

投资理财

曼普瑞特吉尔  
Manpreet Gill



债息下跌如何定期获取收益？

在不断寻找收益率时，特别类型债券如新兴市场美元政府债券和亚洲美元债券所提供的风险值得承担，可赚取不俗的定期收益。

目前，全球大约有13万亿元的债券利率为负。而且，欧洲有越来越多高风险、所谓“高收益”或垃圾债券是负收益率的。很多投资者会问：为什么将来取回的金钱少了，还要向公司提供借贷，并承担信贷风险？他们的疑虑是可以理解的。

即使投资者不投资于负利率的债券，但如何在债息下跌的环境下定期收取收益？

坦白说，由于市场预期经济增长和通胀受压，加上全球央行加息的机会增加，债券收益率在未来数季大幅反弹的机会不大。在债券收益率下跌的情况下，市场将在一段时间内继续“寻找收益率”。

就以美元为主、寻找定期收益的投资者为例。美国政府债券（被认为是全球其中一项最安全的投资）的收益率今年大跌，投资者需要考虑是否值得承担额外风险来维持特定水平的收益率，或只是将收益率预期降低，与市场一致。大家要明

白，这个世界没有免费午餐，不能得一想二。

要考虑什么额外风险值得承担

我们并不反对在特别情况下承担额外风险，但要考虑什么额外风险值得承担。增持较长期的债券，这类债券的收益率一般较高。然而，现今长、短期债券的收益率差距较小，似乎承担这种风险不太值得。

可以增加信贷风险，即透过增加高风险公司或政府的债券以赚取较高的收益率。

在合理情况下，这种策略或许富有成效。正如我们其后所述，新兴市场美元政府债券具备价值，然而，这种策略使用宜审慎。在目前经济周期的末段，增加过多质素极低的企业债券未必奏效。

可以承担货币风险，一般做法是增加以基础货币以外计价的债券。如果美元

在未来数月走弱，采取这种策略也理所当然。然而，外汇投资会令债券配置极为波动，这点我们需要提高警觉。所以，投资者必须谨慎而行，在美元弱势已成定局时才考虑这个风险。

因此，在美元债券中，新兴市场美元政府债券最为吸引人。

这类债券与美国政府债券的收益率差距不算太大，不像很多高风险、越来越昂贵的企业债券。此类资产非常多元化，没有单一国家的债券占大部分的情况。

看好亚洲美元企业债券

无可否认，此类资产对美国政府债券收益率的变动非常敏感。然而，这种风险我们可以承担，因为债券的绝对收益率相对高，加上国库债券的收益率在未来数月大幅反弹的机会很微小。

其次我们看好亚洲美元企业债券。虽然这类债券的绝对收益率并不像新兴市场

美元债券那么可观，但它们的波动较低，这也是吸引之处。这类债券往往受区内寻找美元资产的亚洲忠实投资者的强劲需求所支持。

以前曾经出现过类似的情况，即政府债券收益率下跌，可能会促使投资者承担更多的风险，以锁定相对高水平的收益率。

这本身不是坏事，因为投资者最终会因承担额外风险而获得回报。不过，并非所有风险都是一样，有些则是陷阱处处，尤其是当经济周期接近结束时。

在不断寻找收益率时，特别类型债券如新兴市场美元政府债券和亚洲美元债券所提供的风险值得承担，可赚取不俗的定期收益，尤其是它们在成为多元化投资组合的一部分后更是如此。

（作者是渣打银行财富管理债券、货币及商品投资策略部主管）

新加坡博彩摇珠  
万字票中奖号码  
2019年8月31日(星期六)

头奖：9270  
二奖：4898  
三奖：9442

入围奖

6710 0299  
4582 9056  
2052 7556  
1920 2997  
1987 3138

安慰奖

5722 0973  
7033 5513  
6979 5872  
0126 5742  
1191 5054

理财锦囊

胡溯文  
yuanwen@sph.com.sg



今年来股市遭遇中美贸易战的多次冲击，新加坡海峡时报指数几乎回吐年来所有涨幅，3000点的支撑线一度岌岌可危。每每股市下挫时，总有人提出趁低吸购价值股，或是价值投资（value investing）。什么是价值投资？如何进行价值投资？它一定奏效吗？

透彻分析 长期视野 买价合理

价值投资不是专买“便宜股”



华侨银行财富管理副总裁兼高级投资战略顾问华素梅农（Vasu Menon）说：“价值投资是一种投资策略，选择交易价低于内在价值的股票。”

这个概念最早是由著名投资大师本杰明·格雷厄姆（Benjamin Graham）提出。

诺贝尔奖得主尤金·法玛（Eugene Fama）和肯内特·弗伦奇（Kenneth French）在1993年发表的论文中指出，研究发现账面价值对市场价值比率高（估值低）的股票，在长期范围内取得了更高的回报，印证了价值投资的概念。

交易价往往低于基本面价值

价值股的交易价往往低于基本面价值，包括股息、盈利和净资产值这些因素。

华素梅农说，原因有好几个，例如市场可能更加关注高贝塔增长系数（beta）的股票，如科技或周期性股，故事相对不那么精彩的价值股就会表现较差。有时市场对宏观事件反应过度，导致股票被超卖，股价被低估。

奕丰环球市场（iFAST Global Markets）投资咨询助理总监刘尧鑫把价值投资比喻为“新

加坡大热卖”。他说，这个策略是基于市场不一定为公司正确定价的看法，这和“有效市场假设”（efficient market hypothesis）是相反的。

“根据我们自身的经验，股市会出现低效的现象，因为投资者各不相同，有些投资的期限短，并对消息作出不同反应。这会导致股价偏离它的基本价值，提供了买卖的机会。”

此外，缺少媒体报道和分析师报告的公司，股价也可能会偏离基本价值。

刘尧鑫说，市场极度乐观或极度悲观时候，往往会呈现市场低效率，也就是价值投资者的进场时机。

价值投资有三大要素

一般来说，价值股的本益比（price-to-earnings ratio，简称PE）和市账率（price-to-book ratio，简称PB）偏低，投资者寄希望于市场某一天会认识到它的价值，使到股价上涨。

资产管理公司DCG Capital创办人陈松兴指出，价值投资有三大要素，透彻的分析、长期的投资视野，以及以合理价位买进（股价比内在价值有一定的折扣）。

透彻的分析至少应包括理解商业模式、业

务经济、市场竞争环境、风险、资本架构、现金流和盈利历史，评估业务前景以及企业治理等，从而估计出内在价值。

价值投资者的投资视野一般是五到十年，甚至更久。在合理价格买进，则能确保万无一内在价值估计有误或业务环境有变，可抵御一定风险。

财务规划公司Providend高级解决方案专家黄立峰指出，市场波动期间，股票被低估的可能性更高。

他以最近香港股市的波动为例说明。有些公司在香港上市，但多数的盈利并非来自香港，或者有些公司业务在香港并具有竞争力，但股价下挫后低于内在价值，这便是可买入的机会。如果你的评估发现，所投资的股票所处的营业环境恶化了，那就应该卖出这只股。

这听上去不难，但实践起来并不容易。黄立峰说，这包括要学会阅读财务报表，评估业务模式是否良好，大量阅读有关你所感兴趣的公司的信息，以及投资书籍，还要了解公司的竞争对手和不同的商业模式。

“你可以不做什么功课去投资，但你的投资结果会时好时坏。”

为何会出现价值投资陷阱？

①商业模式已经不可行

奕丰环球市场投资咨询助理总监刘尧鑫说，如果商业模式没有跟上消费者需求的变化，股价再便宜也没用。

柯达（Kodak）的商业模式被数码相机和智能手机颠覆，是公司创新和转变失败的典型案例。其他例子包括诺基亚（Nokia）和黑莓（BlackBerry）。

②负债过高不可持续

负债过高的公司有时市账率很低，但公司如果不能取得额外融资，可能无法生存。凯发（Hyflux）在去年5月申请破产保护前，市账率只有0.35倍。

③同行业面对困境

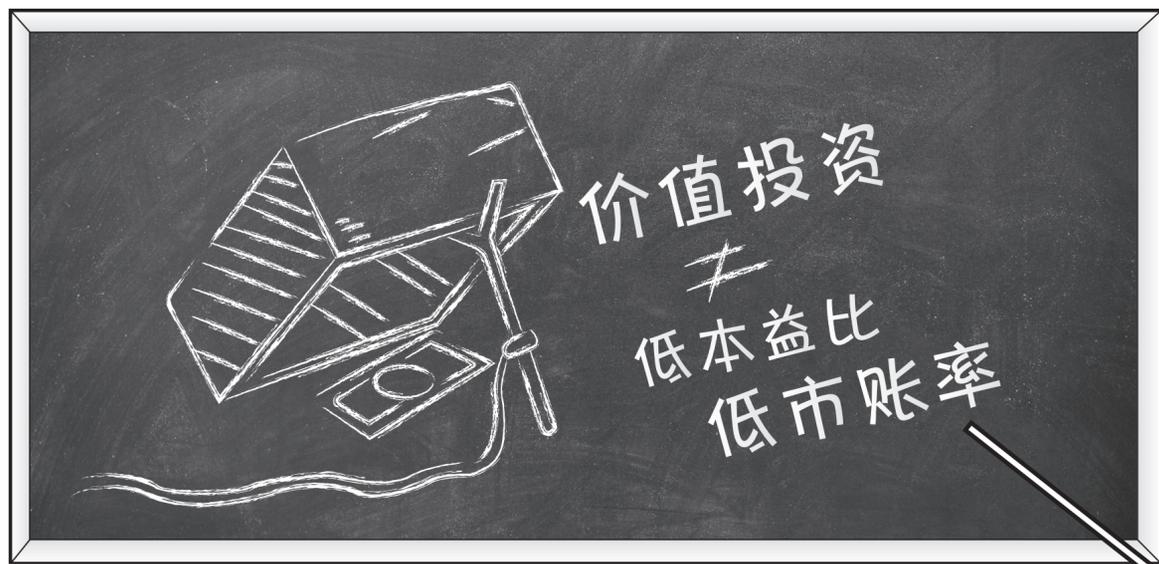
估值便宜的公司有时聚集在面临挑战的特定领域。2014年至2015年油价大跌后，岸外石油与天然气公司面对巨大逆风，石油勘探公司削减资本开支，导致订单合约减少。许多这个领域的公司估值低于账面价值，但资产价值进一步减值，多家公司最终申请破产保护。

④公司价值无法释放

Providend高级解决方案专家黄立峰指出，有些公司的所有指标都显示它被低估，但却长时间保持在低估状态，这是因为缺少了“释放价值的推动力”。

这些公司可通过退还多余现金和脱售投资房地产来扩大股东价值，支付更多股息或特别股息，或进行削减资本，但若大股东没有动力这么做，投资者可能长时间持守后，回报还是欠佳。

他举例，鸿福实业（Hong Fok）市值为7亿4000万元，拥有价值30亿元的投资房地产、一些现金和7亿7500万元的债务，净资产为22亿7000万元，计算下来市账率是0.32倍，属于被低估，然而很多投资者还一直在等待价值释放。



价值投资的陷阱

GYC财务咨询公司（GYC Financial Advisory）董事经理吴扬星指出，不少投资者误解了价值投资这个概念，这并不是寻找“便宜股”来买。

他说，如果一家公司比同行便宜，没有人要买，它很可能是一家面对困境的公司，这意味着风险较高。一般上，风险更高的策略能取得更高回报，因此价值投资策略的波动性更高。

华侨银行财富管理副总裁兼高级投资战略顾问华素梅农提醒说，投资价值股并不能确保你的投资组合在市场波动时不受影响，价值股也会出现疲软价格走势。

“而且有些股价看上去便宜的公司，可能会长时间没有起色，这就是价值陷阱。”

这些公司的股价低迷可能是因为缺乏推动力，例如没有新的产品或计划，或盈利展望不吸引人，这样就无法吸引机构投资者来推动股价。

要有纪律性地买卖股票

陈松兴认为，散户投资者若拥有基本的分析技能和知识来评估公司，也可采纳价值投资。“重要的是要彻底分析公司潜在业务，并有耐心和纪律性，等待恰当的买入价格。”

当价格达到内在价值时，投资者要有纪律性地卖出，不可“爱上这只股”。

他说，其实相比起机构投资者，散户具有一定优势，例如不受短期表现压力影响，可以投资较小规模的公司。

吴扬星认为，散户投资者运用价值投资策略有一定困难。“首先他们没有能力筛选成千上万家公司的股票，来决定哪些是价值股。其次，他们也没有足够的资金或交易能力来买上千只股。第三，管理这么大规模和复杂的投资组合，所需要付出的精力远超过它能带来的好处。”

他建议，投资者不应该只关注“价值溢价”这一个因素，也要考虑到股票的规模和盈利溢价，如果价值这个方面表现不佳，还有其他因素来弥补。

如果散户无法投入大量精力进行价值投资，黄立峰建议考虑一些以价值投资为依据的主动或被动型基金。

插图 / 李利群