



## 主題：聯儲加息周期見頂的部署

(Winnie) 恒生優越私人理財準備了兩場財富管理講座給大家，主題就是聯儲局加息見頂的部署還有家庭資產配置分享。恒生銀行誠意邀請幾位嘉賓，我們先請第一節的嘉賓上台，包括貝萊德資產管理的李偉倫 ALEX，另外有摩根資產管理的梁文偉 JONATHAN，當然，還有恒生銀行財富管理首席投資總監梁君蓀 BELLE，請幾位就坐。

我們第一節財富管理的主題很簡單，就是聯儲局加息見頂的部署。我們請來幾位嘉賓，當然要問一問是否真的見頂？對我們的投資或者我們本來的投資計劃有沒有影響？

我們需要改變我們的策略嗎？都要提一句，投資涉及風險，講座僅供參考並不構成投資建議。我們當然想問幾位嘉賓，究竟還會不會加息呢？是否已經完結？大家消化了一個星期，對於聯儲局的議息聲明會否有新的看法？其實給予市場有什麼啟示？

(Belle)是否真的完全見頂？是否真的不再加息呢？聯儲局也不敢確定。不過這次開會之後，其實好明顯他們整個說法是說放慢了，即是他們說很接近頂部或者就已經見頂。接下來，當然要觀察經濟數據，還有就是經濟放慢速度，是否正如他們現在的預期？但是都有變數的。因為現在的通脹還未到他們的目標2個百分點，現在都還是比較高。如果通脹以現在的速度放慢的話，他們可能真的會放心的，不過大家真的要留意經濟數據。說真的，因為連聯儲局也不會知道。

(Winnie)為什麼市場會覺得息口會見頂？我想問一下JONATHAN，因為有一個觀點，這一次只是加息四分一厘息，可能加息真是差不多接近完結。這個情況又有一些憂慮，就正如 BELLE 所說要看經濟數據，現在會否只是一個暫停加息？在你的角度，覺得需要留意什麼因素呢？

(Jonathan)其實我們覺得美國通脹，已經有一個明顯的下降趨勢。雖然下降步伐不夠聯儲局所希望的那麼快，它們希望通脹下降得比較快點，但是整個方向是依然是向下走。最新的消費物價指數，說明了年化是 4.9 厘，他們的目標是2厘。如果我們看看美國目前的經濟一些領先的指數和指標，可以清楚見到美國的經濟是開始變慢，甚至可能進入一個經濟衰退的狀況，所以我們覺得今年年底美國的通脹率可能會下降到 3厘，所以我們相信上星期聯儲局的加息，可能是今個周期的最後一次。所以我們相信債券市場今年接下來的表現，應該是有某程度上的支撐。

(Winnie) JONATHAN 的觀點是，現在真的見頂。ALEX 你認同嗎？因為市場還有一個看法，可能這個息口是維持在這水平，估計下半年有機會會減息，但是否一件好事呢？通常大家都認為減息代表經濟會比較差，衰退的機會是否很大？

(Alex) 好的，謝謝WINNIE，而我們BLACKROCK的觀點是市場今日的孳息率，長期和短期其實市場正在反映和預測2023年是會減息。我們看到一個最大的關鍵，就是聯儲局是聚焦於通脹的百分比，而去決定做



或不做這個動作。在我們的觀點方面可能，還未有一個十分明確的指示會有減息。原因是因為我們相信，通脹的情況會維持高於2個百分比以上，所以在這個情況下，我們為何有這個定論呢？第一，我覺得市場是低估了供應鏈引發出來的問題。第二，就是美國國內勞動人口有短缺的情況，因為很多人退休或者是提早退休，令到美國工資成本越來越高。歐洲其實有相同的問題，當然Root Cause(根本原因)是不一樣，令到通脹是會稍為高於聯儲局預期。所以如果在這個情況底下，他們只可以做就是令經濟增長與通脹取得一個平衡，聯儲局始終都會以通脹為先。所以在這個角度來說，我們仍然相信聯儲局未必會繼續加息，但會在一個比較高的息口維持一段時間。如果是一個中線的觀點，當然減息的機會是非常之大，

(Winnie) 美息的方向似乎我們會透過三位的講法會捉緊一點，但是我們有見到的現象是英倫銀行和歐洲央行，其實他們還會有加息的決心，因為他們的通脹的確更加高。

如果他們繼續加息能否代表資金仍然眷戀或者喜歡傳統的經濟體或流入傳統的經濟體？第一季的時候BELLE有跟我們說過，如果你要駕馭現在市場風險或者去利用當前市場機會，最好就是投資在FIXED INCOME 固定收益。但現在形勢又轉變了，息口好像要停，這時候如果投資在固定收益會否失色？

(Belle) 我們今年一直和大家說是投資固定資產收益是鎖定個人收入最好的方法之一。

所以在大家的資產配置中，看看這幅圖，其實1年前我們在這個時候，聯儲局在上年3月開始加息，他們從來未試過可以在1年之內多次加息，那時期差不多是零利息。

如果大家記得聯邦的基金利率，而現在達到5厘，表示已多次加息，有時加五十點子，有時加廿五點子。直到今時今日，其實在上年加息這麼急的情況下，債券方面，我們看到債價去到一個從來沒有見過的大跌，上年度的指標指數下跌了十幾個百分比，多年未曾見過流走了很多資金而。圖中所表示的資金流，去到今年年頭開始，整體上，2023年的底部，資金流就開始向上流入，預期就是聯儲局息口加到5厘。而通脹都開始回落，再加息的話可以增加到幾次呢？其實比預期是放慢了很多，5厘已到頂？還是未到頂？其實都已經好見頂。在這個情況下，其實資金流已經全部開始回來，流入債券，上面那一條黑色線就是股票，股票由加息開始去到現在一直起起跌跌，還未有很大變動。但是債券方面，上年是重創的，但是去到今年有個動向就好像我們第一季般一直持續到現在，我都見到資金是湧入去債券的。

(Winnie) 我想現場的客戶投資一定有債券這一部分，上年都經歷到這個慘痛，就是虧損了很多。現在看到這幅圖之後可以安心點，開始上升了。息口方面，我們看到對固定收益FIXED INCOME的影響，但因為高息率又引發了另一個憂慮，就是我們現在常常看到報道，指美國很多地區銀行都有倒閉的危機。我想大家很多時候會聯想到香港會否有這些情況？或者會否有系統性風險？而且有很多投資產品當中，其實都可能牽涉到美國的房地產市場，亦有很多相關的投資產品，譬如像有一些會涉及商業房產的按揭和抵押證券。我想問JONATHAN，第一，究竟銀行有沒有系統性風險？第二，如果真的投資了美國相關的房地產產品，其實你會否覺得風險已經轉移樓市方面？可能真的要回避甚至乎相關產品是否要贖回？



(Jonathan)這個問題其實有很多不同的部分，我首先分析銀行方面，美國方面的地區性銀行的確有存在某程度上的問題，但是他們這個問題，我覺得並不是一個系統化的問題，而是個別銀行問題。但是，我們亦都覺得將會有更多的地區銀行會出現問題。

為什麼會這樣呢？因為美國的銀行系統 其實是有了一個比較特別的地方，美國有大型銀行，聯儲局是會每年去審查美國大型銀行目前的資產負債表的穩健度，會做很多壓力測試，評估銀行的財務健康。所以規模大的銀行他們目前的資產負債表是非常之穩健。但是，地區銀行是不需要受這個壓力測試。他們目前這個問題就是有很多資金和存款流出，在他們的資產方面，就是資產負債表中持有很多債券和借貸，而他們持有的資產價值下跌因為去年利率上升了很多，所以它們的價值也下跌了不少，所以造成一個很大的資產負債錯配不平衡。如果有更多地區性銀行倒閉，我們是不會排除這個可能性的，但是我們覺得大型銀行就應該不會有這個問題。大家看看歐洲銀行，不是沒有地區性，就不用做壓力測試，大型銀行就要做，而是所有銀行都要做壓力測試，

所以歐洲的銀行系統是比較健康的。當然亦都會有個別的銀行，譬如某間銀行，會有自己的個別問題而出現倒閉的危機，但是大致上是還可以的。

但另一方面，在房地產上，我想說明一件事。其實我們覺得美國的房屋市場風險並不是很大，大家知不知道在美國借按揭，按揭的息率是會固定30年，即是聯儲局加息是不會影響到那些已經有按揭的人，所以他們每個月按揭供款是不會增加的。絕大部分美國人目前個平均按揭息率是3.5厘，相對較低。但如果你今日去銀行借按揭，息率可能是6.5厘，會高很多，所以美國房屋市場方面沒有問題。但是，於商業按揭方面有一些危機，因為美國目前仍然有很多人居家工作，不用回到辦公室工作，特別是一些科技公司，譬如在三藩市，目前辦公室市場是受到很大壓力，所以和辦公室有關的商業房地產方面，我們認為在接下來的2至3年仍然會有某程度的壓力。

(Winnie) 雖然我們說高息好像猛於虎，可以影響到整個經濟環境，但是大家都享受到高息定期。剛才ALEX提及息口維持一段時間之後一定會下降，我們是否不用等減息而現在要開始部署？即是要大膽或進取一些，去投向風險資產。究竟市場是否明顯見到一些開始風險胃納提升？哪一類資產是最受惠呢？

(Alex) 其實我們回望，或者在座各位在過去1年，有沒有朋友投資了定期或者一些保本產品，如果有的話，請舉一舉手。其實都有很多，某程度上現在息口這樣吸引，很多時候我們都不想再去額外承受風險。例如，去投資股票或者一些風險資產，剛才 BELLE 或者 JONATHAN 都提及債券或者其他收益的市場，一定有他們吸引的投資價值，但如果大家手持很多債券或者現金、存款和保本產品。其實有一個風險出現，就是低配股票的風險。其實低配股票風險，即是持有很少股票或風險資產，限制了潛在升幅。大家都知道通脹的壓力是不會好像以前，沒有通脹，接下來會有一個大約3至4個百分比以上的通脹，所以令自己的投資組合的潛在升幅可以提高，是非常重要的。有一個簡單的核心策略，所以在這幅圖所見，核心的部分我們叫股票，大家可以留意多些高息股的策略，但重點是要低波動性。因為在未來的市況，



波動性一定會持續，然後大家成日時常都有聽過CHATGPT和 A.I. 等等，我們亦有一些這類型投資策略，利用到一些機械、電腦、A.I. 來幫助我們選股。所以這些策略，大家都會見到是非常普遍。

至於一些再進取些，我們稱為策略性的部署，我建議大家可以留意三個板塊。最左邊就是一些醫藥的行業，是最低風險的。倘若市場萬一有一個大的調整，通常一些醫藥股的調整幅度是最小的。舉例上年一些醫藥股醫藥板塊，只是輕微下跌了5個百分比左右。反而，一些投資評級債，可能都有虧損雙位數字。還有，你會見到未來很多新藥和醫療的設備，我們稱為Break Through(突破)和一些技術上的創新，所以你會見到這些板塊低風險之餘，其實潛在回報是可以很高。這些行業的10年年度化回報率是有機會達到10個百分比以上。

去到圖中中間位置，是一些大趨勢，時常聽到ESG 新能源和一些持續能源的板塊。

我們是看好的，因為大家經常聽到NET ZERO 淨碳排，即是不會有一些碳排放去到2050年。其實很多國家或者私人企業沒有方向，但只是知道需要很多錢才達到NET ZERO，所以無論是電動車和再生能源都是一些大趨勢。可能幾年前很少人接觸過一些EV電動車，現在可能在座有三分成人都在駕駛電車。以前做一個電池很貴，一個KW/HRS，差不多\$1,200美元一個KW。一架電動車大概有7至90個KW/HRS，成本減了九成，今日大概是120美元KW/HRS。所以大家會看到在高通脹的情況下，這些電動車的定價，還有機會降低，而這個是大趨勢來的。圖中最後的科技板塊，大家都見到今年升幅不錯，我們覺得有機會繼續升，有三個原因：第一，是盈利，我們覺得是會超過市場上的預期。第二，價錢還是很平，用一個盈利去比較，目前很多軟件公司是5倍，盈利的5倍即是5年就可以回本。一些私募的市場，他們的交易是大約8倍，所以你見到會有很多M&A(收購合併)出現。最後是ChatGPT，短暫你會見到一些半導體需求很高，但是長時間來說，我們是會預測有無窮無盡的投資機會。亦因為ChatGPT，有機會令到市場通脹可以慢慢消化和回落。

(Winnie) ALEX 幫我們建構了一個股票的投資組合出來，我想問問BELLE，你建議的固定資產或者固定收益投資FIXED INCOME怎樣組合，可以令到我們去配合主題？我要有被動收入亦要有穩健的、要不跑輸大市兼可以跑贏通脹？

(Belle) 今年剛剛說了最喜歡債券，但除了債券呢？如果你可以推到一個均衡的組合？

當然你不可以缺少股票。如果今日你問我最喜愛什麼股票？其實我最喜愛都是有利息收入的股票。並不是說沒有利息的股票長遠不看好，不過今時今日，在這個息口見頂，經濟向下，可能要轉為減息的情況又有衰退風險。在這個情況下，你要選擇一些什麼企業才可以比較穩定，比較保守一些和比較防禦性高的，令到你在市場波動的時候，好像今年3月，股市就做到一個V形反彈。但是在真正跌下去時，我也失眠。所以今年如果你選擇一些有利息收入的股票，無論美國以前的股票沒有股息，現在都有3至4厘，有一些銀行更加有5厘。如果你留意歐洲，歐洲的利息很高，有一些汽車股派7厘，而亞洲或者是中國股





票，你都可揀到一些好高息的股票。近期熱門的中國特色股值，那些低估值的，高DIVIDEND(股息)，反彈得很利害，其實這一些都是投資者想要的。有息收，比較穩陣型的股票。

(Winnie) 似乎有一些聰明的投資者已經開始入市，所以這些股票會彈起，但是我們切入的時機，但是我們切入的時機其實都要把握好。JONATHAN，我們經常聽到別人說 SELL IN MAY，是否我們參加講座後，先不要行動，等到6月才行動？下半年你會看好哪些資產呢？

(Jonathan) 我們相信美國下半年的經濟衰退風險是存在的，所以我們目前是會抱著一個比較審慎保守的態度去部署我們的投資策略。如果在債券方面，怎樣部署呢？就是盡量將投資的級別提升，我們多元化的收益策略目前平均的投資級別是一個A-，相對我們的歷史來說是比較高。但是就算這個投資級別那麼高，我們目前的平均收益率仍然有7點6厘，所以比起定期存款高好多，同時風險不大。另外就是將一個所謂的存續期，存續期好像和時間有關的，但其實存續期的意思，對債券來說是利率的敏感度將它拉長一些。當經濟衰退出現的時候，利率敏感度，在美國國庫債券息率向下走的時候，可以提供到某程度上的保護能力。那麼 SELL IN MAY，有什麼可以SELL？我想是對沖我們的高收益企業債的部署。為什麼呢？因為美國公司基本面大致上是頗健康的

，但是非投資級別的公司，他們目前債券的價位並不是很吸引。這個圖表是什麼？是美國高收企業債的息差歷史。這個息差是他們的利率和國庫券分別的闊度，越闊就越便宜。而目前你可以見到，每次市場發生事的時候，息差是會拉闊到大概8厘，大概800個基本點，而目前可能是可能低過500點，即是說明它未反映到將來經濟衰退的風險。所以我們目前是會較減持高水企業債而較喜歡一些比較高投資級別的債券市場。

(Winnie) 假如你們會買債，就要留意這個建議。最後問問ALEX，剛才提及六個板塊，是否全部都買？應如何選擇和部署？

(Alex) 我特別帶了一幅圖給大家，其實怎樣可以利用債券和股票去建構一個適合自己的投資組合。因為債券一定有它的投資價值，有息收，風險低。所以我們可以看看第一幅圖左面的圓形圖表，如果投資了百分之一百在債券話，大概今年(的回報)上升了3.4個百分比左右，而10年(的回報)，大概有20個百分比左右的回報。假設加了六成是一些低波動性高息的股票，你其實會見到，這個年初回報表現就去到4.1個百分比。3年11個百分比，5年22.7個百分比，而去到10年更去到63.2個百分比。當然，那個年度化波幅就高達百分之9.1，但百分之9.1亦不算特別高，因為有債券為大家分散風險。但剛才提過有三個板塊，大家可以留意，如果將這六成的股票，有一半分配給這三個板塊，就大約每個板塊10個百分比。六四股債比例，而你會見到年初至今的回報去到5.5個百分比，時間越長，你會見到潛在升幅在某程度上就越高。5年去到46個百分比，10年就去到106個百分比，而標準差是13.8個百分比。13.8個百分比的標準差與你持有環球股票的風險相若。希望給一些實質的數據給大家看到潛在的回報，不要因為未來或者現在



恒生銀行  
HANG SENG BANK

感受到動盪市場，就缺乏投資股票。所以大家投資組合要平衡，不建議全部投資債券或者全部投資股票，兩者都要兼備。

(Winnie) 多謝三位！我們做投資其實要行先一步，掌握市場脈搏。多謝三位的分析，我們就先講到這裡，請三位可以到台下就坐，謝謝你。