些日子自用外，更可委託物業公司代出租，收取租金收益。

北海道是無污染地區，也是日本及全球主要冬季滑雪及雪祭及夏山地遠足、河道漂流、賞花賞樹、品嘗美食的理想旅遊地帶。投資日本房地產，若不喜歡二世古的鄉村環境，也可考慮在札幌置業，不失是東京及大阪以外的不俗選擇。

題為編者所擬。本版文章，
為作者之個人意見，不代表本報立場。