

投資決策：人類 vs 機器

Mark Ainsworth 施羅德投資數據洞察及分析主管

隨著人們對人工智能的興趣不斷提高，關注焦點已轉向將其應用於資產管理行業的可能性。

人工智能(AI)是一個熱門話題。該領域的創新令人們希望知道機器是否會代替人類作為投資組合經理。「智能投資顧問」已經存在，它們能夠根據用戶提出的問題進行計算並使用相關算法提供基本的理財諮詢服務。

AI非人類作出決定

雖然近期取得進展，但電腦科學在該領域的許多應用程式仍處於早期階段，特別是當人們嘗試將AI應用於資產管理時。我們認為AI對該行業的真正價值來源在於智能增

強(IA)，該技術使用AI幫助人類作出決定，而非代替人類作出決定。

其中一種AI是機器學習——使用統計學算法及技術對大量數據的模式進行學習。機器學習的其中一種最常見的商業應用程式是透過預測性分析幫助人們預測未來結果。AI系統(如IBM的Watson及Deep Blue，以及Google的AlphaGo)已在遊戲領域(分別為Jeopardy!、Chess及Go)取得備受矚目的成功。

雖然AI系統在遊戲領域中取得成功會成為重大的頭條新聞，但現實世界的情況要複雜得多。許多AI系統會產生不正確的輸出結果，而且幾乎所有結果均需要人類進行一

些額外的干預(如編碼及算法修正)以在現實世界的場景中正常運行。

輸入數據的質素是決定學習質素的關鍵。在獲取優化的AI輸出結果方面，成功取決於五項關鍵條件：1.固定及不會改變的規則；2.數碼化及量化的相關數據；3.充足的數據量；4.不確定性低；5.目標清晰。

Chess及Go等遊戲正好符合這些要求，因為該類遊戲擁有以下性質：固定的規則、規則的不確定性極小及擁有一個清晰的目標。透過電腦系統的自我對弈能夠獲得幾乎無限量的數據。

我們認為這與基本因素投資法的情況不

同，該領域幾乎完全不符合這五項條件。我們認為長線投資仍將是一項人類的工作，因其缺乏AI有效運作的條件。

IA擁有強勁往績記錄

另一方面，幾乎與AI同時問世的IA擁有強勁的往績記錄，並能夠在幾乎所有的日常生活領域中觀察到其存在。IA僅是透過技術途徑增強人類的智能。

對於資產管理行業而言，IA的相關性遠大於AI。它使我們能夠從顯而易見的数据中提取其他人幾乎無法察覺的重要觀點。這在基本因素投資法方面帶來巨大優勢。

任何基金經理在考慮其投資項目時均會獲取許多關於該公司的重要資料，如財務報表、營業收入、公司管理層公佈的計劃。但還有許多其他重要資料投資者目前無法透過傳統渠道獲取。

基金經濟掌控最終決定

包含這些訊息的數據過於龐大及缺乏系統，投資專業人士無法使用Excel等傳統方法有效地利用相關數據。

AI及機器學習正好能夠在該領域作為有用的工具，協助我們將數據轉化為觀點以填補盲點，從而增強基金經理的智能。然而，基金經理本人仍掌控最終投資決定。

情緒雖有改善 數據仍是關鍵

百家觀點

涂國彬 永豐金融資產管理董事總經理

去年聖誕後，市場情緒從極度擔憂中走出來，恐慌指數VIX從高位連續回落九周，投資者重新擁抱風險資產。全球股市分別自低位反彈，美國三大股指已基本修復了去年尾以來跌幅，商品也獲得支持，油銅分別升穿各自區間阻力，油價已經從45美元一路反彈回55美元，銅價更終於增強動能，突破6,500美元。

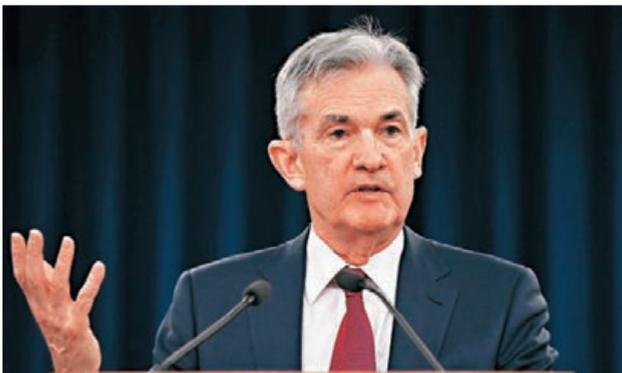
這樣的情緒也蔓延到亞洲市場，A股與港股從2019年開始呈反彈趨勢，尤其從春節後，動能明顯增強，內地股市更放量，成交一度破萬億元人民幣，似乎要打開牛市大門。

美聯儲暫探觀望態度

但，這一輪反彈背後，仍要看到全球經濟增長放緩的大環境，這也是為什麼美聯儲在短短幾個月間修改了對貨幣政策的態度。通過這幾次美聯儲對外的言論，包括最近的鮑威爾證詞和美聯儲會議記錄，現在可以統一得到的結論是：對經濟，美聯儲認為仍是穩定增長，但注意海外經濟放緩風險；對加息，美聯

儲繼續保持耐心，不急於立刻做出改變，反正上半年是看不到加息的希望；對縮表，市場對此更加關注更加敏感，美聯儲基本確定今年會停止縮減資產負債表規模，並將很快敲定計劃且宣佈，這讓投資者更期待下個月美聯儲貨幣政策會議，是否真的會落地。

當然，美聯儲決策如何，說到底還看經濟數據，眼下不少數據已有轉弱跡象，包括商品貿易逆差創下歷史新高，零售銷售創逾9年來最大跌幅，房市數據持續放緩，經濟學家向下修訂第四季度美國GDP的預估。如果未來有更多數據證明，經濟下行壓力明顯增加，恐怕美聯儲要做的，便不僅是觀望而已。



鮑威爾最近證詞「放鴿」，反映美聯儲對加息繼續保持耐心。

黃金A股趁調整配置

有見及此，經濟環境轉差，貨幣政策正常化步伐放慢，金價利好。金價從去年第三季度開始，自千二水平一路反彈，到了本月更一度挑戰1,350美元阻力，但近期獲利回吐壓力增加，美聯儲並沒更鴿的聲音，金價正調整，惟金價後市並不悲觀，至少千三關口支持還是有，上行未改，值得趁調整做配置。

但也正因如此，對於風險資產，還要相當謹慎，尤其是港股受到外圍影響太大，美股雖有反彈，但恐怕快近尾聲，隨時注意回調風險。相對來說，受外圍影響較小，有時候脫離基本面的內地股

市，如果增量資金保持，反而是趁調整入市的訊號。

中美貿談結果待明朗

當然，中美貿易戰是隱患，但已不像之前那麼令人擔憂。輪掉眾議院後，特朗普態度發生變化，雙方都希望至少坐下來談，拿出了一定誠意。特朗普頻頻釋放樂觀信號，直到貿易代表萊特希澤表示，不是中方大手購買美國貨就可解決問題，才讓擔憂情緒略升，且美朝並沒有達成協議。如此一來，後市充滿不確定，一直拖延，還是一方妥協，仍需密切關注。(筆者為證監會持牌人士，無持有上述股份權益)

配合大灣區 香港要「再工業化」(上)

史立德 香港中華廠商聯合會第一副會長

近年來，工業界面對中美貿易摩擦、國際經貿關係緊張的局勢、華南沿海各市勞工成本上升等隱憂。為應對這些潛在風險，部分外資廠商已經開展產業升級，遷移部分生產設備到東南亞，以開拓和分散市場。

同時，內地民企亦加快高新科技的生產應用。上周國務院公佈《粵港澳大灣區發展規劃綱要》(《規劃綱要》)，正好從這幾方面作出考慮，提供可行出路，提升區內工業技術水平，讓香港成為國家邁向「先進工業」目標的先行參與者。

「產業升級」並不同只着力高科技

技，摒棄傳統工業。在尋找創新產業之餘，亦要肯定並保護傳統工業的價值。作為香港的廠商和工業家，筆者察覺到國家對香港工業面對的問題了如指掌，在《規劃綱要》提出了可行、並進、共贏的發展綱領，讓區內各地方政府着手制訂適切政策，避免惡性競爭，促進香港及區內各市的協同效應。

應創造機會讓人才發揮所長

「產業升級」是一個十分具挑戰性的歷程。當中不能只說「破舊」，更要「立新」：既要優化現有作業提升資金流，又需投放大量資源作創科開發，從

勞工密集轉為人才密集，從追求規模效益到產業突破，過程就好像在飛機航行中更換引擎。此外，所需人才並非單以資金便可解決，仍要有合適土壤來培育匯聚，創造機會讓他們發揮所長。這是過去香港在「再工業化」道路上所遇到的挑戰。

由於土地供應的限制及缺乏具競爭力的人才，香港已不是生產基地落點選項。然而，作為先進工業最需要的人才及科研設施匯聚點，卻是合適不過。皆因「一國兩制」保障了香港固有國際公認的獨立司法體系，暢通的人流、物流及資金流管道，川流不息的財資及信

息平台。而《規劃綱要》亦正好對症下藥，毫不含糊地指出大灣區必須善用香港競爭優勢作大灣區創科發展的其中一個推進器。

《規劃綱要》助補充本地不足

《規劃綱要》提出鼓勵境內外企業、高校在港、深地區設立科研機構、創新平台，加強科研基礎設施，優化海內外、外專才於區內出入境及生活便利政策，並確立利用香港知識產權保護系統優勢作跨境協作中心。

可以說，《規劃綱要》補充了本地過去所欠缺及不足的「再工業化」重要元素。

人幣短期回穩 仍須保持警惕

瑞銀財富管理投資總監辦公室

美中貿易談判正在如火如荼地進行，這將為美元兌人民幣持續回穩帶來支持。美元兌人民幣的波動性穩中走低。人民幣貿易加權指數進一步上行，不過升速趨緩。只要美中貿易談判未破局，美元兌人民幣上行及下行的風險基本平衡。儘管美元可能時有走弱，但美元兌人民幣長期仍然看升。

續關注美中貿易談判

根據美中雙方至目前為止所釋出的訊息，貿易談判已達成一些進展。不過，雙方也強調仍有不少工作待完成，譬如美國希望中國完善的結構性議題。我們認為，美國將會推遲3月1日的期限，以給予談判更多時間。我們的觀點是，只要談判持續推進且美元未出現大幅波動，人民幣兌美元將可保持穩定。

如同我們在先前報告所述，投資者對於人民幣走貶的憂慮已經消退。這也反映在期權市場的變化上，美元兌人民幣認購及認售期權的隱含波動率價差(風險逆轉指標)穩步下滑。儘管宏觀經濟數據疲軟，但我們認為，負面投資情緒消退，再加上短期關稅提高的風險下降以及中國債券即將納入基準指數，將吸引資金穩健地流入境內市場，從而為人民幣帶來支持。

中國貨幣市場及國債利率與美國的利差

縮小，是2018年人民幣走勢的隱憂之一。隨著美聯儲局加息腳步暫停，人民幣與美元息差回穩在-0.2至0.5個百分點。市場目前注意力已不再放在息差壓縮上。這是因為自4月起中國納入主要債券基準指數，將在未來20個月帶來約1,500億美元的資金流入——假設基準權重為6%。同時，美聯儲局對升息審慎評估的語調也不太可能在短期內改變。不過，我們仍然預期美聯儲局將在下半年升息，而中國的利率仍將面臨下行壓力。中美利率走向分歧，可能令兩國利差轉負定下基調，從而支持我們對美元兌人民幣將在6-12個月走高的看法。

仍需對沖人民幣長倉

我們對美元兌人民幣12個月的預測值在7.0，高於6及12個月的遠匯價格6.78、6.79，表明最好是對人民幣/美元多頭寸進行對沖(避險)。不過，在極短期內對沖人民幣長倉的需要已消退。我們認為，在息差不具吸引力且預期總回報率將為負值時，投資者應主動且系統性地降低不必要的匯率風險。美元兌人民幣亦然。對於歐元、英鎊、瑞郎及新加坡幣等非美元投資，仍然需要對沖人民幣長倉，因這些貨幣兌美元預期仍有上行空間。我們偏好以六個月為對沖期限。

正面心態迎戰樓市起伏

廖偉強 利嘉閣地產總裁

不對的，因為從事地產代理無論是升市或跌市，能夠有成交就是好市，不必刻意唱好。

正如筆者多次在不同文章上表述，房地產市場從來都不會一帆風順，每兩三年左右，就會受到不同因素的影響，包括供應、息口、經濟及政治等，有人為的影響，亦會受情緒的影響，但是，風暴過後，必定會再次見到陽光，這就是香港房地產的特色，更是香港磚頭的價值。

正如去年中市況開始出現變化，市場不斷發放負面消息，一面倒相信樓市會大幅度回落，短短半年間樓價已經下跌約一成，部分抗跌能力較低的地區，更出現超過20%至30%的跌幅。不過這些地區的價格，在氣氛稍為轉好下已反彈接近一成，早前沽出物業的業主，部分已經後悔不已，甚或有一些業主，只是數年前才上車，在樓價下滑時即心急易手，現時再度成為無殼一族。

經不起變化終必遭淘汰

不但一般業主，即使站在樓市最前線的房地產代理的表現也是一樣，當市況轉差時，不少代理就會出現負面的想法，最終



圖為香港的高樓大廈。資料圖片

經不起市場變化的考驗而自行離開或被市場淘汰，這類地產代理，很難長久生存於這個行業，好市的時候加入，壞市的時候退出，正如於股票市場高追低沽，沒有良好的應戰心態，只會失敗離場。

題為編者所擬。本版文章，為作者之個人意見，不代表本報立場。