

首席投资总监及投资联席主管JohannaKyrklund

对于任何曾经携同小朋友一起出行的人而言，“我们到目的地了吗？”想必是旅途上经常被问及的问题。这也是我的七岁女儿最喜欢问的问题。

现在，我觉得自己的口吻有点像她。当我审视横跨固定收益资产及股市的戏剧性跌幅时，我会想：市场价格是否已下跌至足以让我们增加风险承受的水平？

那么，我们到目的地了吗？答案似乎是“还差得远”。

形势已有所改变

量化宽松政策已持续多时。在这项政策下，美联储等央行以数百亿美元计的规模进行买债行动，以致利率锁定在零的水平，希望藉此鼓励借贷，并为市场带来支持。对于追求收益和回报的投资者而言，这相当于被迫提高风险承受，也即是趋向投资风险较高的资产。然而，随着加息步伐展开，游戏规则已出现重大改变。

我曾经以“打地鼠”来形容这种情况。这种游戏的玩家需要留意着随时冒出地洞的地鼠，并迅速以锤子敲打地鼠的头获取分数。当你击退一只的时候，另一只又会从另一处冒起头来。

套用到市场的情况，近年只要收益率出现丝毫变动，便会随即吸引希望逃过负实际利率命运的投资者资金流入。当一处开始饱和，所有人便会再次寻觅下一个应许之地。在这种背景下，波动性受到抑制，所有的传统估值概念也变得不适用。

现时各国央行纷纷以加息应对持续高企的通胀，情况已不再一样。我们正在从“打地鼠”游戏转为“下象棋”。投资者所面临的是一个更具策略性及挑战性的环境，而对手正正是央行。

审视价格助判断

目前，央行官员的首要任务并不是支持市场，而是压抑实体经济显而易见的通胀。这意味着我们需要为估值重新找到新的均衡点，但以往的反通胀路线图在未来却不一定奏效。

好消息是债券估值从多个维度看都已有所改善。债券市场在经历一段“息升价跌”的艰难岁月后，现时的债券收益率已开始展现出投资价值。

债券对于经济衰退的敏感度显然较股票要低。我们同时相信，企业盈利的不确定性

仍未完全反映到估值之上。

我们用以评估经济周期的量化推算模型显示，若企业盈利逊于预期，经济将步向“放缓”阶段。对股票而言，经济放缓一般都是在经济周期当中最具挑战性的阶段。因此，我们仍然看淡股票。

鉴于对能源板块需求或会受到破坏的忧虑，我们认为大宗商品的上升风险已有所增加，因此已剔除“增持”这类资产的看法。

在股票投资风格方面，我们仍然偏好价值型投资。

以往市场的启示

以往熊市的经验到底为我们带来什么启示？

首先，当估值调整至新的均衡点时，熊市将出现强劲反弹，而这一次将是通胀出现见顶迹象之时。投资者需要确保他们的决策过程具备足够灵活性，或者已作出分散风险部署，以避免在震荡行程中遭到洗盘。

第二，最佳的估值投资机遇通常会在经济衰退的时候浮现。因此，当经济增长前景在未来数月转暗，切记不要看得太淡！

最后，人们往往较易在波动市况中犯下代价沉重的错误。投资者需要做的是继续专注在他们的投资策略之上，并悉心栽培团队的韧性，避免过份介入。

以上如有提及证券仅供参考，不构成任何投资或撤资之建议。

本文件仅供参考之用，并不打算作任何方面的宣传材料。本文件不应视为提供投资建议或建议。本文所载的意见或判断可能会改变。本文的数据被认为是可靠的，但施罗德投资管理（香港）有限公司不保证其完整性或准确性。

投资涉及风险。过往表现未必可作为日后业绩的指引。阁下应注意，投资价值可跌也可升，并没有保证。汇率变动或会导致海外投资价值上升或下跌。就新兴市场和发展较落后市场的证券投资所涉及的风险，详情请参阅基金说明书。

提供本文件所载数据，目的只是作为参考用途，不构成任何招揽和销售投资产品。有意投资者应注意该等投资涉及市场风险，故应视作长线投资。

衍生工具带有高风险，因此只应适合经验丰富的投资者。

本基金受香港证券及期货事务监察委员会认可，但其认可资格并不意味获官方推荐。

本文件所载资料仅提供予透过中华人民共和国的商业银行根据中国银行业监督管理委员会相关法规发行的理财产品投资的中华人民共和国投资者。投资者在投资本文件内提及的任何项目前应细阅相关文件，如有需要请透过相关中华人民共和国的商业银行及/或其它专业顾问寻求专业咨询。

本文件由施罗德投资管理（香港）有限公司刊发，文件及网站未受香港证券及期货事务监察委员会检阅。

本文源自金融界资讯