

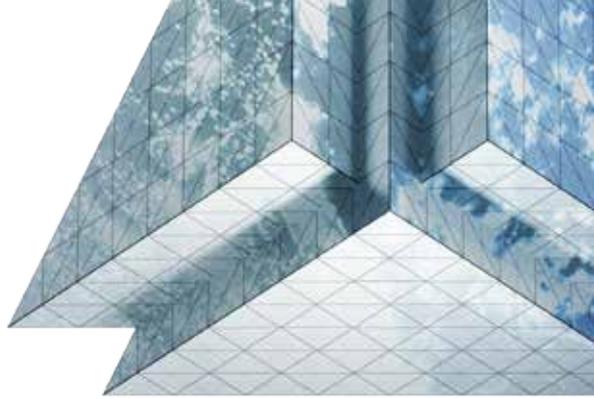
Janus Henderson

— INVESTORS —

駿利亨德森投資

市場導航  
另類投資篇  
2020年  
投資展望





# 另類投資 是否現週期 下一階段的首選？



不少投資者質疑現在是否增持另類投資的時機。我們相信，追求真正分散投資是審慎之舉，但環球多元資產及另類投資主管Michael Ho提醒，選擇合適路線時講求悉心發掘。

過去15年，另類投資愈來愈受投資者垂青。根據BCG Consulting Group最近的研究，另類投資的資產管理規模增幅拋離其他投資種類，僅次於被動投資；同一研究亦預期，在芸芸另類投資中，高流通性的另類投資、基建、私人債券和私募股權將錄得最快的增長率。目前看來，以被動投資作為核心配置，輔以其他跑贏大市的投資，其中超額回報主要屬於另類投資，這種策略繼續獲得看好。

另類投資絕非鐵板一塊，各地客戶通常關心如何在傳統資產類別以外物色真正多元化的選擇。客戶亦希望了解我們對絕對回報策略的概括看法，另類投資能否駕馭經濟週期的尾聲，以及哪些另類投資模式最適合未來的市況。本文將逐一解構這些疑問。

## 講求精挑細選

在評估另類投資的優劣時，我們必須明白此類別絕非鐵板一塊，沒有萬能的策略，亦難以一概而論。的確，從整體來看，我們認為另類投資目前未算吸引。在不少人眼中，對沖基金是另類投資的代名詞，而對沖基金行業25年來的表現確實並不突出：根據統計估算，此期間對沖基金的回報率每況愈下，估計現時的超額回報為每年-2%。更堪憂慮的是，超過90%的回報差異（對沖基金的回報來源）其實歸功於標普500指數<sup>1</sup>。這說明目前對沖基金整體未必能夠提供昔日的分散投資效益。

我們相信，另類投資策略涵蓋全方位的另類風險溢價和對沖基金策略組合，毋須仰賴大市表現，已經能夠為投資者帶來進賬。長遠而言，另類投資相對於傳統股票和固定收益市場的淨風險承擔應該近乎零。

### 私募股權被人誤解？

然則，私募股權是否解決之道？依我們一貫所見，從前外界認為這個資產類別具備多元化效益和超額回報，但目前似乎不盡如此，其中一個

「退休人口愈來愈多，社會對投資虧損更為敏感，其潛在影響變得更加重要。」



MICHAEL HO, PH.D.  
環球多元資產及另類投資主管

主因是投資組合的市價指標不足，影響了資產淨值。Brigham Young University最近進行研究<sup>2</sup>，通過二級市場(secondary market)交易來深入剖析回報來源，結果發現私募股權的股票貝他值較高（大於1），阿爾法系數則較低（統計學上等同0）。過往私募股權投資和收購基金的總回報較高，往往是槓桿率極高所致，相應地股票貝他值亦較高。

### 了解回報來源

話雖如此，另類投資的前景亦非全然黯淡，畢竟其妙處之一是種類包羅萬有，亦有基金經理成功創造增值的超額回報。從HFRI指數所見，低於25%的低股票貝他策略已證明是

有效的部署。

不少低股票貝他策略採取相對價值或宏觀投資風格，幸好技巧型投資方針仍然存在。事實上，如果明年市場波幅一如預期回升，遵循這種策略的投資者便有望坐享其成。

### 2020年熊市風險？

相反，我們著重結構性因素，從而鎖定風險錯價空間。踏入2020年，我們相信在此週期的後段，市況容易受到衝擊，尤其企業類別，而當前市場動態或會對傳統資產類別造成壓力。

在全球金融危機過後，股票市盈率急漲，企業槓桿率亦同時上升，兩者同樣是公司大舉回購股份的副作用的。

## 絕對回報投資策略仍然奏效？

不少人相信，自全球金融危機以來，絕對回報投資未能兌現穩定回報的承諾，主因是標普500指數的回報持續高企，而且股票回報的離差度較低。2009年開始的非常規貨幣政策推高股市，直至2018年逐步退市，導致回報長期媲美1990年代（見圖1）。在此環境下，簡單輕鬆的被動型投資已能賺取波幅的兩倍回報，投資者又何需尋找其他出路？

然而，無限引伸這種期待卻不無危機。從歷史所見，單純被動型投資或會面對急劇波動的時期。回顧近年經驗，2008年和2000年至2002年的過程極其痛苦，對退休人士來說更自不待言，在其後一段時期，百分百投資於股票的退休人士須承受追蹤5年期的名義虧損（見圖1）。已發展市場的人口進一步老化，屆時情況將雪上加霜。退休人口愈來愈多，社會對投資虧損更為敏感，其潛在影響變得更加重要。

圖1：股票和債券指數亦跟隨波幅



資料來源：Robert J.Shiller和Datastream，2019年11月。上圖顯示追蹤5年期的年率化夏普比率。過往表現並非未來業績的保證。由於指數毋須管理且不供直接投資，故此指數表現並未反映投資組合的管理開支。

投資者不宜被過去十年寬鬆貨幣環境及其對資產回報的影響所蒙蔽。通過建立多元化的回報組合，無論是特定絕對回報策略還是其他另類投資或多元資產組合，在可見將來的低增長環境將能夠獲益。

確，美銀美林研究部指出，自2009年以來，企業一直是美股的最大買家。累計股份總值3.6萬億美元(見圖2)。

債券收益率下跌，企業增加槓桿率的成本非常低，令回購股份變得輕鬆。不過，若然將這種情況引伸至2020年，我們將面臨兩大隱藏危機。首先，10年期債券實質收益率已經跌至歷史低位，價格反映未來經濟嚴重倒退。我們相信這些收益率太低，長遠而言，日本以外市場亦缺乏持續負利

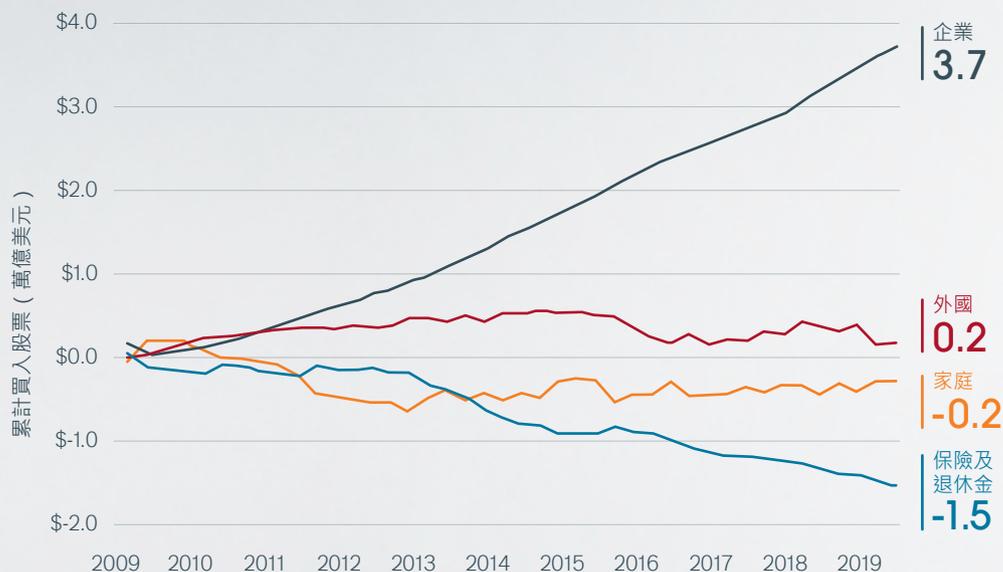
率的理據；再者，企業利潤率已經升至歷史高位，如今開始回落，兩者都可能導致未來回購股份變得困難。

我們相信，一旦愈來愈多投資者察覺近年的每股盈利增長其實是回購所致，熊市危機便會隨時掩至。隨著企業融資成本上升、利潤率下跌，令這種機制的效用減慢，我們或會瞬間被捲入熊市，與過去十年的利好週期形成強烈對比。

除此之外，固定收益市場的潛在回報有限，或會驅使投資者減持傳統資產。在此環境下，我們深明增加多元化回報途徑的重要性，但提醒投資者需充分了解基金經理的表現來源，並正確認識市況受壓時的情況。正值當前經濟週期階段，這不啻是長遠值得效法的策略。

圖2：  
股份回購支持升幅

自2009年以來，企業一直是股票市場的最大買家，帶動市盈率和槓桿率上升。不過，借貸成本很可能增加，加上企業利潤率下跌，未來股份回購活動很可能會放緩。<sup>3</sup>



資料來源：Michael Hartnett，《The Flow Show》，美銀美林研究部，2019年9月

# 了解更多

市場導航：投資展望系列涵蓋我們股票、固定收益和另類投資主管的撰文，亦提供綜觀全局的資訊摘要。

---

登入[JanusHenderson.com](http://JanusHenderson.com)閱覽  
《市場導航：2020年投資展望》全文

我們的投資團隊定期討論及分享意見，但亦可建立各自對市場機遇與風險的觀點。駿利亨德森網站的「投資觀點」一欄提供多位投資組合經理的評論，貫徹我們「知識·共享」的宗旨。



## 詞彙表

### 絕對回報

投資組合的總回報與其相對於基準指數的相對回報不同，其以盈虧為衡量指標，按佔投資組合總價值的百分比表示。

### 超額回報

超額回報指在對所承擔的風險水平進行調整後，投資組合回報與其基準指數回報之間的差額。當超額回報為正數時，表示基於所承擔的風險水平，投資組合取得卓越的回報。

### 另類投資

不屬於股票、債券或現金等傳統資產類別的投資。另類投資包括地產、對沖基金、商品、私募股權及基建。

### 貝他值

貝他值衡量投資組合(或證券)與整體市場或任何選定的基準指數之間的關係。基準指數的貝他值始終等於1。當投資組合的貝他值等於1時，意味著如果市場上升10%，投資組合應上升10%。當投資組合的貝他值大於1時，預期將與市場的走勢相同，但幅度大於市場。當貝他值等於0時，意味著投資組合的回報與市場回報完全沒有聯繫。當貝他值為負數時，意味著投資應與市場的走勢相反。

### HFRI指數

HFRI®指數旨在追蹤所有策略和所有區域的對沖基金表現

---

<sup>1</sup> 彭博和Datastream。HFRI基金加權綜合指數，數據截至2019年8月30日

<sup>2</sup> Boyer, Brian、Nadauld, Taylor D.和Vorkink, Keith P. Boyer (楊百翰大學) 以及Weisbach, Michael S. (俄亥俄州立大學)。《Private Equity Indices Based on Security Market Transactions》，2018年10月24日。

於香港由證券及期貨事務監察委員會(“證監會”)註冊及監管的駿利亨德森投資香港有限公司發行。本文件未經證監會審閱。

本文內容僅供資料參考，說明或討論用途。本文件除依據協議遵守適用的法律、規則及法令外，並不構成廣告、在任何司法管轄區為投資建議或證券買賣要約或建議，以及沒有意圖為任何投資策略、程序或產品的結果提供代表或保證。並非所有產品或服務均在所有司法管轄區內提供。投資涉及風險，往績並非未來表現之保證。

駿利亨德森投資就本文件全部、部分或轉載資料違法分發予任何第三者概不負責，且不擔保使用該資料之結果。它並不表示或暗示現時或過去的結果代表未來盈利或預期。在擬備本文時，駿利亨德森投資合理地相信所有以公眾來源的資料為準確及完整。除非另有說明，所有數據資料均源自駿利亨德森投資。

本文件未經書面許可，不得以任何形式轉載其全部或部分內容，或以參閱任何其他刊物方式為之。

任何非事實本質為作者的意見，意見僅就廣泛主題加以闡述，並非交易意圖之指示，且隨時因市場或經濟面的改變而有變動。這並不表示或暗示任何所提及的撰述／範例為目前或曾經持有的投資組合。預測是無法保證的，無法確保所提供的信息是完整及及時且亦不保證使用中所獲得的結果。

駿利亨德森及Knowledge. Shared為Janus Henderson Group plc或其子公司之商標。©Janus Henderson Group plc。