

2024年10月

# 團隊觀點 2024年第四季

驅動因素發生轉變

# 我們團隊的觀點

## 環球市場觀點

- 分水嶺時刻
- 多重因素引發市場波動性

## 季度更新

- 經濟增長：動力喪失
- 概覽：各地區的主要數據
- 通脹：部分領域的通脹仍居高不下
- 利率：環球減息之風盛行
- 估值觀點：存在個別投資機會
- 多元資產：資產配置觀點

## 資產類別 確信度

### 股票

- 聚焦優質股及增長股
- 仍然看好亞洲

### 定息收益

- 看好新興市場本幣債券的三大理由
- 聚焦已發展市場的主權債券 – 尤其是英國

### 多元資產

- 美國股市的同等權重投資
- 考慮股票多於高收益債券

# 環球市場觀點

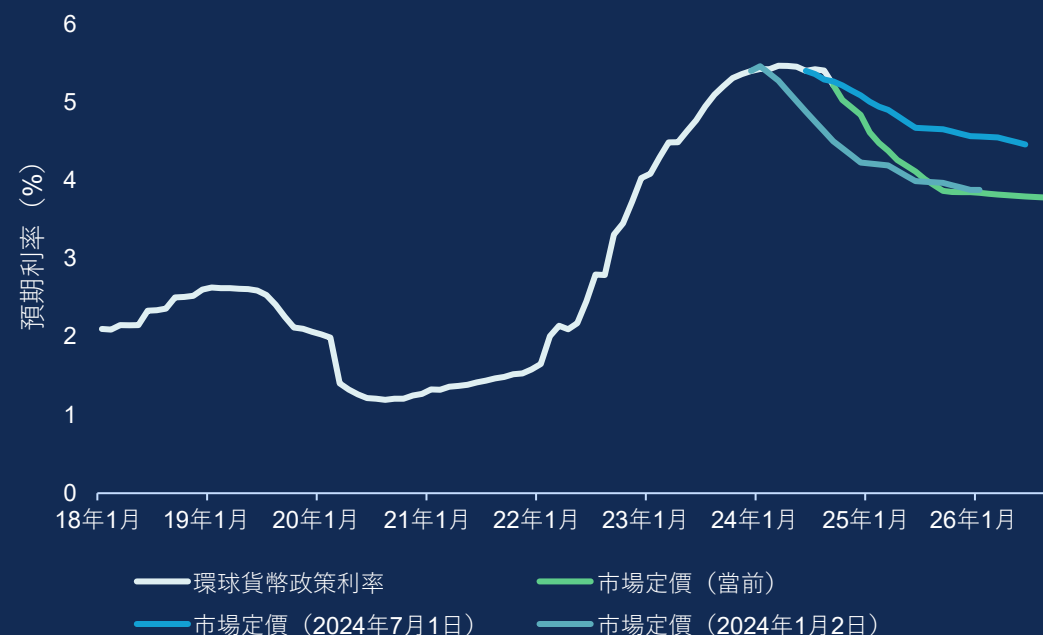
## 分水嶺時刻

- 雖然聯儲局於9月減息已在市場預料之中，但這無礙其成為市場的分水嶺時刻。**雖然投資者面臨的機會或不會在一夕之間改變，但我們認為，減息標誌著科技股及現金（或類似現金的投資工具）是唯一具吸引力選擇的時期，已開始走向終結。**
- 我們認為，軟著陸依舊是美國經濟最有可能出現的結果。**未來的利率走勢（包括減息的速度及新的中性利率）仍然充滿變數。**然而，我們認為市場預計的減息次數，是多於軟著陸情境所顯示的水平，而市場定價跟隨預期作出調整，也許會成為未來波動性的來源之一。**
- 總體而言，此種環境應當對債券及股票有利，**特別是已發展市場股票、投資級別企業債券及主權債券。**
- 我們從8月短暫的市場動盪中得知，**在當前不明朗的環境下，投資者對每一個數據點都進行了仔細分析：對於新出現的機會，投資者將希望考慮採取主動型選股方針。**
- 保持警惕，現在是考慮在新時代作出持倉部署的時候，**風險資產的定價已有所不同，且投資者相較早前有更多的選擇可供考慮。**

## 季度圖表

### 減息預期：過於進取？

目前，市場預期明年環球央行將合共減息135點子，而今年6月底時的預期僅是減息75點子。<sup>1</sup>大部分減息預期將在美國發生，其減息幅度將高於軟著陸情境下預計的水平。因此，我們認為市場定價或會跟隨預期作出調整，從而引發波動性。



資料來源：安聯投資環球經濟及策略、彭博。數據截至2024年9月23日。

<sup>1</sup>基於截至2024年9月23日經國內生產總值 (GDP) 加權的國家數據。



# 環球市場觀點

## 多重因素引發市場波動性

- 總體而言，我們對未來數月的前景持正面態度，同時承認**我們正在進入低於潛在增長的時期，下行風險自然將會增加**。雖然並非我們的基本情境預測，但美國經濟衰退的風險有所上升。挑戰在於，經濟低迷的可預見性往往不高：在經濟衰退到來之前，勞工市場數據往往並未觸底。
- 隨著中東及烏克蘭局勢的發展，能源價格面臨再度飆升的風險，**地緣政治因素料將成為波動性的持續來源**。
- **美國大選近在眼前，勝選者制定的政策有可能會對市場產生持久的影響**。面對風險，歐洲亦未能置身其外，法國及德國忙於處理內政，而經濟增長及金融穩定性則表現脆弱。歐元區面臨更廣泛的不穩定性風險，這會對債券市場造成影響。
- **企業盈利增長估計相對集中**，若然企業公布的盈利未盡人意，投資者亦會感到不安。
- 總之，在經歷一段相對平靜的市場時期（儘管波動性偶有上升）後，**投資者應對2025年結構性波動性可能捲土重來做好準備**。

## 考慮下列情形

- **股票**：在利率較低的環境下，優質股及增長股將跑贏大市；鑑於美國大選引發的波動性，我們有選擇性地增持防守性板塊，並將水務公司視作防禦性股票。
- **亞洲**：印度增長潛力可觀，令估值溢價變得合理；受惠於房地產市場企穩，中國可能成為走勢逆向的市場；日本股市經歷8月回調之後，我們再度予以考慮。
- **定息收益**：相對於一籃子G4成員國市場的債券，我們會考慮英國金邊債券長倉；我們偏好收益率曲線的風險部分及持有個別市場的長存續期持倉，且我們認為主權債券的收益率曲線，存在具吸引力的相對價值機會。

投資級別債券方面，我們基於相對價值基準而看好金融債券，以及因應新興市場一些利好基本因素而看好新興市場債券，儘管其對美國國庫券走勢較為敏感。

→ 請參閱10-12頁，了解更多有關我們資產類別確信度的觀點。

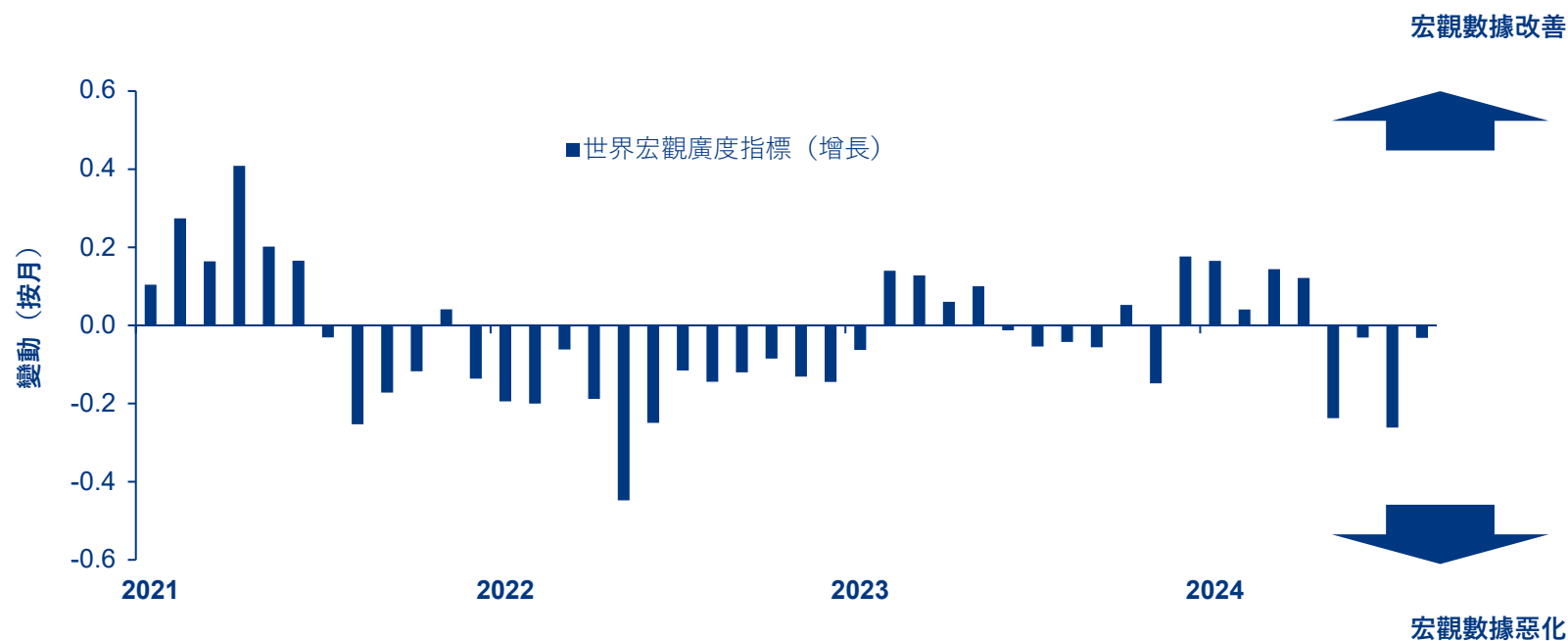


未來數月結構性波幅的上升，有可能令投資者卻步，但隨著現金回報率逐步回落 – 及湧現出更廣泛的投資機會 – 我們認為投資者應當重新審視其持倉部署。

# 經濟增長：動力喪失

我們的宏觀廣度增長指標<sup>1</sup>量度全球各地的宏觀經濟數據，該指標已連續四個月下跌：

- 最近數月，環球宏觀經濟數據一直呈**下行走勢**，這印證經濟增長放緩。
- **然而，我們增長指數的最新數據掩蓋了世界經濟雙速增長的事實**：8月的下跌乃由中國及其他新興市場的經濟數據轉差導致；而美國、歐元區及日本的經濟已有所復甦。
- 整體宏觀經濟氣氛亦描繪出一幅不平衡的景象：一方面**環球消費者信心企穩**，而另一方面**營商氣氛減弱**。
- 板塊走勢亦出現分化，**製造業表現繼續令人失望**，但**服務業表現有所改善**。



1) 我們的專有宏觀廣度增長指標每個月追蹤354項環球、地區及國家的宏觀經濟數據走向。指標的按月變化範圍為-1至1，1 (-1)的數值代表所有指標上升（下跌）。透過聚焦變化的方向而非幅度，這一指標能夠評估相關宏觀趨勢的廣泛性，數據修正對其影響較少。資料來源：安聯投資環球經濟及策略、彭博、Refinitiv（數據截至2024年8月31日）。

# 概覽：各地區的主要數據

## 美國

四年來的首次減息意義重大，有望幫助美國經濟實現軟著陸。**我們預計今年底前將進一步減息50點子**，正如聯儲局的「點陣圖」預測所示。然而，聯儲局長期中性利率存在不確定性，這意味著風險猶在。減息幅度過大可能造成通脹再度抬頭的風險，而減息速度過快則可能會嚇怕風險資產，但減息幅度不夠或會引發經濟衰退。

## 歐洲

生產力疲弱及工資快速增長阻礙了歐元區經濟的發展，但此等負面因素開始減弱，歐洲經濟增長有望於2025年改善。**我們預計歐洲央行將於2024年內進一步減息50點子**，此前該行曾於9月份減息25點子。然而，是否減息在頗大程度上取決於服務業通脹及勞工成本的走勢。英國方面，我們預計英倫銀行今年將會進一步減息50點子。

## 亞洲

**房屋市場結構性下跌及宏觀政策方針失衡**形成的阻力，繼續令中國經濟承壓，儘管一些穩定跡象已經出現。宏觀經濟數據持續疲軟，可能令投資者對中國經濟今年能否實現「約5%」的官方增長目標更加存疑。日本方面，我們預計日本央行將進一步上調政策利率。

**經濟增長：環球經濟正回復至更加常態的趨勢**  
實質GDP，按年變動%

	2023	2024 彭博市場預測	2024 安聯投資預測 <sup>1</sup>	2025 彭博市場預測
全球	3.0	3.1	=	3.1
美國	2.5	2.3	=	1.7
歐元區	0.5	0.7	=	1.4
德國	-0.1	0.2	↓	1.2
英國	0.3	0.8	↑	1.3
日本	1.9	0.1	=	1.2
中國	5.2	4.9	↓	4.5

**通脹：物價壓力消退**  
通脹，按年變動%

	2023	2024 彭博市場預測 <sup>2</sup>	2025 彭博市場預測
全球	6.0	4.6	3.5
美國	4.1	3.0	2.4
歐元區	5.4	2.4	2.1
德國	6.0	2.4	2.1
英國	7.3	2.6	2.2
日本	3.3	2.4	1.9
中國	0.2	0.6	1.5

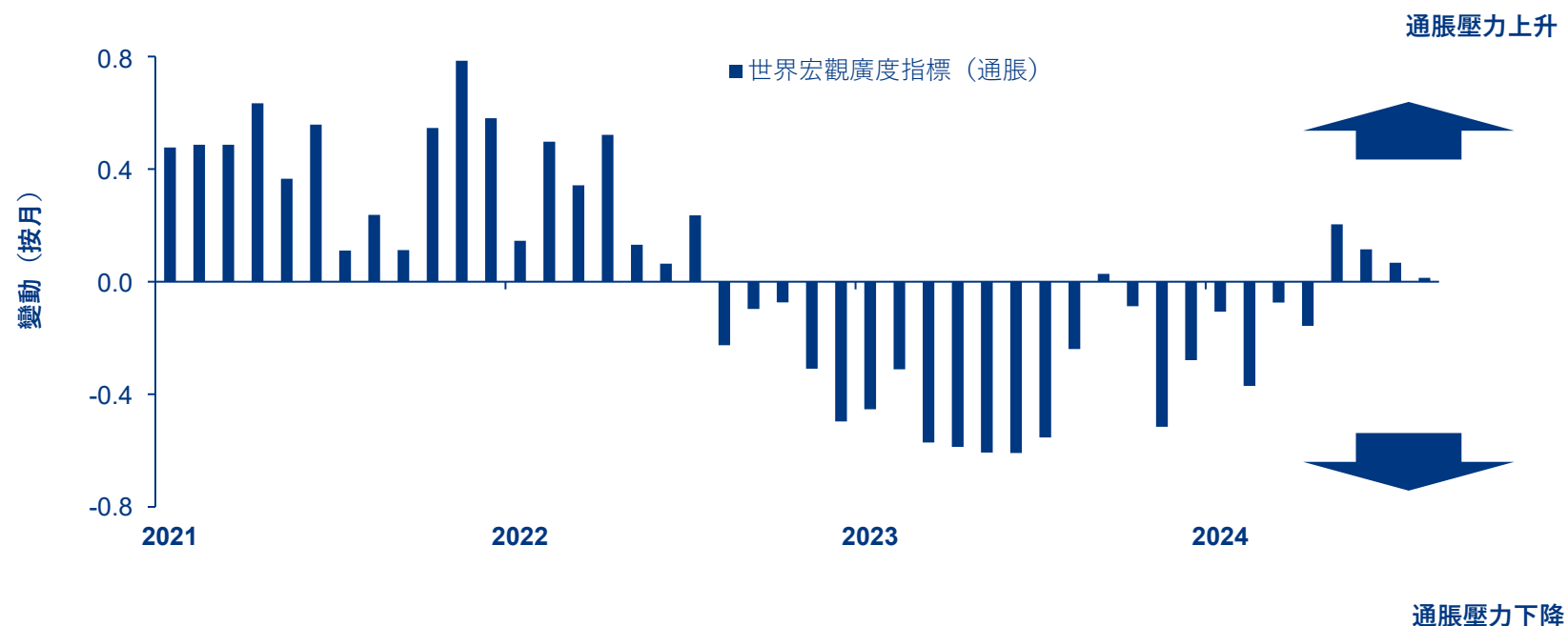
1) 圖例：↑ 安聯投資高於市場預測；↓ 安聯投資低於市場預測；= 安聯投資與市場預測一致。

2) 安聯投資2024年的通脹預測與市場預測基本一致。  
2023年數據代表彭博的市場預測。數據截至2024年9月3日。

# 通脹：部分領域的通脹仍居高不下

我們的宏觀廣度通脹指標<sup>2</sup>於過去四個月內攀升，但最近一次的升幅較小：

- 新冠疫情引發的通脹衝擊雖已減弱成微波，但消費者及企業仍能感受到其影響。即使核心貨品通脹有所回落，**但核心服務價格證實仍居高不下。**
- 7月份的最新數據顯示，**美國與環球其他地區通脹再次加速的廣泛趨勢背道而馳**，核心消費物價持續回落。
- 受**環球經濟增長放緩及失業率上升**所影響，我們預計在未來幾個季度，通脹率將會進一步回落，
- 但需要留意可能推高通脹的因素：**工資持續增長、商品市場波動、運輸成本上升及關稅的潛在上調。**

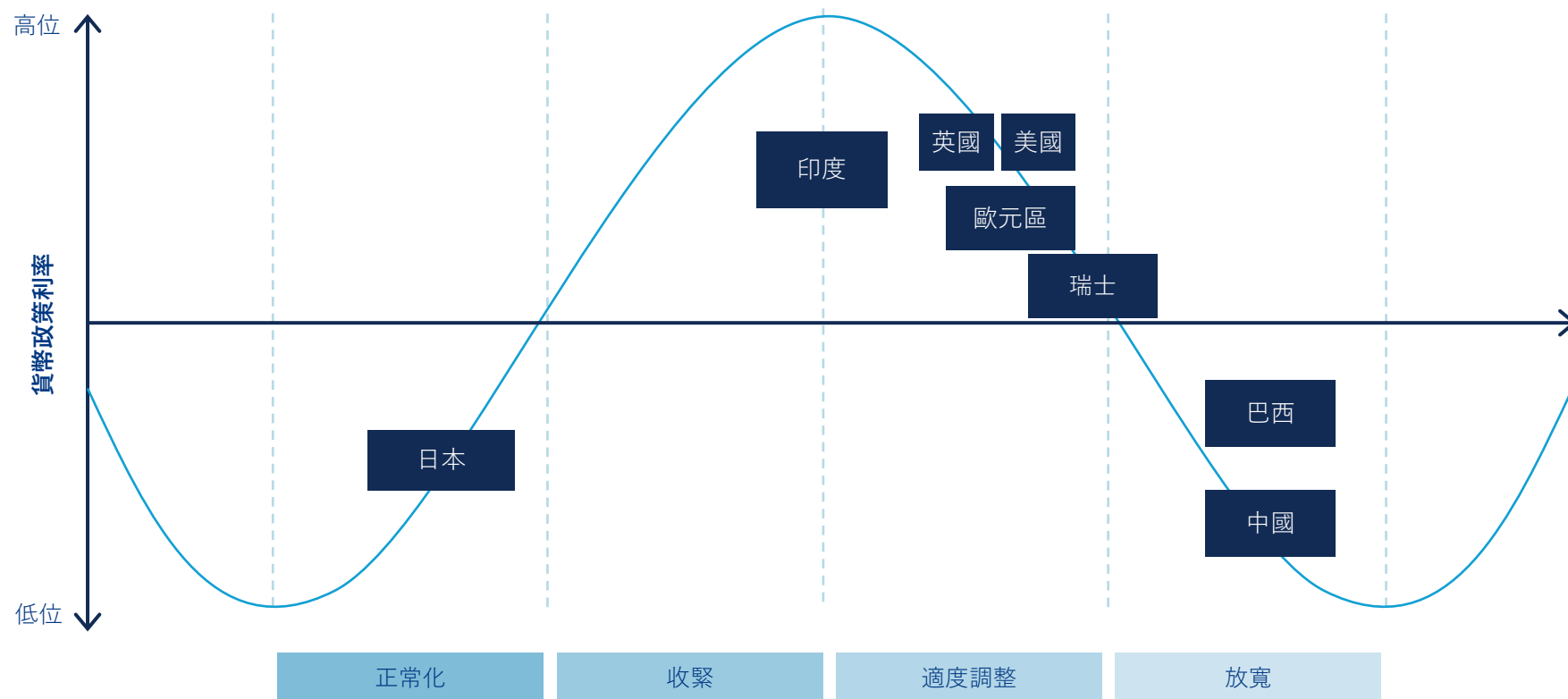


<sup>2</sup> 我們的專有宏觀廣度通脹指標每個月追蹤354項環球、地區及國家的宏觀經濟數據走向。指標的按月變化範圍為-1至1，1 (-1)的數值代表所有指標上升 (下跌)。透過聚焦變化的方向而非幅度，這一指標能夠評估相關宏觀趨勢的廣泛性，數據修正對其影響較少。資料來源：安聯投資環球經濟及策略、彭博、Refinitiv (數據截至2024年8月31日)。

# 利率：環球減息之風盛行

在政策制定者竭力在經濟增長與通脹維持適當平衡之際，聯儲局終於將利率從過去二十年的高位下調

- 隨著通脹逐步降溫及經濟增長放緩，**更多的央行開始減息**，以刺激經濟。
- 8月份，在我們研究範圍內，減息央行的數目連續10個月超過加息的央行。**隨著聯儲局、歐洲央行及其他央行減息，上述趨勢在9月得以延續。**日本仍是例外。
- 然而，有關**通脹居高不下及衰退風險**的不確定性持續存在，將令多國政策制定者保持審慎態度及格外倚賴數據。

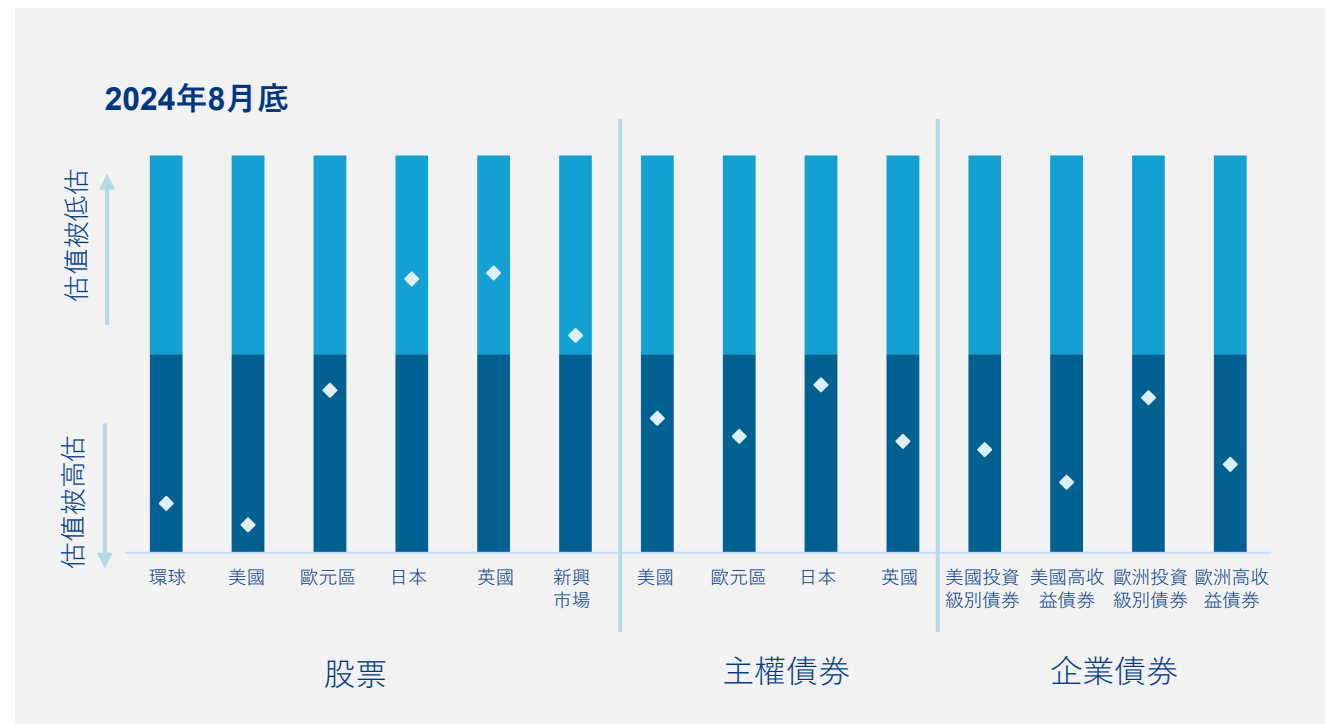




# 估值觀點：存在個別投資機會

## 部分股市的估值顯得廉宜

- 儘管按照歷史標準，許多資產的估值可能顯得相對高昂，但**仍存在個別機會**，並且隨著經濟增長及利率走勢出現分化，可能湧現更多投資機會。
- **日本、英國及新興市場股票估值顯得偏低**，而美國及更廣泛的環球股票的估值顯得高昂。
- 定息收益方面，日本主權債券及歐洲投資級別企業債券並未偏離公允價值。
- **隨著利率走勢不同步而造成市場波動性**，其他定息收益的估值可能變得更具吸引力。



我們的經濟及策略團隊的計算結果。估值評分為相對過往評分分佈的當前評分。股票估值根據席勒市盈率 (Shiller-PE)、市賬率、12個月預期市盈率。主權債券估值根據10年期實質利率和期限溢價。企業債券估值根據隱含違約機率和主權債券各自的估值。資料來源：安聯投資環球經濟及策略、彭博、Datastream (數據截至2024年8月31日)。過往表現並非未來回報的指標。本簡報所載之陳述，可能包括基於管理層的當前觀點及假設的對未來預期的陳述及其他前瞻性陳述，涉及已知和未知的風險和不確定性，可能導致實際結果、表現或事件與此等陳述中明示或暗示的結果、表現或事件出現重大差異。我們並無義務更新任何前瞻性陳述。估值根據對經濟增長展望方面的最新假設。

# 資產類別確信度：

## 股票

### 聚焦優質股及增長股

雖然環球經濟增長正在放緩，但這並不一定被解讀為股市看跌訊號。隨著通脹及利率的回落，經濟增長放緩可能利好優質股及增長股，且我們預期這兩類風格的股票有望於未來數月內跑贏大市。事實上，環球經濟的命運在很大程度上取決於，在經濟增長放緩的途中，利率、增長及物價之間能否取得平衡；然而，目前所有跡象均表明將取得有利結果。

今年餘下時間市場可能會出現一些波動性 – 尤其是由美國11月的大選引起。因此，有選擇性地物色一些防禦性資產，以確保投資組合的配置盡可能的均衡，應當是一種明智做法。我們認為，英國股票的估值看來具吸引力，且有望從減息及政治穩定的影響中受惠。由於股票估值偏低，英國市場的併購活動實際上頗為活躍。

在利率下調及經濟增長放緩的環境下，小型股及科技股等其他領域應會取得理想表現。目前看來，與水務主題有關的股票亦是良好的防禦性機會，因為該類股票不倚賴任何特定的政策計劃。

### 仍然看好亞洲

整體而言，我們繼續看好亞洲地區。鑑於日本股市近期大幅回調（回調幅度歷史第二大）及持續進行結構性改革，日本股市目前備受青睞。此外，日本企業將盈利預測上修、進行股份回購及增派股息。

中國方面，樓市似乎已經企穩，很可能成為股市的催化因素，其中多隻股票目前的成交價非常具吸引力。當然，中國仍然面臨地緣政治風險，現有貿易摩擦的潛在擴大，亦可能會削弱投資者情緒。我們預計，中國股市將於2024年第四季迎來更為有利的環境。

印度方面，雖然股市明顯存在估值溢價，但該國經濟增長強勁，足以抵銷前者的負面影響。基本因素非常強勁，尤其是印度有利的人口結構 – 擁有龐大的勞動人口，這些人的年齡中位數僅為28，表明未來幾年經濟展望向好。例如，預計到2031年或之前，僅印度消費市場本身的規模就將增長一倍以上。

# 資產類別確信度：

## 定息收益

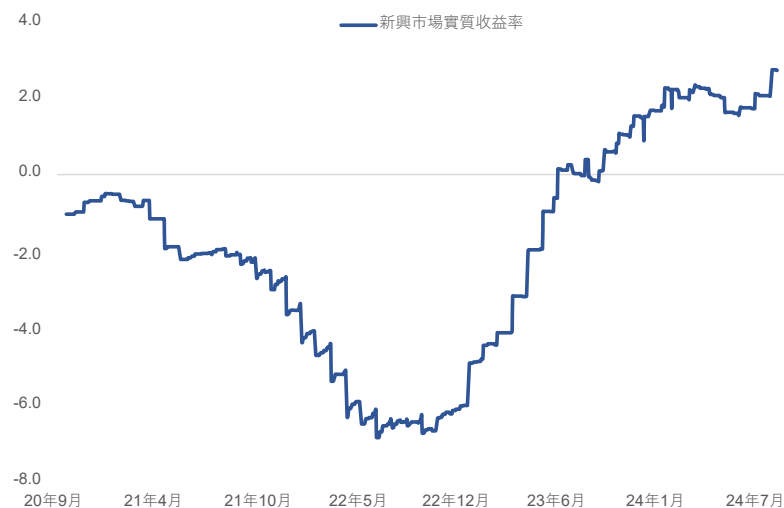
### 看好新興市場本幣債券的三大理由

三大因素支撐我們看好新興市場本幣債券。第一，新興市場通脹的回落速度快於新興市場央行的減息速度。這表明新興市場實質收益率目前處於多年高位，並意味著新興市場央行有充足的空間可以進一步減息。聯儲局開啟減息週期，應當會帶動新興市場進一步減息。

第二，本幣債券與美國國庫券收益率的息差於2024年穩步擴闊，創造了具吸引力的套利交易機會。第三，新興市場今明兩年的增長前景看來穩健，有望輕鬆超過已發展市場的增長前景。

我們預計，未來數月新興市場本幣債券的收益率將會進一步下滑。

### 新興市場實質收益率處於多年高位，讓新興市場央行有充足的空間能夠下調政策利率



### 聚焦已發展市場的主權債券 – 尤其是英國

鑑於當前環球宏觀及政策環境，我們看好主權債券回報率的前景。我們看好若干市場的利率存續期長倉，並偏好對收益率曲線趨陡做好部署，尤其是在美國及歐元區。

市場開始調低對美國經濟增長的預期，而歐洲及中國的經濟增長仍然乏力。在商品及能源價格回落的幫助下，通脹壓力亦得到舒緩。我們認為，利率債市場的潛在重新定價可能帶來機會，尤其是如果硬著陸的機率於未來數月上升，以及各國央行提前減息。倘若盈虧平衡通脹率隨著近期通脹風險消退而進一步回落，我們亦傾向於透過在投資組合中增持部分抗通脹持倉，以維持均衡的持倉部署。

基於相對價值及跨市場而言，相對於德國國債，我們青睞英國金邊債券。我們認為，相比歐洲央行及聯儲局，利率債市場未充分反映英倫銀行於未來6至9個月的減息情況。

# 資產類別確信度：

## ↕ 多元資產

### 美國股市的同等權重投資

「七巨頭」(Magnificent Seven) 股票的表現出色，推動美國股市的集中程度達致1970年代以來的最高水平。市場對該等股票影響力過大感到憂慮，使得同等權重投資方法具吸引力，該方法提供多元化效益，能夠降低個股風險（正如輝達近期公布盈利報告後的情況）。

根據歷史經驗，在股票指數中屬主導性的公司很少能夠維持領先地位。在2010年環球股票市值中位列前10名的公司中，目前只有Apple及Microsoft仍在排名榜上。根據研究，市值最大的上市公司長期表現落後，加之該等公司如今的估值差距為銷售額的3倍（其他公司為1.7倍），這也證實了上述觀點。

從戰術方面而言，我們預計的軟著陸情境有望擴大市場參與範圍，因為「七巨頭」公司與餘下493家公司的盈利增長差距有望縮小。投資者開始關注：自今年7月中旬以來，同等權重投資方法在18個月表現落後之後，開始表現領先。

上述方法並非毫無風險，因為市值最大的幾家公司或會繼續超出市場預期，但我們認為，非系統性風險降低、估值合理及預期盈利增長等利好因素，將會抵銷以上憂慮。

### 考慮股票多於高收益債券

在我們對整體風險展望持樂觀態度的環境下，我們看好股市多於高收益債券。美國股市的估值的確顯得十分昂貴，這主要受增長股所推動。然而，鑑於我們偏好價值股而非增長股，以及偏好同等權重而非市值加權的投資方法，整體股市（尤其是歐洲股市）的估值並不顯得過高。美國股市的表現已經印證，高估值能夠在比預期更長的時間內持續。我們認為，市場的技術因素仍然利好股市，股市存在進一步的上升潛力。

乍看之下，高收益債券提供的利差看來十分吸引，尤其是經濟環境並未發出任何危險訊號的情況下。然而，基於當前五年息差存續期，任何大規模的市場衝擊有可能侵蝕套利交易機會。

雖然美國及歐洲股市均低於歷史高位，但美國及歐洲的高收益債券投資已創下8月以來的新高。概括而言，鑑於息差水平偏低，我們認為，與股票相比，高收益債券獲得持續表現提升的機會較小。

# 資產配置觀點：多元資產



## 整體風險

- 經濟軟著陸、央行利率週期發生轉向，以及企業利潤率較為抗跌，將支撐股市持續上行，但與過去12個月相比，上升速度有所放緩且預期波幅更大。
- 我們看好風險資產，其中市場動力及盈利為重要推動因素。除美國大選及地緣政治因素外，美國經濟衰退概率上升是主要風險。



## 股票

- 從基本因素而言，我們看好股票，而從量化角度上更是如此。
- 我們已輪換股票持倉，增持英國股票，其估值具吸引力且持有量偏低，同時獲利沽售我們持有18個月之久的日本股票持倉。日圓面臨的結構性問題猶在，但預期日圓的緩慢升值可能會抑制市場潛力。



## 新興市場股票

- 多項指標顯示，新興市場股票似乎頗具吸引力，尤其是估值及企業持股結構。同時，盈利走勢似乎終於呈現更多向好的跡象，但我們希望等到這趨勢確立後，以便進行全面重新分配。
- 中國股市的前景仍未明朗：雖然估值具吸引力，但市場氣氛仍低迷，最新公佈的經濟數據未對股市帶來幫助。



## 政府債券

- 全球主權債務的動能已顯著轉為正面，這得益於較溫和的全球經濟指標和良性的通脹預期。
- 聯儲局及歐洲央行的減息行動，亦將鼓勵貨幣市場投資者轉而持有較長存續期的投資。在該市場環境下，收益率曲線陡峭交易仍是我們青睞的選擇之一。



## 信貸

- 總體而言，我們看好信貸，主要原因是動力向好，以及美國經濟短期內發生衰退的風險不高。中期而言，我們持更加審慎的觀點。
- 從風險調整的角度來看，在週期現階段，我們明顯看好投資級別債券多於高收益債券，同時新興市場債券得益於其基本因素相較已發展市場更為穩健，以及部分債券類別的息差具吸引力。



## 商品

- 我們對商品的展望轉向中性，但黃金及碳證書除外。
- 經濟疲軟及庫存高企（尤其是在中國）繼續拖累物料及銅價格，而石油價格將繼續在窄幅上落
- 黃金受惠於穩健的動力以及各國央行和亞太地區的買盤，但需警惕過熱的風險。



## 美元

- 從基本因素來看，雖然正利差仍然提供支撐，但量化指標及估值促使我們相對於歐元低配美元。聯儲局加快推進減息週期，應會印證上述觀點。
- 在未來12個月的利率展望存在差異，可能會使日圓兌美元於年底前更具吸引力。

本簡報所載之陳述，可能包括基於管理層的當前觀點及假設的對未來預期的陳述及其他前瞻性陳述，涉及已知和未知的風險和不確定性，可能導致實際結果、表現或事件與此等陳述中明示或暗示的結果、表現或事件出現重大差異。我們並無義務更新任何前瞻性陳述。



# 免責聲明

## 免責聲明

本文件反映安聯投資投資團隊的第四季觀點。過往表現並不代表對未來回報的預測。

本文內所載的資料於刊載時均取材自本公司相信是準確及可靠的來源。本公司保留權利於任何時間更改任何資料，無須另行通知。本文並非就內文提及的任何證券提供建議、邀請或招攬買賣該等證券。閣下不應僅就此文件提供的資料而作出投資決定，並請向財務顧問諮詢獨立意見。但閣下若選擇不尋求專業諮詢，即應考慮本產品是否適合您投資。投資涉及風險，包括可能損失本金，以及投資於新興及發展中市場所伴隨之風險。基金經理及基金的過往表現、或任何估計、估算或預測並非未來表現的指引。本文件並未經任何監管當局審閱。

投資者投資於固定收益投資工具（如適用）可能須承受各種風險，包括但不局限於信用、利率、流通性及受限靈活性的風險。此風險受經濟環境和市場條件改變，因而會對投資價值構成不利影響。當票面利率上升時期，固定收益投資工具（如淡倉）的價值一般預期下降。當利率下降時期，價值也一般預期上升。流動性風險可能要推遲或阻止提款或贖回投資。

發行人：

香港-安聯環球投資亞太有限公司