

2024年7月

團隊觀點 2024年第三季

駕馭波動性

我們團隊的觀點

環球市場觀點

- 關注軟著陸帶來的正面因素
- 保持靈活應變，同時警惕政治風險

季度更新

- 經濟增長：穩步正常化
- 概覽：各地區的主要數據
- 通脹：核心通脹壓力持續存在
- 利率：歐洲央行於五年內首次減息
- 估值觀點：關注個別領域
- 多元資產：資產配置觀點

資產類別 確信度

股票

- 科技股：聚焦推動者
- 歐洲小型股：市值小但前景不俗
- 亞洲：中國股票前景看俏 - 日本會否迎來升市時期？

定息收益

- 注意收益率曲線陡峭
- 從分化中捕捉機會

多元資產

- 英國：表現回復平淡？
- 投資者對歐洲銀行的興趣大增
- 資產配置觀點

環球市場觀點

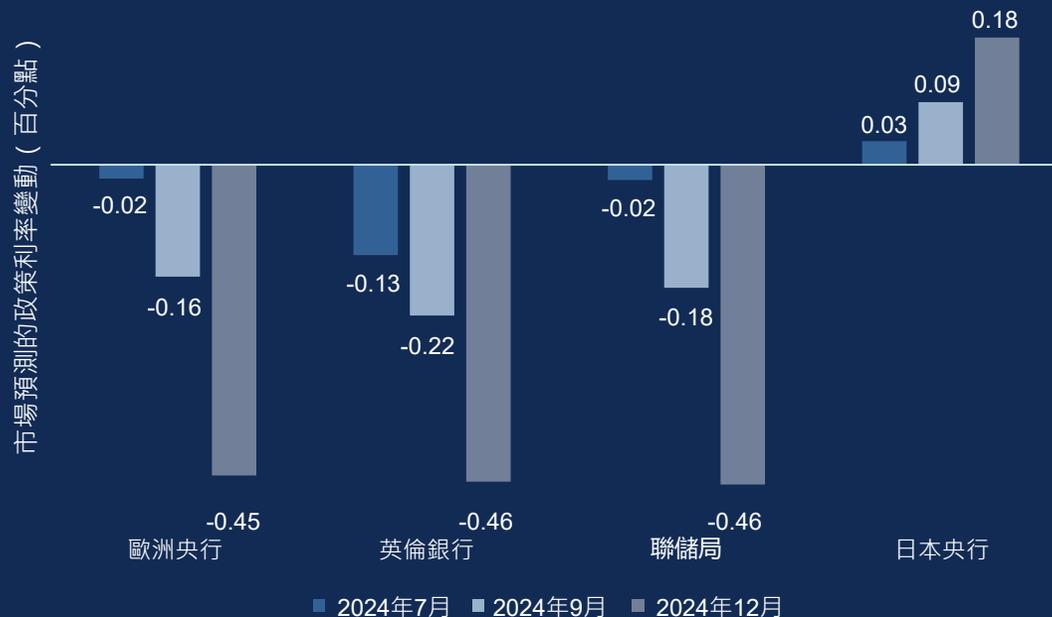
關注軟著陸帶來的正面因素

- **市場朝著不同的方向發展。** 隨著法國及英國將於第三季舉行大選，以及美國11月份大選臨近，政治風險飆升，進一步突顯各地區之間的差異。
- 經濟數據日益反映**各地區的增長預期正在轉變**。我們認為，市場發展**步伐不一**可能會在各經濟體及資產類別中創造機會。
- 我們更加確信**美國及環球經濟將會實現軟著陸，即增長放緩、通脹回落，而不會有衰退風險**。這種情況很可能對股票有利，因為股票有望受惠於盈利增長的正面因素。**但需要留意市場波動及政治消息**。
- **市場預期今年全球央行僅將合共減息40點子** – 而1月初的預計值是前者的3倍。增長及通脹環境各異，意味著各國央行在調整政策立場方面的空間亦有所不同。
- **我們認為，美國很可能於9月份減息**。我們認為市場對進一步減息過於謹慎，投資者宜利用這種脫鉤增加對收益率曲線陡峭及存續期的持倉。

季度圖表

步伐不一.....

歐洲央行於6月減息，市場預期聯儲局及英倫銀行將會效仿，但減息速度不同，並預期日本央行將採取相反的加息行動。



環球市場觀點

保持靈活應變，同時警惕政治風險

- **整體經濟及市場環境仍然利好股票及債券。**在通脹風險更低的軟著陸情境下，各國央行有空間減息。此外，公司利潤率保持穩健。
- **政治風險高企。**法國大選可能會促使歐洲投資者保持審慎，至少在近期內會是如此。特朗普可能會在美國11月份大選中再次當選，其**政策或會產生深遠影響，包括在關稅方面**，歐洲內部的分歧已經十分明顯。
- 通脹方面已取得進展，但最後階段往往最為艱難。雖然這並非我們的核心情境，但我們承認**存在經濟「無著陸」的風險**（即經濟繼續過熱），並可能不利於債券，而且最終同樣可能不利於股票。
- **但目前並不適宜採取觀望態度。**美國通脹於兩年半內首次接近目標水平，而且聯儲局的指引有所改善，令市場轉而關注政治及經濟增長。
- 即使在環球經濟增長整體放緩的環境下，**增長預期在各地區之間有序輪動**，可能是一種健康穩定的發展，支持經濟繼續擴張。

考慮下列情形

- **股票：**我們看好人工智能應用的推動者（例如數據中心、雲端提供商）及綠色轉型。部分歐洲小型股因其優質的資產負債表而脫穎而出。我們認為英國股票的估值廉宜，且政治環境良好。
- **亞洲：**隨著企業管治持續改善，日本股票從中受惠。投資者可以利用波動性，投資於中國市場中更具創新及收益更高的領域。我們也看好中國政府債券。
- **定息收益：**考慮到差異主題，我們看好收益率曲線及跨市場相對價值，包括美國及歐元區（例如德國）的收益率曲線陡峭交易。由於相關基本因素及政治展望，我們看好英國利率債。

→ 請參閱10-14頁，了解更多有關我們資產類別確信度的觀點。

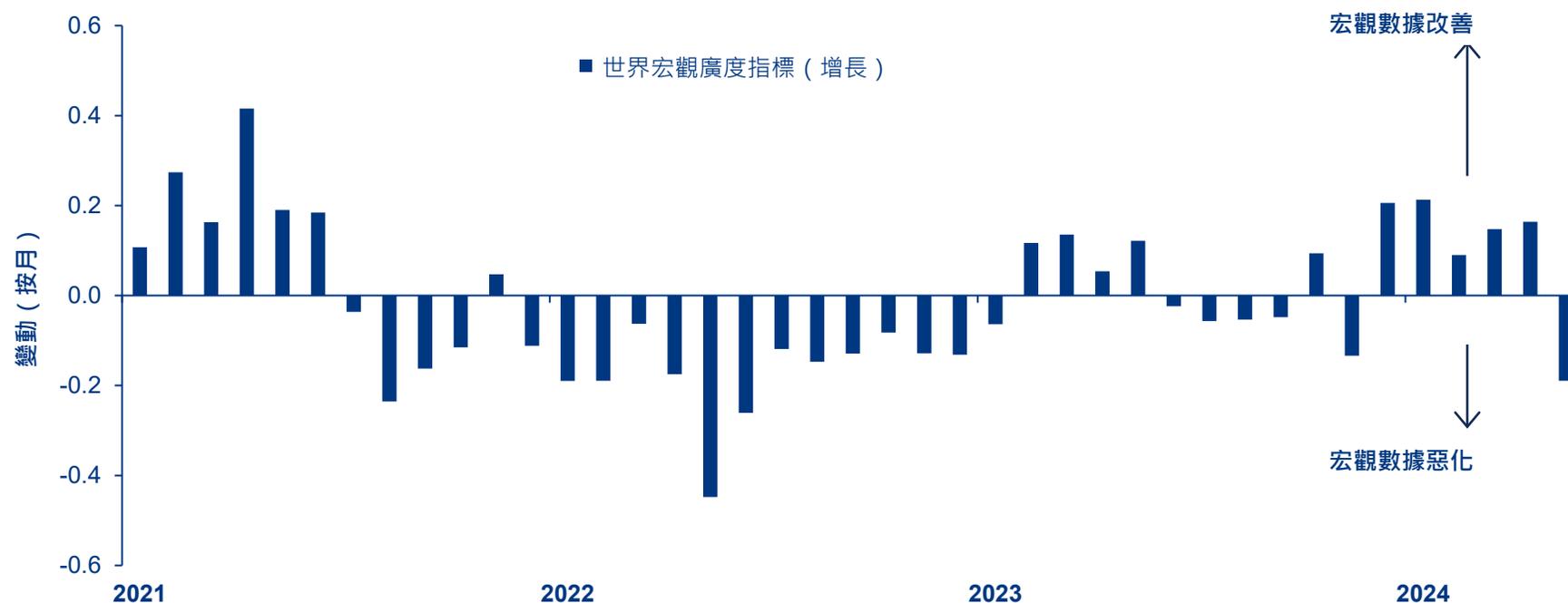


全球增長及通脹環境各異，各國央行在調整政策立場方面的空間亦有所不同。該環境可能會為主動型投資者提供大量機會，但需要留意政治風險。

經濟增長：穩步正常化

我們的宏觀廣度增長指標¹量度全球各地的宏觀經濟數據，該指標於六個月內首次下降：

- 5月份，大部分已發展市場的宏觀經濟數據轉差，尤其是在美國，突顯出環球經濟喪失增長動力。我們認為，這反映環球經濟以穩步方式恢復正常化，而不是更大幅走弱。
- 美國經濟增長數據錄得四年來最大跌幅。歐元區及瑞典是明顯的例外，兩地經濟持續增長。
- 中國經濟數據九個月來首次下滑，而其他新興市場亦同樣受壓。數據印證了我們的觀點，即製造業尚未能夠穩步回升。



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5月31日)。

概覽：各地區的主要數據

美國

隨著增長動力開始減弱，美國經濟距離軟著陸只有一步之遙。生產力及勞工供應料將於未來數季下滑，但我們當然不會過份悲觀：我們認為美國經濟將繼續是已發展市場中的佼佼者，陷入衰退的機率極低。由於通脹持續存在，我們目前預期聯儲局將於9月份開始減息，於2024年減息25-50點子。

歐洲

經歷一段時間的增長停滯後，歐元區經濟出現初步復甦跡象，有利該區前景。利率降低有望帶來進一步提振：歐洲央行於6月份減息25點子，我們認為年底前可能還會有一次或甚至兩次同等幅度的減息。隨著英國通脹壓力紓緩，我們認為英倫銀行可能會於8月份開始減息。

亞洲

中國製造業及工業的影響力有望幫助中國經濟實現2024年增長約5%的目標，但房地產市場的挑戰仍然存在。日本經濟於最近數月逐步復甦，我們預計日本央行在結束長期實行的負利率政策後，將採取進一步行動上調政策利率及縮減買債計劃。

經濟增長：2024年的展望在最近數月有所改善
實質國內生產總值（GDP），按年變動%

	2023	2024 彭博市場預測 ¹
全球	3.0	3.0
美國	2.5	2.4
歐元區	0.5	0.7
德國	-0.1	0.2
英國	0.3	0.6
日本	1.9	0.4
中國	5.2	4.9

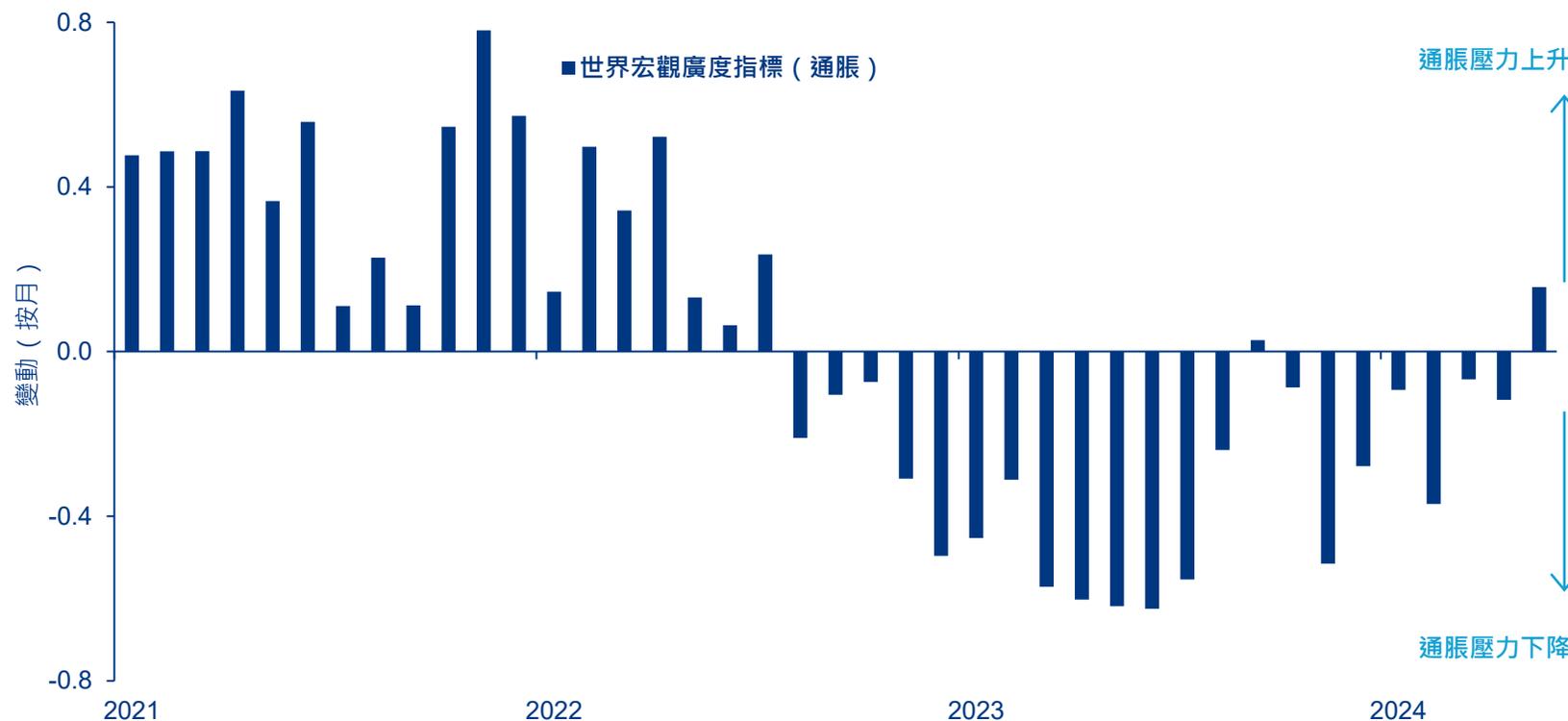
通脹：物價壓力逐步紓緩
通脹，按年變動%

	2023	2024 彭博市場預測 ¹
全球	6.0	4.4
美國	4.1	3.2
歐元區	5.4	2.4
德國	6.0	2.5
英國	7.3	2.5
日本	3.3	2.4
中國	0.2	0.7

¹ 除德國、歐元區及英國的GDP增長外，安聯投資2024年的預測大致與市場預測一致，我們對德國、歐元區及英國經濟增長較為樂觀。2023年預測代表彭博的市場預測。
數據截至2024年5月31日。

通脹：核心通脹壓力持續存在

- 通脹壓力尚未得到遏制。
宏觀廣度通脹指標²顯示，通脹錄得兩年來最大升幅：
- 各國央行對抗通脹已逾兩年。儘管已經取得重大進展，但經濟數據仍提醒著我們，這場戰役尚未取得勝利。通脹居高不下，是聯儲局決定押後至7月以後減息的原因之一，我們及市場均原本預期局方將於7月減息。
- 環球數據反映，自2024年初以來通脹回落停滯，核心服務通脹（包括醫療護理服務、汽車保險等服務）保持高企。這是否僅為通脹持續回落道路上的一次阻滯，我們正拭目以待。
- 中期而言，我們認為環球核心通脹將高於各國央行的目標。因素包括供應鏈區域化、減碳及人口老齡化。

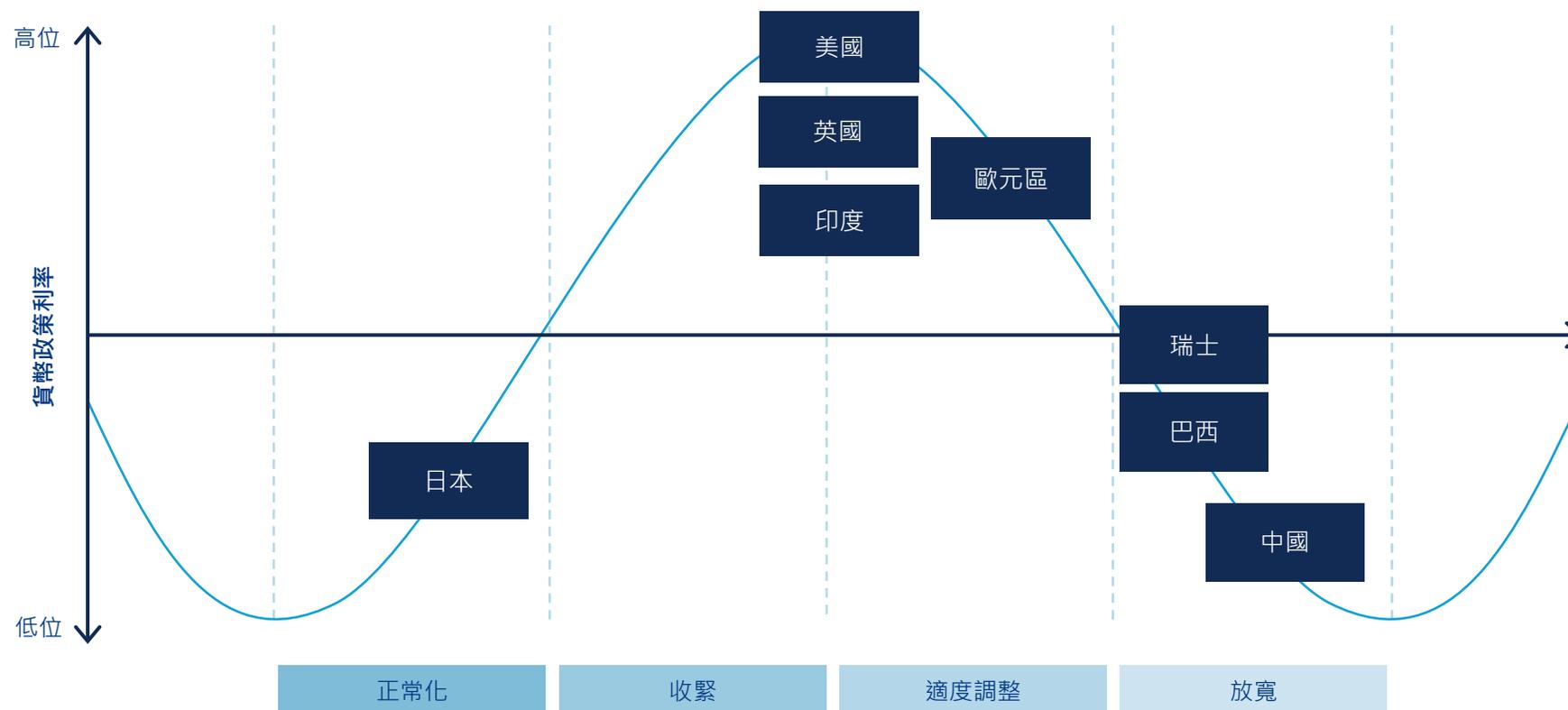


² 我們的專有宏觀廣度通脹指標每個月追蹤354項環球、地區及國家的宏觀經濟數據走向。指標的按月變化範圍為-1至1，(-1)的數值代表所有指標上升（下跌）。透過聚焦變化的方向而非幅度，這一指標能夠評估相關宏觀趨勢的廣泛性，數據修正對其影響較少。資料來源：安聯投資環球經濟及策略、彭博、Refinitiv（數據截至2024年5月31日）。

利率：歐洲央行於五年內首次減息

聯儲局及英倫銀行料將會效仿，但我們預期不會進入快速減息週期

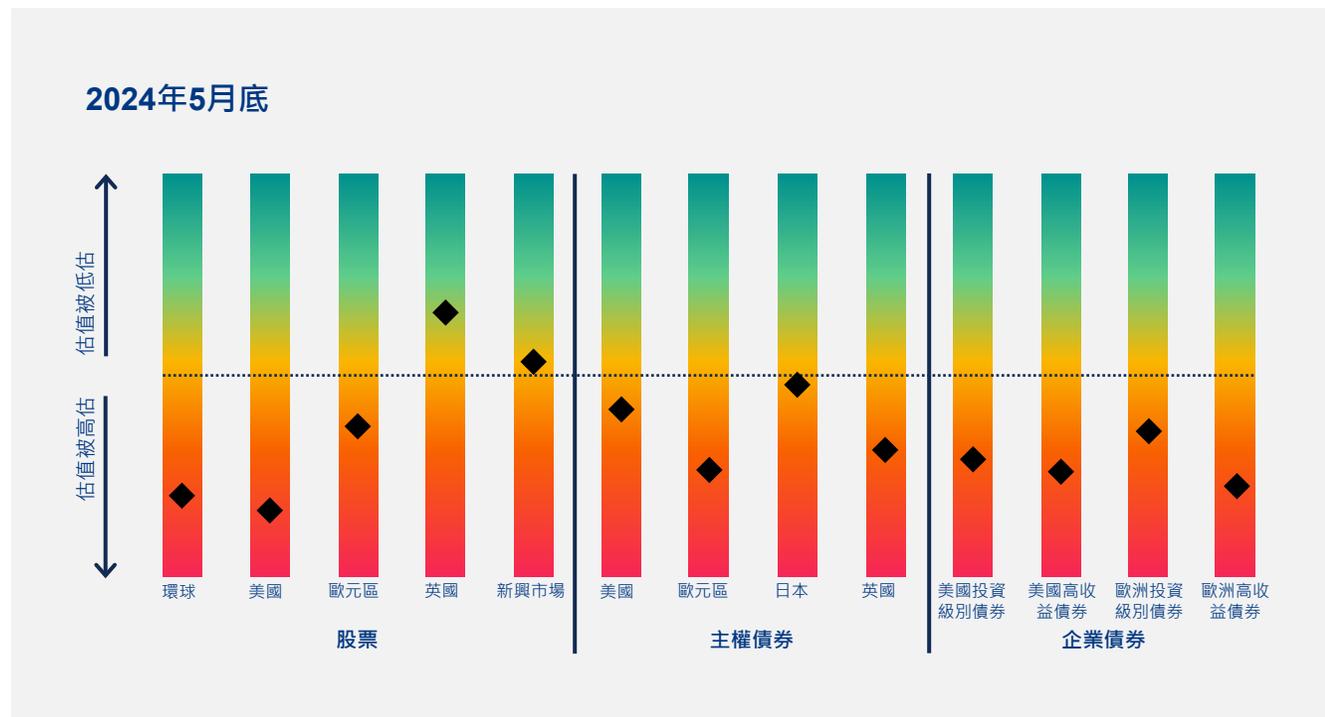
- 隨著全球通脹回落（儘管不均衡），更多央行開始減息。5月份，在我們研究範圍內，減息央行的數目連續七個月超過加息的央行，瑞士國家銀行、歐洲央行及加拿大央行是最新減息的一批。
- 我們預期美國及英國將成為下一批。日本目前仍是例外。
- 但我們預期利率不會突然呈螺旋式下降。我們預期，政策制定者將以不同的速度減息，整體而言，由於通脹持續存在，未來兩年內利率將於更長時間內維持在高位。



估值觀點：關注個別領域

有望迎來更多買入機會

- 我們認為，比較過往，許多資產的估值相對偏高。但我們認為存在個別機會，並且隨著環球主要經濟體及資產類別日益以不同的速度變化，有望迎來更多機會。
- 在股票範疇中，美國及環球股票的投資溢價目前看來偏高，而英國及新興市場的股票估值看來偏低。經濟增長降溫，可能會造就進一步的買入機會。
- 美國及日本主權債券距離其公允價值不遠。由於選舉及利率走勢不一增加了市場波動的可能性，我們認為其他主權定息收益的估值有機會出現調整。



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年期實際利率和期限溢價。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5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

政治週期對比經濟週期： 波動時期突顯質素的重要性

2024年無疑將會是選舉大年，全球約50%的人口將會參與投票。但今年的政局充滿變數，例如法國提前進行大選。地緣政治因素對市場構成廣泛影響。

與此同時，宏觀經濟環境更趨良性。在聯儲局最近召開會議後，貨幣政策的前景變得更加清晰。對投資者的啟示：雖然經濟週期至關重要，但接下來的宏觀經濟環境更加明朗，意味著投資者可以轉而關注政治週期。這一點在美國最為明顯，美國即將於11月舉行大選，若特朗普再次當選，產生的影響可能遍及全球。

政治週期與經濟週期的相互作用預期將為投資者帶來更大波動。雖然波動很可能會提供入市點，但投資組合的質素及審慎構建投資組合亦因而變得更加必要。從總增長、價值及收益角度評估企業時，集中於質素指標，例如強勁的資產負債表和公司領導能力等。

在此環境下，我們目前看好以下幾個投資理念。

科技股：聚焦推動者及人工智能的第二波影響

科技仍然是令人矚目的領域。部分股票目前的股價過高，其中以七巨頭股票為甚。七巨頭股票一直是美國股市主要推動因素，特別受惠於人工智能蓬勃發展。因此，我們在該行業尋找進一步機會，尤其是專門研究推動人工智能蓬勃發展技術的公司，例如雲端運算、數據中心及應用程式編程接口（API）等人工智能基礎設施的關鍵部分。

此外，雖然人工智能生態系統的開發仍處於早期階段，但應用式人工智能透過提高生產力對公司產生的影響，將會是資本市場認可的下一階段 - 人工智能的第二波浪潮。

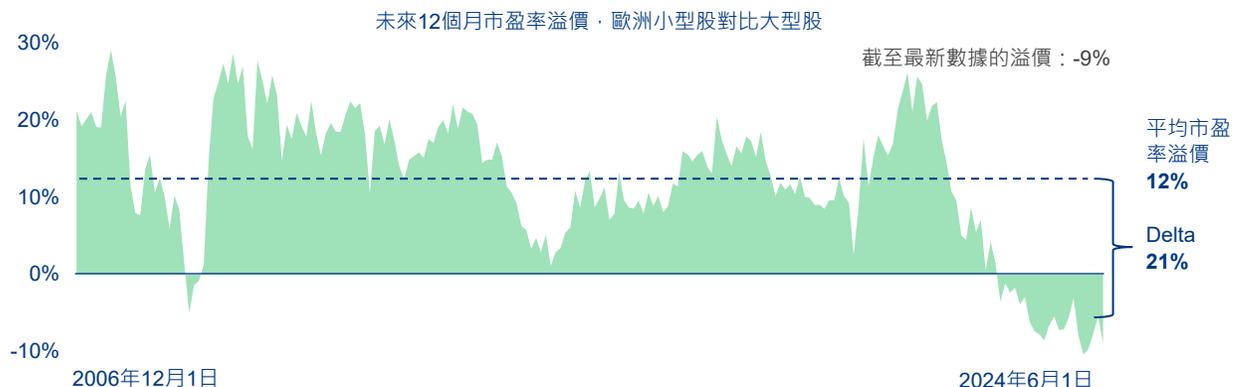
資產類別確信度： 股票

歐洲小型股：市值小但前景不俗

歐洲有約5,000家上市小型公司，其中不乏可觀增長領域的環球領先企業。小型股在資本貨品及運輸等行業權重較高，相比大型公司往往更具週期性，並且更趨內向型。這意味著小型股通常會在歐元區經濟增長加快時實現領先表現。因此，當增長動力觸底及採購經理指數開始回升時，正是小型股看漲之時。

小型股被認為過度倚賴信貸，在信貸狀況收緊的環境下，小型股未有參與最近數月的週期性復甦。但隨著歐洲央行開始減息，信貸環境可能更趨利好小型股。此外，我們認為賣方分析師對小型股的覆蓋率相對較低，為尋求優質股票的主動型投資者提供了產生超額回報的機會。

目前歐洲大型股對比小型股的相對價值



資料來源：安聯投資，基於12個月預期市盈率存在9%的估值折讓，對比歷史溢價 (+12%)。

亞洲：中國股票前景看俏 - 日本會否迎來升市時期？

我們有充分理由相信，長期而言，中國股票前景樂觀。在經歷三年的熊市後，中國A股市場年初至今錄得升幅。估值處於歷史低位，盈利增長預期正在加快。市場「持有量偏低」。另外，政府在促進經濟及就業方面表示出積極主動的態度。然而，市場對增長可持續性及陷入困境的房地產市場未來仍然存疑。

謹慎的做法是選擇性地投資於中國股票，尤其是由於11月份美國大選前後波動性可能加劇。這意味著關注市場中收益較高的領域：股息更高及進行股份回購的公司。透過削減資本支出要求提高自由現金流量的公司具有吸引力。同時，我們亦正在尋找由自給自足、人工智能普及和創新所支持的關鍵增長領域，其中可能包括在電網基礎設施、半導體供應鏈、人工智能相關領域及核能等領域營運的公司。

我們亦看好日本。日本市場經歷重大結構性改革，「主要市場」(Prime Market) 的公司需要在流動性、業務表現及企業管治方面符合新的上市規則。我們認為，日本股票不但估值合理，而且近期企業盈利強勁，加上在日本央行持續刺激經濟增長環境下，增長環境具有支持作用。

資產類別確信度：

定息收益

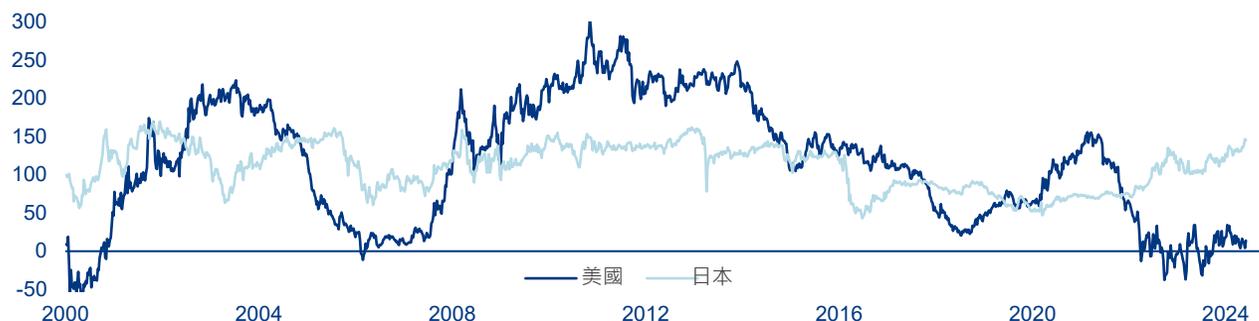
注意收益率曲線陡峭

近年來，隨著通脹及利率上升，經濟格局發生了重大變化。然而，美國國庫券收益率曲線（以及其他收益率曲線）並未反映這一轉變，與歷史表現大致持平。我們認為變化即將發生。

我們預期，在2024年餘下時間，美國及德國收益率曲線將會陡峭。催化因素？各國央行正著手減息，推動短期收益率重新調整。因此，我們預期「期限溢價」（投資者持有較長期債券相較短期債券所期望的額外收益）將會上升，從而對超長期債券造成壓力。

美國及德國的收益率曲線陡峭交易有望受惠。相比之下，日本方面，我們預期面對通脹預期上升的局面，政策利率將於未來數年恢復正常，此舉應會推動政府債券曲線趨平。

平緩收益率曲線對比陡峭收益率曲線：美國5年期和30年期國庫券與日本7年期和30年期國債（點子）



資料來源：安聯投資、彭博，2024年5月31日。

從分化中捕捉機會

由於主要已發展政府債券市場幾乎步調一致，近年市場參與者難免會偶爾缺乏興趣。但現時情況截然不同。

隨著各個國家及地區的發展同步性減弱，機會比比皆是。貨幣及財政政策出現差異，並且在政治動盪的影響下進一步擴大。政府債務負擔可能會有所不同。這些轉變可能會在未來數月透過相對價值持倉帶來具吸引力的回報。

例如，美國經濟強勁，令市場大幅降低2024年減息的預期。英國經濟形勢則有所不同。經濟增長低於趨勢水平、財政緊縮、估值具吸引力（考慮到緊縮性實質利率），利好在跨市場基礎上配置英國金邊債券。

我們認為其他類似的機會不斷湧現，需要市場參與者仔細甄別。

資產類別確信度：

↕ 多元資產

英國：表現回復平淡？

在經歷英國脫歐、卓慧思短暫執政及多次更換首相後，英國市場可能終於回復平淡。與其他地區的動盪相比，英國情況相對穩定，目前具有優勢。

由於近期英國形勢的可預測性有所上升，加上其估值相較於全球市場最為廉宜（即使根據經行業調整基準），因此投資者或可認真地重新評估英國資產，尤其是由於盈利預期調整開始好轉。其他利好英國的因素包括：

- 宏觀數據持續改善，相比其他地區呈現出更多出乎意料的升勢。
- 營商及消費者信心數據改善，正開始帶動零售銷售好轉。
- 許多投資者目前低配英國，因此隨著經濟增長繼續改善，以及7月大選的政治雜音消退，投資者可能會進行重新配置。

投資者對歐洲銀行的興趣大增

利率重返較高正值水平，成為扭轉歐洲銀行處境的關鍵。歐洲利率在過去十年趨跌，並且在兩年前跌至零之後，現時再次能夠實現以往正常水平的息差。

這種政策轉向帶來非常強勁的盈利增長，2023年的利潤達到過去十年平均利潤的三倍。只要利率維持高於約2%，銀行就可能維持相若的利潤水平；在該利率水平，銀行能夠保障其利潤率，這構成了結構性投資的理據。

當然，我們同樣需要密切關注風險因素，包括貸款損失高於預期、法國的政治局勢及政府可能上調「暴利稅」。

儘管如此，我們認為，整體而言這是一個具吸引力的投資機會，因為儘管增長動力強勁（年初至今上升23%），但歐洲銀行的估值仍然不算昂貴：市盈率低於7倍（美國銀行：12倍），有較大的估值重估空間，尤其是由於目前歐洲經濟數據有所改善。

資產配置觀點：多元資產



整體風險

- 經濟軟著陸前景，加上經濟增長穩步正常化及通脹指標趨跌，是市場的利好因素。經濟「無著陸」情境對政府債券構成風險，但對股票構成的風險則較小。
- 我們維持看好風險資產的觀點，其中市場動力及盈利為重要推動因素，央行減息亦帶來支持。



股票

- 我們看好股票。我們繼續看好日本股票，因其估值具吸引力，且正在轉變為更加注重股東的資本市場。與此同時，我們關注持有量偏低的英國股票。科技股正在推動美國股市上揚。
- 雖然歐洲的基本因素強勁，但在法國局勢變得更加明朗之前，我們將保持觀望。



新興市場股票

- 許多指標（尤其是估值）顯示，新興市場股票似乎頗為吸引，但盈利走勢目前缺乏說服力。
- 中國股票最近表現猶如過山車。雖然估值正面，且政府已採取重要措施穩定房地產市場，但投資者情緒低下。我們看好其長期前景。



政府債券

- 美國經濟數據疲軟及通脹預期溫和，對環球主權債券帶來支持。
- 我們基本上看好歐元區政府債券，但正等待歐洲央行釋放出更多訊號。大部分市場的動力為負，尤其是日本政府債券可能於未來數季走弱。



信貸

- 儘管利差具吸引力，但由於其估值，我們整體上對信貸持中性立場。
- 相比高收益債券，我們更看好投資級別債券，尤其是歐洲。由於基本因素穩健，加上部分類別的息差具吸引力，新興市場信貸得到提振。美元升值對該地區而言構成風險。



商品

- 我們對商品前景整體保持樂觀。受長期利好因素影響，我們已加強持倉水平本已頗高的黃金持倉。
- 預期地緣政治緊張局勢持續存在，將加劇貴金屬的波動。



美元

- 由於估值方面的原因，相比歐元，我們已下調對美元的超配，儘管短期內收益率差距仍然利好美元。雖然短期內仍面臨風險，但未來12個月，兩種貨幣在利率展望方面的差異可能會使得日圓較美元更具吸引力。

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

本文件反映安聯投資投資團隊的第二季觀點。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