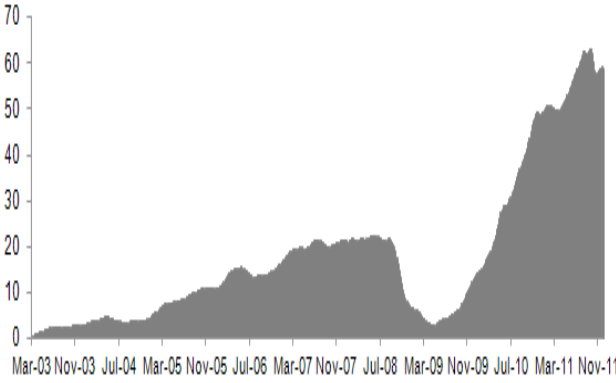
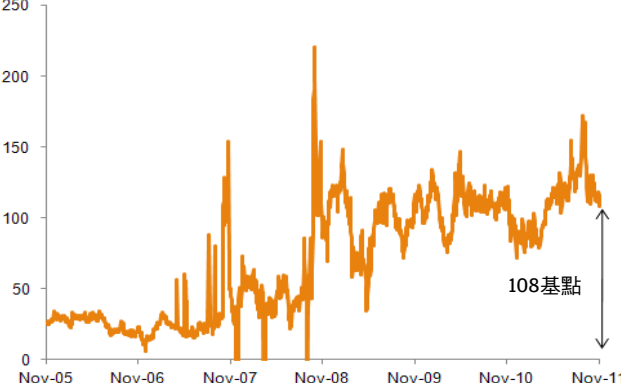


不確定時代中爭取高息投資機會

- ◆ 2012 年對於各國政府和投資者而言，將是充滿挑戰的一年。在信貸評級機構的壓力下，眾多成熟市場國家正竭盡所能要降低連續幾十年高企的預算赤字和債務對本地生產總值的比率。事實上，債務困擾已令標準普爾在 2011 年 8 月有史以來首次降低了美國的長期主權評級，而 15 個歐元區國家也已被列入負面觀察名單。
- ◆ 增長前景放緩，使得各國央行決定在未來較長時間維持寬鬆的利率政策。舉例而言，2011 年 8 月，聯儲局表示聯邦基金利率至少會在 2013 年中以前維持在接近零位的水平，為整體孳息率曲線奠定基準。在 2011 年 9 月為期兩天的會議上，聯儲局又宣佈了「扭曲操作」，包括計劃在 2012 年 6 月以前購買約 4,000 億美元國庫券以及沽售短期債券，試圖通過降低長期孳息率來支持房地產市場。
- ◆ 與此同時，英倫銀行亦於秋季宣布新一輪量化寬鬆政策以刺激經濟。曾於去年初兩度加息至 1 厘半的歐洲央行也已轉變政策，在年底前將利率下調至 1 厘。此外，由於宏觀政策疲弱，日本預計也會在較長時期維持政策利率低企。
- ◆ 對於投資者而言，所有這些都意味著要尋找收益將變得日益困難。10 年期美國國庫券和德國國債的孳息率現時都接近歷史低位。我們認為，目前的低息環境可能會在未來 12 個月甚或兩三年內持續。
- ◆ 那麼，投資者應當如何部署爭取收益？我們將在這裏為大家探索 2012 年的高息投資機會。

新興市場債券

- ◆ 相對美國及其他成熟市場債券而言，新興市場債券的孳息率更加吸引。發行這些債券的新興市場國家，不僅享有較為強勁的經濟增長和財政情況，而且政局日趨穩定，受惠於商品的經濟蓬勃發展，外匯儲備也愈來愈壯大。
- ◆ 2011 年新興市場債券所錄得的淨流入，反映了新興市場的結構性和週期性轉變趨勢，區內宏觀經濟無論以絕對值計還是相對成熟市場而言都強健甚多。新興市場的經濟增長正愈來愈受本地需求所驅動。此外，區內財政狀況亦較健康，債務對本地生產總值的比率平均為 35%，遠低於成熟市場的 98%。
- ◆ 以美元計價的新興市場主權和企業債券大多為投資級別，存續期為 5 至 7 年的項目孳息率達到逾 6% 的吸引水平。中長期而言，隨著投資者重新看好該資產類別，孳息率及息差預計將逐漸收窄。對於試圖尋找額外收益、並從成熟市場配置和美元資產分散化的投資者而言，這些因素令新興市場債券成為吸引的投資選擇。

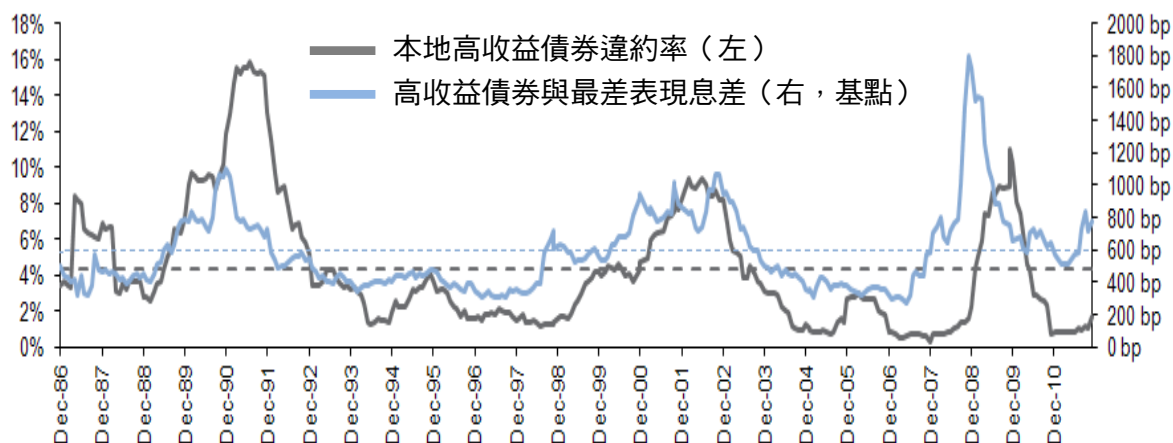
流入新興市場債券的長線資金	新興市場企業債券的孳息率更加吸引
<p>新興市場債券累積資金流入（10億美元）</p> 	<p>投資級別新興市場企業債券息差*減去投資級別美國企業債券息差**（基點）</p> 
<p>資料來源：EPFR，摩根資產管理（30/11/2011）</p>	<p>資料來源：摩根資產管理（11/2011） 備註：*摩根新興市場企業債券指數之投資級別息差 **摩根美國流動性指數 BBB 級別之息差（摩根美國流動性指數代表美國 BBB 級別企業債券市場）</p>

高收益債券

- ◆ 在 2008 年的環球信貸危機之後，高收益債券市場在 2009 和 2010 兩年都錄得強勁回報。由於最近數月的市場調整，高收益債券再次呈現吸引的風險回報特質。風險溢價已回升至長期平均以上，為願意接受額外風險的投資者提供吸引的收益。我們基於相對保守的假設認為，今年該資產類別有望實現 10% 以上的回報，但關鍵前提是環球經濟可避開衰退。
- ◆ 根據摩根環球高收益債券指數，截至 2012 年 1 月 3 日，高收益債券與相若年期國庫券的息差平均為 740 基點，因而孳息率高達 8.4%。這種息差水平反映違約率為 8% 至 9%，但實際上現時的違約率僅為 1.7%。
- ◆ 目前的價格水平反映，市場預期企業利潤下跌和信貸基本因素惡化會帶來經濟衰退。尤其是 BB 級別高收益債券的估值比 BBB 投資級別債券更加吸引。
- ◆ 不同於質素較高的債券，高收益債券傾向於對經濟週期而非利率變化較為敏感。該資產類別通常在企業財務改善和違約預期下降的經濟擴張週期表現良好。例如目前而言，企業資產基礎強健，業績結果超越預期，企業資產負債表上的現金水平已處於紀錄高位。
- ◆ 但政府緊縮方案和消費開支疲弱仍然壓抑經濟，將在未來一段時間令國庫券孳息率維持低企。與政府債券和投資級別債券相比，高收益債券可提供的收益機會相對風險而言相當吸引。

12 個月歷史違約率為 1.7%，遠低於高收益債券息差所反映的水平

高收益債券息差與本地違約率

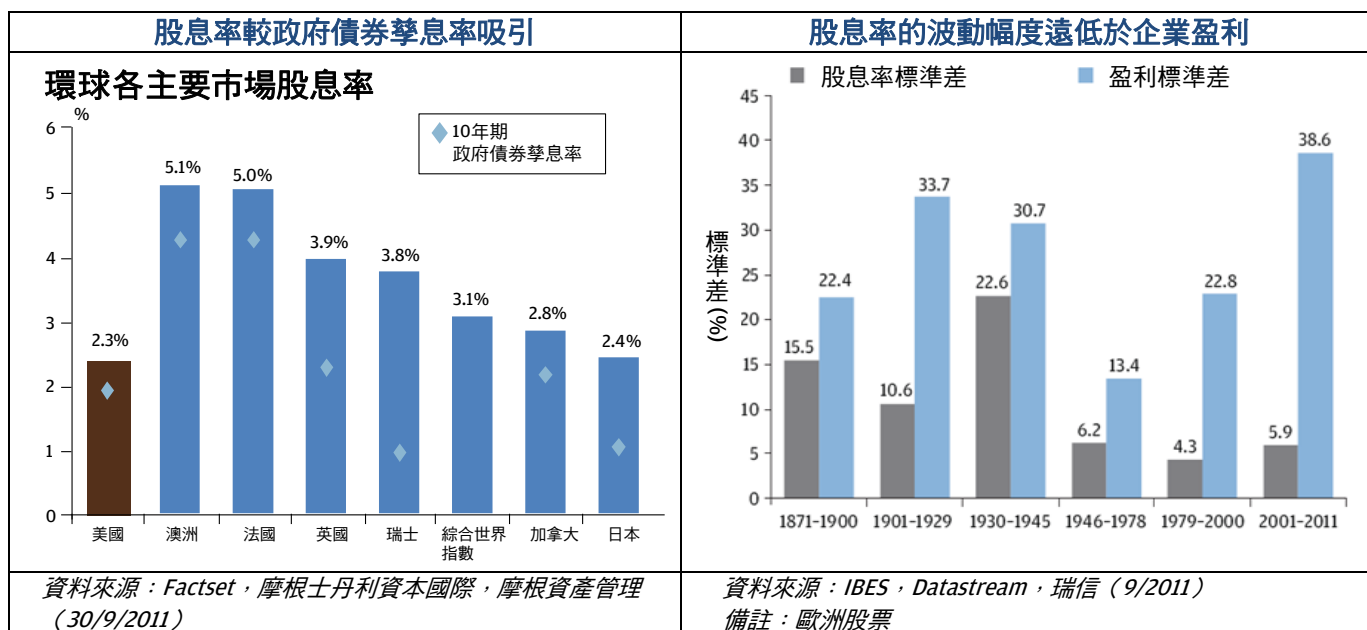


資料來源：摩根大通（30/11/2011）

備註：摩根環球高收益債券指數，12 個月歷史違約率（面值加權）

環球高息股

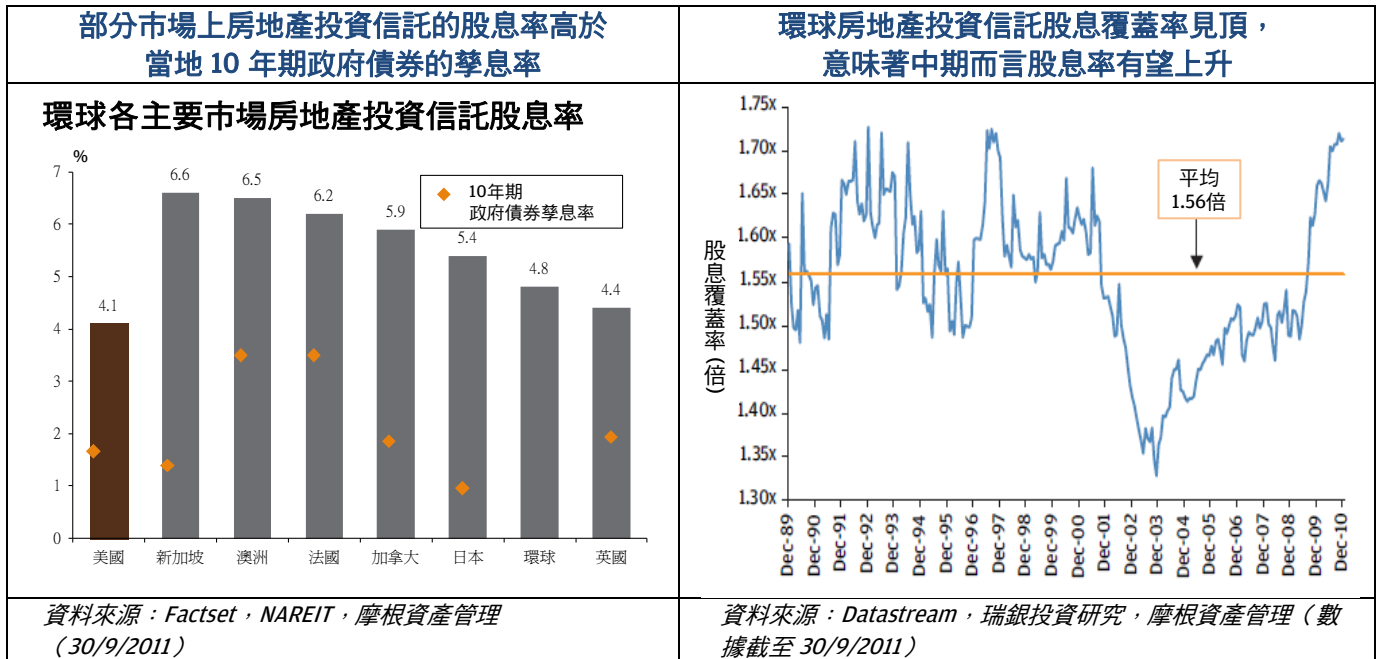
- ◆ 除孳息率較高的固定收益資產類別以外，旨在尋找收益機會的投資者也應考慮股票。部分股票市場的股息率現時已比當地 10 年期政府債券的孳息率更加吸引。
- ◆ 儘管股市的風險和短線波幅較高，但支付股息的企業大多規模較大、業務穩固、股價偏低，而且財務情況健康。即使在盈利波動時期，傳統上股息支付率都較為穩定。
- ◆ 僅僅發掘較高的當期股息率並不足夠。除了支付吸引的股息率以外，投資者所專注的企業也應具備穩健的財務狀況，亦即現金流持續、產品線強大、邊際利潤堅挺，以及資產基礎良好，這樣才能在艱難時期支持企業運營，繼續為股東支付穩定的股息。
- ◆ 與此同時，由於市場對管理良好且支付股息的公司股票需求強勁，投資者也應拓寬自己的投資視野，以把握全球範圍內各行各業的股息收益機會，避免過度集中投資的風險。
- ◆ 我們預計，股息率約構成未來 10 至 15 年歐洲和日本股市的近半數總回報，在美國股市的總回報中也將佔三分之一。相對而言，在 1970 至 2010 年間，美國、英國、法國和德國的該項比率只介乎 33%至 36%，而日本更僅只有 27%。
- ◆ 這項趨勢背後的原因是，企業界可能仍不願意有機擴張，尤其是聘用更多人手。由於企業的資產結餘正處在前所未有的高位，整體上企業正以獲得現金而非增長為目標進行運營。
- ◆ 考慮到企業界的龐大盈餘，以及最高管理層報酬的快速增長，我們預計未來數年公司管理層將日益面臨提高股息支付率的壓力。因此，儘管經濟環境未必會帶來股價上升，但企業支付的股息率卻有機會為股票總回報帶來支持。



環球房地產投資信託

- ◆ 房地產投資信託 (REITs) 是擁有及管理且通常開發商業地產的公開上市交易公司，現時在環球各國市場交易，總市值達到 8,490 億美元 (富時 EPRA/NAREIT 環球指數，截至 2012 年 1 月 3 日)。
- ◆ 以 1972 年成立的 NAREIT 美國股票房地產投資信託指數計，在截至 2011 年 9 月 30 日的過去十年間，房地產投資信託的股息率 (以收益回報計) 在其年率化總回報中約佔 60%至 70%，為投資者創造了 5.5%至 8%的收益回報。
- ◆ 與股票相同，部分市場上房地產投資信託的股息率已超越 10 年期政府債券的孳息率。而且，投資者在未來一段時期還可能會迎來股息率強勁增長，原因有二：

- ◆ 首先，環球房地產投資信託的股息覆蓋率（現金流/股息支付率）正處在前所未有的高位。假如房地產投資信託通過上調股息支付率，將股息覆蓋率回復到長期平均水平（均值回歸），即使現金流沒有增加，股息率亦會上升約 15%。
- ◆ 其次，繼現金流在 2008 至 2010 年間下跌之後，房地產投資信託現正隨著租金上升而出現復甦。正如 1990 年代末和 2000 年代中，股息率的年率化增長介乎 4.3%和 5.5%，兩者都屬於房地產熊市之後的復甦期。



結論

- ◆ 我們衷心希望 2012 年風險資產的表現會有所改善，但前途確實面臨諸多挑戰。很多地區仍存在巨大的資金問題，金融機構和消費者的「去槓桿化」趨勢帶來長期壓力，而財政緊縮亦不會很快緩解。
- ◆ 在低增長和低利率的背景下，投資者要從傳統工具獲得穩定而可觀的入息似乎困難重重。但考慮到即使經濟基本因素惡化，包括增長疲軟以及通脹趨高，風險資產的收益仍可為總回報帶來支持，意味投資者也應以收益作為考量風險資產的投資理據。
- ◆ 好消息是，若干市場動能正支持投資者在固定收益工具、股票和房地產投資信託等一系列資產類別爭取收益機會。經濟復甦和違約率低企，可令高收益債券的風險回報特質顯得吸引；而強健的資產負債表也令企業有機會增加股息，為部分股票帶來收益機會。

如欲查詢詳情，歡迎親臨「摩根投資理財中心」或致電與我們聯絡：

- 香港中環怡和大廈1樓
 - 香港觀塘成業街7號寧晉中心東廣場G62
- 電話：(852) 2265 1188 傳真：(852) 2868 5013 www.jpmorganam.com.hk