

投資環球派息股以應對不斷變化的市況

全新的格局正在逐漸成形，為環球股市創造更公平的競爭環境。面對此環境，本文將評估過去美國市場主導的情況及目前市場過度集中所隱含的風險，也分析環球市場上防守型派息股帶來的良機。

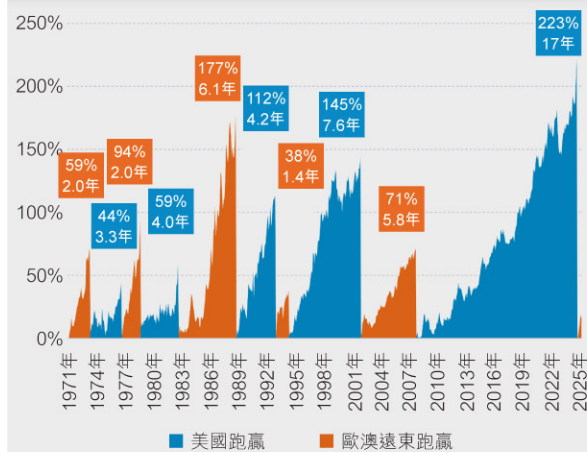
在過去20年，投資格局一直由一大主題主導：美國市場表現一枝獨秀。在2025年，投資者正處於一個關鍵時刻，推動美國表現優異的因素現已造成不容忽視的市場過度集中問題。

市場目前相當不明朗，反映2024年美國大選後開始的政策轉變。美國總統特朗普提出的關稅及保護主義措施，最初為市場帶來樂觀情緒，但實際執行後卻發現情況不如預期利好。背後隱藏著更深層的結構性問題：市場過度集中，甚至超越了2000年代初科技泡沫時期的極端水平。

過去市場領導地位的變化

在過去15年，美國股市表現一枝獨秀，堪稱現代金融史上地區差異最大的情況之一。然而，過去先例表明，這種長期主導地位很少能夠無限期持續。在過往的週期，日本在1980年代佔據主導地位，而中國則在2000年代初崛起重塑了市場。

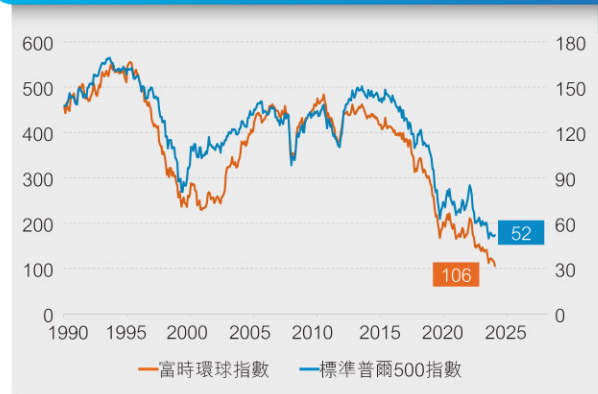
圖一：美國與歐澳遠東指數的主導地位變化



資料來源：彭博。數據截至2025年3月31日。MSCI歐澳遠東指數（MSCI EAFE Index）旨在衡量21個已發展市場的大型及中型證券的表現，包括歐洲、大洋洲及遠東國家，不包括美國及加拿大。

市場目前的集中度甚至超越了過往的極端水平。Herfindahl-Hirschman指數（通常用於評估行業集中度）顯示，推動標準普爾500指數表現的有效公司數量已從2000年代的大約125家減少至2024年12月底的僅52家，而互聯網泡沫高峰時期則為80家。這現象造成了結構性脆弱，在市場轉向時便會顯現。如下圖所示，科技股在環球指數佔主導地位，而富時環球指數也呈現類似的趨勢。對於被動型基金或追蹤基準指數的基金的投資者而言，此現象帶來了巨大的集中風險。

圖二：過度集中風險－標準普爾及環球指數的有效成分股數量



資料來源：彭博、法國興業銀行、Herfindahl-Hirschman指數，數據截至2024年12月31日。

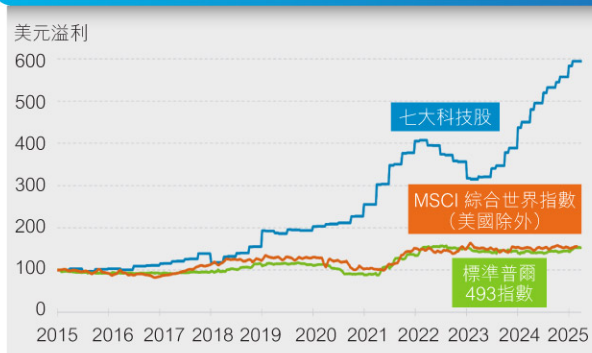
估值風險

目前，美國市場結構中存在的風險不單止是地區過度集中。美國與環球市場之間的估值差距已經達到極端水平，幾乎每個行業的估值倍數均高於環球同業。值得注意的是，在過去十年內，除「七大科技股」外，整個美國市場的溢利增長與全球其他地區比較相差無幾。

市場觀望

EYE ON THE MARKET

圖三：美國股市：普遍存在估值溢價，但除七大科技股外，溢利增長並不突出



資料來源：彭博及Minack advisers。數據截至2025年3月31日。

以微軟（Microsoft）為例子說明這些趨勢。從2000年開始，微軟的每股盈利連續11年以每年10%的幅度增長，當時是標準普爾500指數的最大成分股，表現也令人刮目相看。然而，市盈率從65倍降至9倍，導致股東年度化總回報率淪為-5%。在接下來的11年內，每股盈利持續大幅增長，再次每年超越標準普爾指數5%。在此期間，由於盈利增長了12.7%，市盈率也從9倍升至33倍，為股東帶來27%的年複合回報率。

此例子顯示，儘管長遠而言股價最終將會跟隨盈利走勢，但投資者如忽視估值，也可能長時間蒙受損失。

環球派息股的優勢

宏觀投資格局也發生了根本變化。長期以來，「TINA（除了股票，別無選擇）」是市場的主流。如今，TINA不再適用，因為債券目前提供吸引人的收益率。然而，債券提供的是固定收益。相反，股票提供的股息收益有潛力隨著時間的推移而增長。假如通脹升溫，股票提供的收益有望可以跑贏通脹。

美國市場的過度集中風險為環球股票收益策略創造了吸引機遇，前提是投資組合的配置與指數顯著不同。很多在美國境外註冊的優質派息股的大量收入都是來自美國消費者與企業，因此也是參與美國經濟的途徑，但又不如一些美國上市公司一樣估值昂貴。

投資組合多元化配置於不同地區，也有助管理風險。由於避免集中於任何單一市場，環球策略可以把握不同的增長週期，同時減輕特定市場的風險。

對於追求收益及潛在資本增值的投資者而言，環球股票收益策略提供吸引人的經風險調整回報潛力，同時實現投資組合多元化，有助投資者駕馭動盪的市況。

聲明：以上資料由富達基金（香港）有限公司（「第三者」）提供。本文件所列載的資料或表達的意見乃截至2025年8月18日。本文件只載有一般資料供參考之用，而非任何證券買賣或參與集體投資計劃的要約、建議、廣告或邀請。由於本文件當中的資料和數據乃取自第三者，這些資料及數據可能是不完整或經簡化，會因市場環境及其他情況而改變，任何修改將不作另行通知。萬通保險國際有限公司（「本公司」）並不會就這些資料及數據的完整性作出表述、保證或負責。本公司並不確保以上資料能完全切合投資者的需要、投資目標及可承受風險的程度。任何人士若依賴本文件所列載的資料作個人投資決定，其須自行承擔有關風險。任何人士於作出投資前，應就有關投資是否合適尋求獨立意見。投資者應注意各種投資皆有潛在風險，會受到市場及匯率波動的影響。投資單位價格及其收益可升可跌。投資的過去表現及波幅，並不一定反映或保證其將來的表現。除獲得萬通保險國際有限公司的書面批准外，本文件的內容一律不得作任何形式的轉載。

日本股市2025年下半年展望

如下圖所示，自全球金融危機以來，東證指數的平均市盈率約為14倍，當市場樂觀時，東證指數的平均市盈率上升至約16倍，當市場考慮更悲觀的前景時，東證指數的平均市盈率則下降至12倍左右。雖然在月底股價圖表中並未顯示，但在2024年8月和2025年4月的兩次重大低迷時期，市場市盈率都曾跌至12倍。然而，在這兩種情況下，股價在月底再次反彈，因此調整僅是暫時的。

最近，儘管關稅影響的不確定性仍然存在，近期市盈率已重回14倍和15倍。因此，在估值方面，日本整體股市似乎處於適當水平。然而，人們對不確定性的擔憂揮之不去，這種不確定性可能會在下半年（大約在7月至9月公佈財務業績時）出現，屆時關稅的影響將明顯體現在企業盈利中。根據關稅的最終影響，該階段可能標誌著市場觸底反彈。此外，如果下一年度的企業盈利顯示增長，股價有可能在年初後轉為上升趨勢。無論如何，由於盈利的不確定性，股市可能在短期內維持區間震盪，預計未來六個月將觸底。

圖一：東證指數、市盈率區間和 BPS



*預測市盈率是根據12個月遠期每股收益預測（彭博社預測截至2025年6月6日）計算的，BPS的預測部分是根據野村證券的估計計算的。
（註）圖表的某些部分已被隱藏，以使圖表更易於閱讀。
來源：由野村資產管理公司根據彭博社和野村證券的數據編制。

J-REIT日本不動產投資信託市場展望

各個領域的租金上漲已經明顯可見，使得利率上升等成本增加可能被抵消。

● 雖然利率呈上升趨勢，但租金上漲卻變得明顯

由於日本央行貨幣政策的變化和物價的持續上漲趨勢，日本長期利率一直在上升。利率上升往往會降低房地產投資信託基金股息收益率的相對吸引力，並提高借貸成本，這對投資者構成短期擔憂。另一方面，隨著整體市況改善，房地產投資信託基金持有的物業在各個領域的租金上漲變得明顯，因此未來利率上升等成本上升可能會被抵消。在此背景下，J-REIT市場保持韌性。此外，在特朗普關稅實施等充滿不確定性的市場環境中，提供穩定現金流的 J-REITs 可能更受青睞。

圖二：東證REIT指數及新發行



來源：野村資產管理公司基於QUICK數據

● 預期租金上漲的行業呈現強勁回報

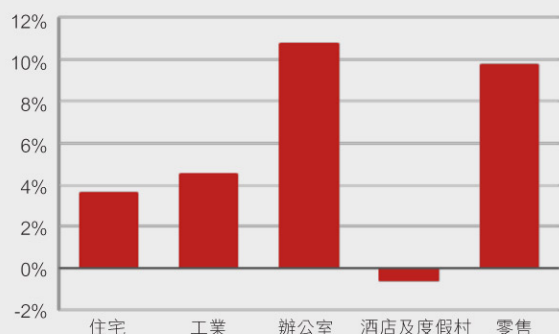
根據2025年初以來的行業回報，辦公和零售（商業）板塊表現良好。隨著員工在疫情後重返辦公室，以及從人才確保角度對城市黃金地段辦公空間的需求增加，辦公市場正顯示出改善的跡象。零售（商業）板塊受惠於入境需求擴大導致的中心城市商業設施租賃條件改善，以及通脹下銷售租金上漲，帶來有利的商業環境。儘管由於匯率波動和特朗普關稅的實施導致不確定性增加，酒店和度假村行業的投資單價停滯不前，但由於入住率和房價保持穩定，似乎沒有重大問題。

市場觀望

EYE ON THE MARKET

圖三：J-REIT行業回報

(2025年初至今・2024年12月30日至2025年5月30日)



(註) 市值加權平均值，按GICS行業子行業分類的行業分類。
來源: 野村資產管理公司基於彭博社數據

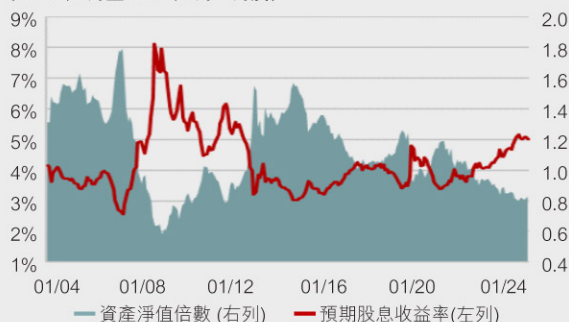
• 投資指標顯示強烈的低估感

由於2024年J-REIT市場整體下跌，截至2025年5月，J-REITs的預期股息收益率已升至5%區間，資產淨值倍數已降至0.8時間區間的低位。從歷史上看，倍數持續低於1倍的時期，往往與房地產市場承受重大下行壓力的時期重合，例如全球金融危機和東日本大地震之後。然而，當前房地產市場的特點是各行各業租金明顯上漲，且物業價格趨於穩定。這些趨勢表明基本面強勁。因此，從投資指標的角度來看，低估感日益增強。

註：資產淨值 = 將持有的未實現損益添加到淨資產中計算得出的價值。

圖四：J-REIT預期股息收益率和資產淨值倍數

(2004年1月至2025年5月，月度)



(註) 所有J-REITs的資產淨值倍數 (投資單位價格 ÷ 每單位資產淨值) 的市值加權平均值。

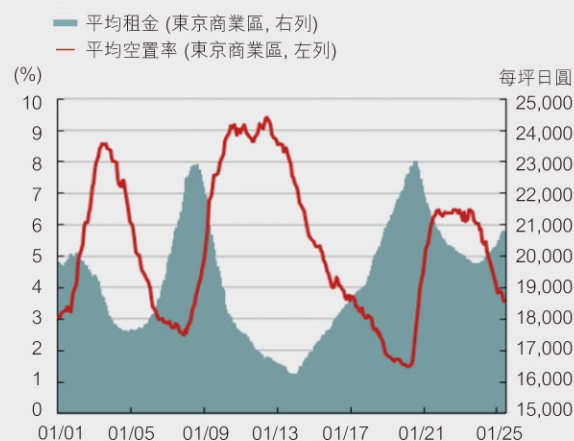
來源: 野村資產管理公司基於房地產證券化協會的數據
<https://www.ares.or.jp/en/>

• 辦公室市場明顯復甦

在解決勞動力短缺和確保人才的緊迫挑戰中，將為留住員工所需的高品質辦公空間支付的租金視為投資而非成本的觀念正在獲得認同。此外，由於建築業勞動力短缺等因素，寫字樓的竣工越來越延遲，有望通過減少供應來改善供需平衡。在此背景下，辦公室市場正在加速向好。未來計劃竣工的辦公室也似乎在穩步確保租戶，除非出現重大經濟干擾，否則寫字樓市場預計在中期內將保持強勁。

圖五：東京商業區辦公室市場

(2001年1月至2025年5月，月度)



來源: 野村資產管理公司基於 Miki Shoji 的數據

• 酒店住宿價格和住宅物業租金也在上漲

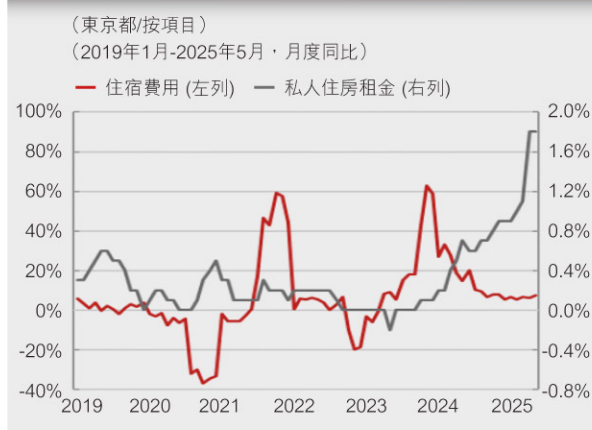
由於投資者試圖評估貨幣波動和特朗普時代關稅的影響，酒店和度假村行業的投資單位價格暫時停滯不前。但房價和入住率並未出現明顯的負面影響，REITs旗下酒店的運營指標較上年普遍呈上升趨勢。

在租賃住房領域，由於人口重新流入市中心以及公寓價格飆升，導致選擇租賃住房的租戶增加，租金一直呈上升趨勢。根據租賃住房REITs的財務報告，由於住宅開工量下降，預計未來新供應將保持在較低水平。再加上工資等收入條件的持續改善，預計租金將持續上漲。

市場觀望

EYE ON THE MARKET

圖六：消費者物價指數



來源:野村資產管理基於總務省統計局 (<https://www.e-stat.go.jp/>) 的數據。

• 強勁的城市房地產價格趨勢持續

雖然利率上升理論上會導致房地產投資的預期回報更高，這通常會對房地產價格造成下行壓力。不過，投資者的預期回報保持穩定。這種穩定的背景是，即使預期利率會有所上升，投資級房地產收益率相對於借貸成本仍然提供有吸引力的回報。此外，租金上漲導致的現金流預期增加有助於減輕預期回報上升對房地產價格的影響。因此，堅挺的房地產價格被認為是 J-REIT 市場的支撐因素，該市場相對於淨資產價值 (NAV倍數) 已經處於折價交易狀態。

圖七：房地產預期回報



(來源) 野村資產管理公司基於日本房地產協會的數據

聲明：以上資料由野村投資管理香港有限公司（「第三者」）提供。本文件所列載的資料或表達的意見乃截至2025年8月18日。本文件只載有一般資料供參考之用，而非任何證券買賣或參與集體投資計劃的要約、建議、廣告或邀請。由於本文件當中的資料和數據乃取自第三者，這些資料及數據可能是不完整或經簡化，會因市場環境及其他情況而改變，任何修改將不作另行通知。萬通保險國際有限公司（「本公司」）並不會就這些資料及數據的完整性作出表述、保證或負責。本公司並不確保以上資料能完全切合投資者的需要、投資目標及可承受風險的程度。任何人士若依賴本文件所列載的資料作個人投資決定，其須自行承擔有關風險。任何人士於作出投資前，應就有關投資是否合適尋求獨立意見。投資者應注意各種投資皆有潛在風險，會受到市場及匯率波動的影響。投資單位價格及其收益可升可跌。投資的過去表現及波幅，並不一定反映或保證其將來的表現。除獲得萬通保險國際有限公司的書面批准外，本文件的內容一律不得作任何形式的轉載。