

施施而行

东亚银行经济研究部



2024年第1季经济展望

通胀前景仍是决定全球经济发展的重要因素

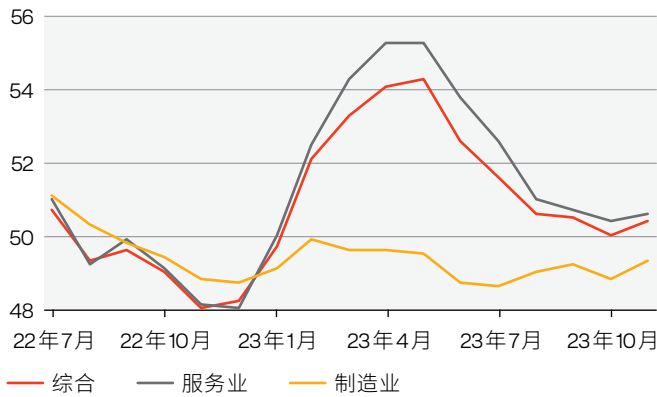
全球经济展望

环球延续低增长势头，货币紧缩周期步入尾声

回顾2023年，全球经济在众多不稳定因素夹击下，仍能保持扩张。2023年的全球经济受到主要央行快速加息和地缘政治局势迅速变化等不稳定因素冲击，但在服务业需求强劲推动下，劳工市场进一步改善，支持私人消费稳定扩张，抵销了外贸萎缩和制造业活动疲弱的负面影响。然而，各经济体的复甦进程不一，美国经济较预期为佳，中国内地经济高于政府的工作目标，欧洲经济则较为滞后，显示出全球经济复甦的动力并不平均。此外，环球主要央行显著调高政策利率后，也提及到高利率将会维持一段时间，令货币紧缩政策对消费和投资的负面影响进一步积累，高负债和高息率为部分经济体带来较大的财政压力。中国内地则未有受到高通胀困扰，年内两次下调政策利率，巩固经济复甦势头。

全球采购经理人指数

>50表示扩张



资料来源：彭博，数据截至2023年12月18日

环球通胀从高位回落，并踏入了对抗通胀的关键阶段。受惠于大宗商品价格回落、供应链恢复供求平衡及商品消费需求降温等积极变化，环球通胀在2023年自高位回落，但劳工市场紧张导致工资增长加快，加上服务消费需求旺盛，均令核心通胀回落速度缓慢，并显著高于政策目标水平。面对全球经济前景不明朗，企业上调价格的空间受限，加上高利率环境和工资涨势回软亦将制约需求，预期核心通胀在未来将进一步下降，为环球紧缩货币政策回归正常化提供有利条件。

劳工市场紧张情况广泛降温，私人消费料将趋于缓和。环球主要央行紧缩货币政策，金融流动性显著收紧，令2023年第4季环球劳工市场紧张情况逐渐获得纾缓，特别是欧美多个先进经济体均录得失业率轻微上升，职位空缺有所回落。展望未来，我们预期私人企业的招聘将变得更为审慎，整体失业人数和失业率将呈温和上行趋势，难免会打击消费信心。可是，环球劳工市场恢复供求平衡有助减低潜在通胀压力，并引导通胀预期下降，为利率回归正常化提供空间。

展望2024年，通胀前景仍是决定全球经济发展的重要因素。目前，全球经济仍面对不少挑战，例如中东和欧洲的军事冲突尚未平息、地缘政治紧张局势和保护主义抬头、多个国家及地区举行大选可能引发的政治不确定性等，有关发展均可能会冲击环球消费和企业投资信心，甚至再次阻碍供应链正常运作，以至资产市场变得波动等。然而，假若环球通胀保持下行趋势，主要央行均有望于2024年年中起有序下调利率，此举有助提振消费和企业投资信心。加上，环球企业和家庭部门的资产负债表依然稳固，料可支撑私人消费和投资。在2024年，环球经济可望延续低增长势头，并可避开出现经济停滞或衰退的情况。



宏观经济

美国经济展望

高息环境将制约美国经济增长

美国经济在2023年首3季保持强劲，但预料在第4季的经济增长将会放缓。当地经济在2023年首3季录得实质按年增长达2.5%，反映未有受到美联储快速加息和全球经济放缓所影响，尤其是在第3季，其经济增长更进一步加速至按季年率约5%水平，主要受惠于强劲的私人消费、政府消费及投资增长，足以抵销住宅投资及净出口疲弱的影响。然而，美联储在本轮加息周期的累计加息幅度达5.25%，并持续进行缩表，紧缩货币和信贷环境对经济、消费、投资及资产市场的影响日渐明显。例如高利率难免会影响企业新投资的回报，特别是对利率敏感的房地产和资本密集行业，以及对高负债的企业和个人有较大影响。近月，美国公布密歇根大学消费者情绪指数、供应管理协会 (ISM) 制造业及服务采购经理指数亦分别回落至较低水平，而二手楼销售量更触及近13年来新低，各项数据均显示高利率环境对经济的影响已逐步浮现，预期美国在2023年第4季及2024年的增长将会减速。

美国的劳工市场紧张状况略有改善。过去数月，当地的劳工市场紧张情况有降温迹象，失业率自2023年初降至超过半世纪以来的低位后，略为回升。近月新增非农职位数目亦较2022年每月平均回落超过四成，平均时薪的按年升幅则从2022年高位回落约两个百分点。可是，纵使美国劳工市场紧张情况有纾缓，其整体情况仍保持稳健，特别是平均时薪的升幅依然高于美联储通胀目标相应水平，故劳工市场紧张状况改善仅为美联储提供了暂停加息的空间。



美国通胀率

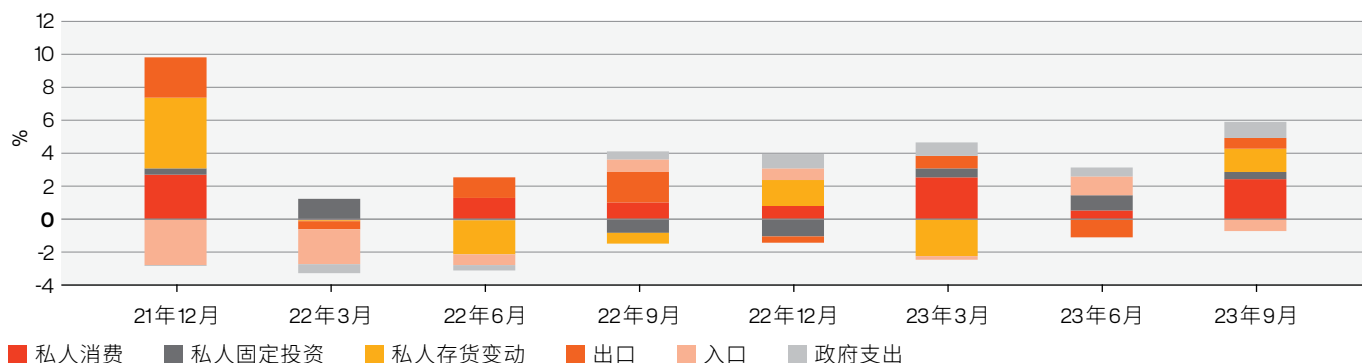


资料来源：彭博，数据截至2023年12月18日

通胀尚待返回政策目标，预料美联储于2024年会有温和减息空间。目前，无论是以整体消费物价或个人消费开支物价指数计算的通胀率，均显示出美国通胀经已见顶，特别是商品价格明显回落，租金升幅亦有放缓。不过，服务价格的黏性较强，与上述平均时薪升幅较大有密切关系，且通胀率仍持续高于政策目标，未来通胀放缓走势亦可能会有所反覆。因此，美联储认为利率或已接近见顶，但高利率仍会维持一段时间。该局最新点阵图中位数预测2024年或会减息3次，委员会亦料将逐步转向讨论何时就紧缩货币政策作出调整。若未来通胀逐步返回美联储2%政策目标，预期美联储将于2024年年中起开始温和减息。

我们预期美国的经济增长在2024年将会放缓至1.3%。综上所述，高息环境持续势将限制当地的经济增长，特别是对商业投资的打击，而私人消费亦会受到劳工市场紧张情况降温、超额储蓄率和早前宽松财政政策复归正常所影响。再者，地缘局势变化迅速，加上2024年的美国总统大选，以及中美竞争等，势将增加经济前景的不确定性，甚至再次加大通胀压力，故预期美国经济将从2023年超过2%的增长逐步放缓至2024年的1.3%，虽会低于其趋势增长率，但不致陷入衰退。

美国国内生产总值年化按季变动分布



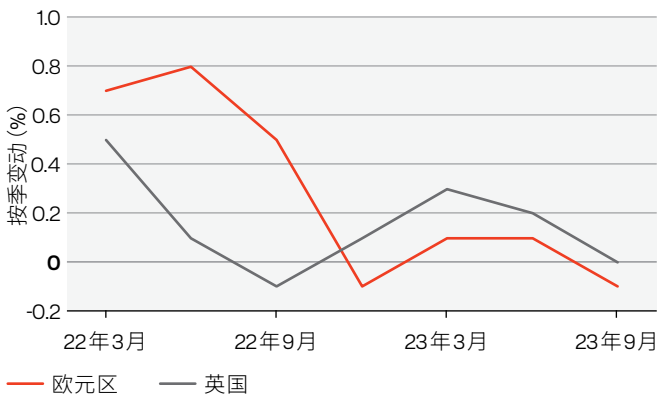
资料来源：彭博，数据截至2023年12月18日

欧洲经济展望

欧洲经济大致停滞不前，关注下行风险

受到众多不明朗因素困扰，欧洲经济大致维持停滞状态。高通胀、高利率、环球经济疲弱、地缘政治风险升温，以及疫后重启动力减弱等，令当地的制造业及服务业呈广泛放缓。欧元区经济在2023年上半年保持平稳后，在第3季录得按季轻微萎缩0.1%。经济转弱主要受德国经济轻微收缩0.1%，以及爱尔兰经济明显下滑所拖累。至于以服务业为主的法国和西班牙则受家庭部门消费增加所带动，两国的经济分别按季增长0.1%及0.3%。意大利经济亦按季轻微上升0.1%，避过陷入技术性衰退。另外，英国经济在第3季按季持平，虽然当地的净出口有所改善，但被家庭、政府消费开支及资本形成总额等分别按季收缩0.4、0.5及2.0%所抵销，显示高通胀和紧缩货币政策对消费及投资的制约正逐步浮现。

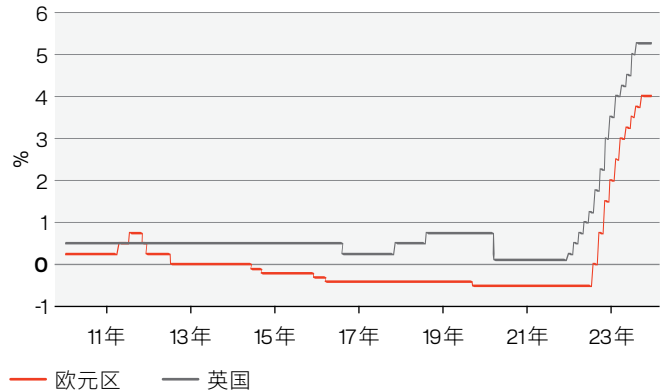
欧元区及英国经济增长



资料来源：彭博，数据截至2023年12月18日

欧洲通胀持续回落，但高息环境将维持一段时间。在高基数下，能源价格按年显著下跌，带动欧元区及英国整体通胀率回落至5%以下。不过，劳工市场稳健及工资增长速度较快，势将拖慢核心通胀回落的步伐，并预期会持续高于政策目标一段时间。再者，地缘局势紧张有可能再次影响能源供应和打乱供应链的正常运作，增添通胀有序回落至央行政策目标的不确定性。2023年10月以来，欧洲央行及英伦银行均表示维持政策利率不变，加上当地近期的经济略有降温，通胀亦见持续回落，我们预期央行已完成本轮加息的行动。可是，欧洲通胀持续高于政策目标，欧洲央行及英伦银行均预计在2025年才会达成通胀回落至2%的政策目标，故预料两地央行将维持较高政策利率一段时间，直至2024年年中至下半年，才会视乎通胀走势及货币政策传导效果，再研判是否有减息空间。

欧元区及英国政策利率



资料来源：彭博，数据截至2023年12月18日

展望未来，欧洲经济料于低位回稳。纵使欧洲经济持续受到不明朗因素困扰而处于停滞状态，但近期商业调查显示市场信心已见初步回稳的迹象，特别是市场预期先进经济体加息周期见顶，2024年息率有望逐步回落。加上当地的劳工市场保持稳定，料可逐步提振消费和投资信心，带动欧洲经济在低位走稳，未至于持续陷于衰退。



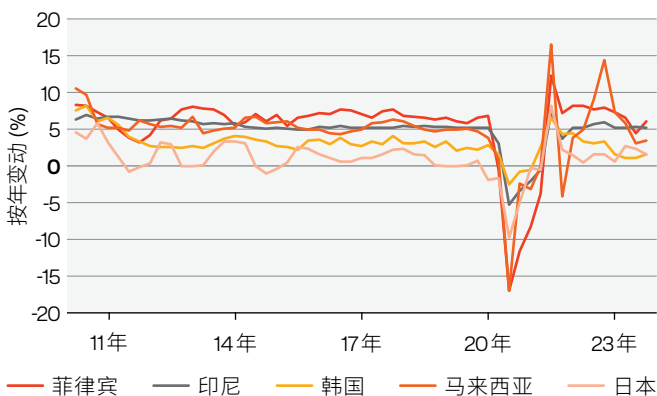
宏观经济

亚洲经济展望

亚洲经济总体平稳增长，外贸出现初步企稳迹象

受环球商品需求回落和货币紧缩政策影响，亚洲出口在2023年普遍面对较大压力。尽管如此，亚洲经济仍能维持平稳增长势头。在区内先进经济体中，日本因汽车出口和入境旅游进一步回暖，经济得以迅速复甦。南韩和台湾的经济在全球科技产品需求疲弱所拖累下出现放缓，但其增长动力在2023年下半年起已渐见回稳。至于东盟经济体，自2023年上半年经济出现放缓后，大部分成员国的经济亦于下半年有所回升。

亚洲个别经济体的国内生产总值



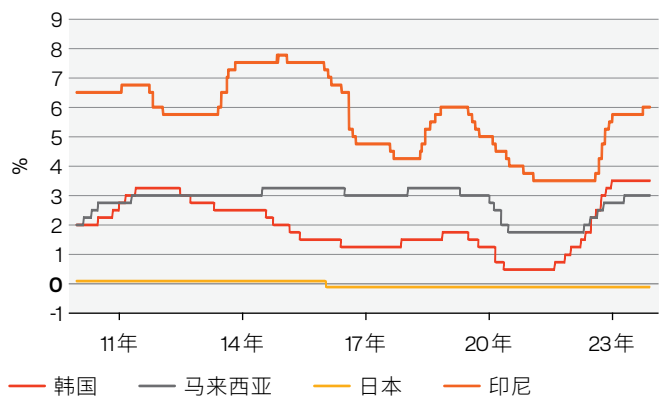
资料来源：彭博，数据截至2023年12月18日

亚洲经济体的商品出口渐见回稳，但复甦步伐不一。2023年首3季，除了日本外，亚洲经济体的商品出口普遍录得下跌，主因欧美市场对商品需求转弱、科技产品处于调整周期及企业去库存等影响。不过，近期亚洲商品出口跌幅普遍有所收窄，部分经济体更录得回升。这除了是按年低基数的因素，也因汽车产能在全球供应链复常后回升的带动。随着全球科技产品调整周期接近尾声，我们预料亚洲经济体商品出口于2024年有望进一步回稳，为区内制造业生产和就业带来支持。

同时，大部分亚洲经济体的通胀持续降温。大宗商品价格回落、环球航运成本下降、经济增长放缓，以至政府对个别主要商品实施价格控制或补贴，均是领区内通胀回落的重要因素。部分亚洲经济体如印尼、泰国和越南的通胀率，在2023年第4季已大致回落至其央行的政策目标，预料通胀压力在2024年对区内经济体的威胁将进一步缓解。但值得注意的是，食米是亚洲的主要粮食之一，近期米价大幅上涨或会增加区内食品通胀的上行风险。

货币政策方面，美联储持续紧缩货币政策推动美元升值，促使亚洲部分央行在2023年下半年再度加息。现时，欧美主要央行已到达紧缩周期的顶峰，这将纾缓亚洲央行的加息压力，预料个别亚洲央行有望于2024年开始减息。另外，日本通胀及其央行实施货币政策的步伐则有所滞后，预料日本央行将以渐进形式退出超宽松货币政策、结束零息曲线控制和负利率政策。

亚洲个别经济体的政策利率



资料来源：彭博，数据截至2023年12月18日

整体而言，在经济基本情况大致稳定的支持下，我们对2024年的亚洲经济前景保持谨慎乐观的看法。此外，中国内地旅客出境旅游的需求仍然巨大，相关需求将于2024年进一步获得释放，势能惠及多个亚洲经济体。展望未来，在内部需求稳健、出口回稳及货币政策有望转趋宽松所带动下，预料亚洲经济体在2024年的经济增长速度将可轻微加快。

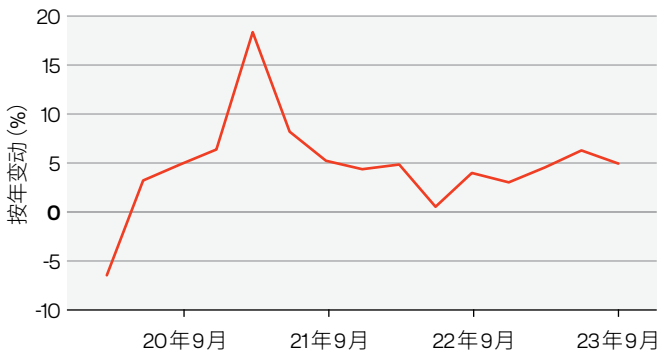


中国内地经济展望

内地实施政策组合拳措施，经济将延续稳健复甦

2023年以来，中国内地经济自疫后复常，政策支持力度有所加大。随着内地经济和社会活动恢复正常，民众恢复出行，早前因疫情积压的需求，特别是服务业相关的需求得以释放，带动消费和服务业复甦，并成为推动经济增长的主要动力。然而，内地的经济复甦动力并不平均，加上外围经济下行压力较大，以及房地产市场持续调整等，令内地经济全面复甦需时。内地当局因而加大了政策支持力度，以达致稳增长、稳就业和稳预期。目前，内地已非单纯追求经济高速增长，亦对高质量发展有更高要求。因此，除了传统的货币和财政政策外，支持经济的措施亦涵盖了房地产、资本市场和民营经济等不同层面，以平衡短期稳增长和长期经济高质量发展所需。2023年首3季，内地经济实质按年增长5.2%。我们预期2023年全年经济增长将可达到5%左右的政府工作目标。

内地经济季度表现

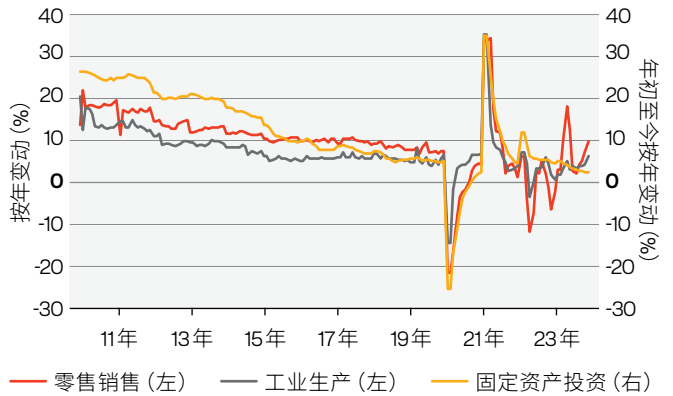


资料来源：彭博，数据截至2023年12月18日

消费继续是内地经济增长的主要动力。随着疫后复常和民众对消费体验的需求增加，不单零售销售表现有明显改善，服务消费的潜力亦得到释放，带动餐饮、旅游、酒店、休闲娱乐等录得强劲增长。2023年首11个月的社会消费品及服务零售额，分别按年增长7.2%及19.5%。同时，汽车销售亦录得稳健增长，主因内地当局延续了新能源汽车购置税减免和相关补贴措施。

工业生产稳定增长，投资则较为滞后，而高技术投资及制造业表现领先。内地消费表现逐步改善，以至国家长期对创新及科技领域、战略性新兴产业的投入，高技术产品如新能源汽车、太阳能电池及锂离子蓄电池等出口竞争力持续加强下，带动2023年首11个月工业生产录得按年稳定增长4.3%。固定资产投资增长则较为落后，首11个月仅按年增长2.9%，主要受到房地产投资疲弱拖累所致，而基建和制造业投资则维持稳健增长，其中高技术领域投资如电气机械及器材、专用设备制造业录得双位数升幅，抵销整体投资的部分下行压力。

内地零售销售、工业生产及固定资产投资



资料来源：彭博，数据截至2023年12月18日

政策支持力度加大，纾缓了房地产市场的下行压力。2023年以来，内地当局持续加强稳定房地产市场的政策力度，例如“认房不认贷”、下调按揭利率及首付比例，以至放宽限购令等，均提振了购房者信心和促进楼市交投。至于“保交楼”和支持优质的房地产开发商融资需求，则有助于推动商品房的交付及相关投资。不过，房地产市场复甦需时，预料在内地当局加大稳经济、稳信心，以至稳房市的政策支持力度下，将可逐步提升购房者的信心及释放民众改善住屋环境需求，有助纾缓房地产市场的下行压力。

展望2024年，随着内地当局实施政策组合拳，经济料能保持稳定扩张。面对外围经济环境的不确定，以至地缘局势持续紧张，我们预期内地当局将继续透过平衡短期稳增长和长期经济高质量发展所需，推出重点支持中小企、创新科技、绿色发展等政策措施。货币及财政政策则仍略有放宽的空间，如轻微减息降准，以至如早前发行特别国债和扩大赤字率等。总体而言，我们预期2024年内地经济增长将达5%左右，经济结构则持续升级，进一步推动高质量发展。



宏观经济

香港经济展望

访港旅游和私人消费将引领香港经济稳步复甦

在访港旅游和私人消费的支持下，香港经济在2023年保持稳健复甦。香港自2023年第1季与世界各地全面通关以来，访港旅客人次迅速上升，成为带动香港服务输出急增的关键因素。私人消费亦在就业前景改善、香港特区政府派发消费券及举办多项大型活动的推动下录得强劲扩张。然而，先进经济体需求不振及利率高企，令商品贸易和投资表现受到制约，香港特区政府因而把2023年全年经济增长预测调低至3.2%。展望2024年，香港经济料将继续在服务输出和私人消费的支持下稳步复甦，全年经济增长将较2023年更佳，预料可达到3.5%左右。

香港旅客数字

每日入境人次



资料来源：彭博，数据截至2023年12月18日

在经济重启下，旅游相关行业于2023年保持高速增长。访港旅客人次一直呈强劲升势，并在暑期旺季进一步显著攀升，全年访港旅客有望突破3,000万人次。此外，香港特区政府积极推动一系列休闲、美食、音乐及文化主题活动和多项大型盛事，包括“你好，香港！”、“香港夜缤纷”、“香港美酒佳肴巡礼”、“香港缤纷冬日巡礼”等，加上香港迪士尼新园区开幕，刺激访港旅客人次在中秋、国庆、圣诞等节日明显增加。由于积压的旅游需求巨大，预料服务输出将继续是香港经济的重要增长引擎。

香港失业率



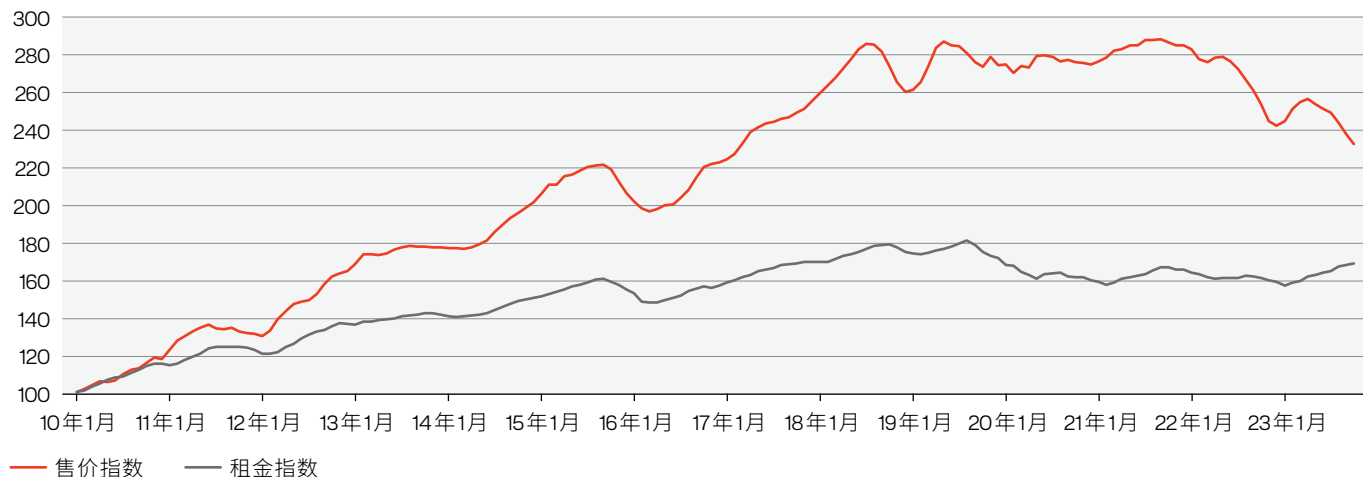
资料来源：香港特区政府统计处，数据截至2023年12月18日

在就业前景改善和香港特区政府推出支持措施下，私人消费保持强劲扩张。香港劳工市场亦见持续改善，失业率处于接近全民就业的水平，职位空缺数字也长期高企。良好的就业前景支撑本地居民收入和消费。针对长远发展需要，香港特区政府推出多项人才计划及设立“人才服务办公室”。截至2023年11月底，超过8万名人才来港，超出全年输入3.5万名人才的目标。另外，“补充劳工优化计划”于同年9月起接受申请，该计划将可纾缓制造业和运输业等低技术劳工短缺的问题，为香港提供充足的劳工供应。

环球商品需求放缓，或会阻碍香港经济全面复甦。2023年首3季，香港商品出口持续收缩。不过，随着低基数效应于2023年第4季逐渐浮现，商品贸易开始呈现触底企稳的迹象。地缘政局持续不稳，加上先进经济体的经济增速放缓，均对外围需求带来不稳定性。然而，中国内地经济保持稳定复甦，以及低基数效应愈见明显，预料香港商品出口数据将逐步回稳。

香港住宅售价及租金指数

2010年1月为基数100



资料来源：差饷物业估价署，数据截至2023年12月18日

住宅市道方面，香港楼市在2023年呈先高后低的走势。2023年初，住宅楼价在经济复甦、疫情防控措施放宽、市民信心改善的带动下，曾录得回升，惟在美联储大幅加息后，下半年起楼价走势转向整固。然而，租务市场的表现依然相对活跃，私人住宅租金价格持续向上，其上升动力主要来自抵港人才及非本地大专生的租务需求。香港特区政府在2023年的《施政报告》提出放宽多项楼市调控措施，协助市民置业安居，预料2024年香港住宅楼市将呈先低后高格局。



本章总结：

- 全球经济在2024年仍要面对地缘政治紧张和多国举行选举所带来的政治不确定性等挑战
- 若通胀持续放缓，主要央行在2024年年中或会开始减息，有助环球经济避开衰退
- 高息环境将持续限制美国经济增长，预期2024年美国经济增长将放慢至1.3%
- 欧洲经济停滞不前，但若息率回落和劳工市场稳定带动消费与投资信心，可令欧洲经济在低位走稳，不会持续陷于衰退
- 内部需求稳健、出口回稳和货币政策转趋宽松所推动，2024年亚洲经济体的经济增长速度将可轻微加快
- 中国内地将继续推出不同刺激经济政策，货币和财政政策也有放宽空间，料2024年经济增长可达约5%
- 香港经济增长在2024年可加快至3.5%左右，楼价将呈先低后高

乾坤挪移

东亚银行财富管理处首席投资策略师 | 李振豪

东亚银行财富管理处投资策略师 | 陈伟聪

东亚联丰投资团队



乾坤挪移

多项风险因素同时出现时，投资者更应有序增持具防守性、高息类及价值型股份

2023年第4季的标题是《拐点》。我们预测美国经济及利率短期内将出现拐点，基本因素改变将为屡屡破顶的美股带来压力，波动率随之上升，尤以科技股为先，如“美股7雄指数(Magnificent 7)”¹独占上风，尤会感到不胜寒。2023年第4季曾透过多项涉及衍生工具市场及投资者心态的侧面分析，预期美股会出现调整，但策略上并非一股不留，只是投资者须把握时机调配仓位。历史数据显示，在经济下滑与利率见顶并出现第1次减息之时，防守性及价值型股份表现较佳，从估值分析和走势分析皆能得出相似的答案。同时，我们也曾提及到，由于有一批投资者依然相信美国经济继续欣欣向荣，可带动年内急升的增长型股份再创新高。过去预测大致与现在结果相若。

2024年第1季的标题是《乾坤挪移》，意谓刚柔阴阳二气走向极至时移穴换位之势。好比当前国际利益重置下，各地股市异象频生，核心原因之一是官民对经济前景预测有所分歧。资金卷土重来及债券波动性将牵引股市走势，并会继续冲击市场。从数据上来看，估值及利率拐点将支持具

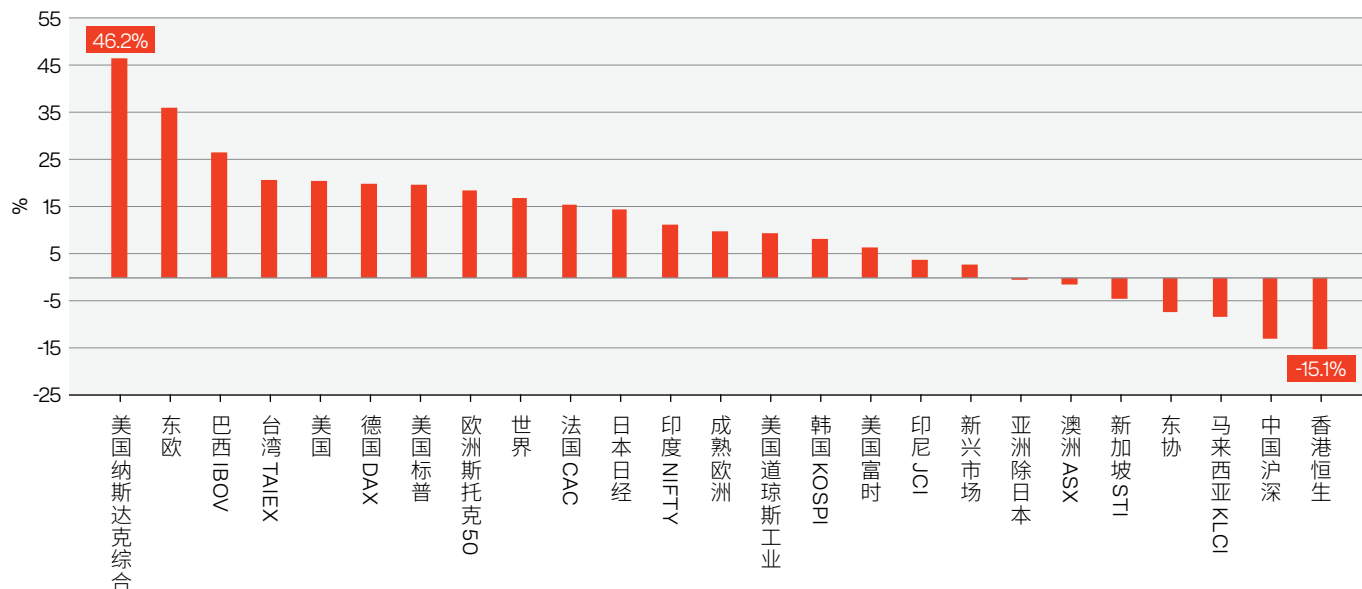
防守性及高息类股份，预计未来银行股及科技股走势将南辕北辙。综合3大股票的投资风险因素，包括美国总统大选年、利率拐点及经济下滑，并有机会同时在2024年出现。在此情况下，投资者应有序增持具防守性、高息类及价值型股份，以对冲科技股表现有机会急剧转差的风险。

基本分析：经济增长存疑

截至2023年12月3日，全球主要股票指数中，表现最好的是美国的纳斯达克综合指数，表现最差的是香港的恒生指数，分别录得正回报46.2%及负回报15.1%，两指数表现的差距高达61.3个百分点。中美两国经过多番互相制裁及金融战等博弈后，两国的股市表现高下立见，机构或个人投资者自然懂靠边站队。

延续《宏观策略》章节中分析，所谓“水清无鱼，浑水摸鱼”当市场愈乱，愈有投资机会，重点是投资者须认清前景和走势脉络。在愈趋混沌的局势下，基本分析愈不可或缺。

各地及 MSCI 股票指数 2023 年回报



资料来源：彭博，数据截至2023年12月3日

¹ 见彭博网站，<https://www.bloomberg.com/quote/BM7T:IND>

股票

投资异象充斥市场

2023年在世界经济论坛中发表的《全球风险报告》提到“多重危机 (Polycrisis)”概念，意谓当前全球多个危机相连并发，对经济会带来复式影响 (Compound effect)²，并警告极端天气、地缘战事、流行病疫、经济下行、各国政治极化等正威胁全球，风险之多实属近代罕见。从投资角度来看，世界正处于负方的极端领域，复式效应正推升尾端风险 (Tail risk)。好比极端天气，在统计学上所谓“肥尾巴” (Fat tail) 的状态下，投资市场正出现各种异象：

1. 在正常状态下，国内生产总值 (GDP) 下跌，加上加息环境，股票指数理应受压向下。参考过去50年共200个季度变化数据，当中只有21季出现美国联邦利率攀升同时GDP下跌，但标普500指数上升的情况，占总数仅10.5%，反映此属非常罕见的情况。值得注意的是，2022年第4季至2023年第2季，均出现GDP下跌兼利率上涨，而标普500指数向上，连续3季出现这般不寻常的情况，是过去50年从未见过。期内，标普500指数的平均回报率约7.5%，高于过往相同案例的平均回报率4.9%，进一步引证了今天美国股市的走势非常罕见。若以上述的分析框架套用在自1999年才成立的欧元区，并以欧洲斯托克50指数代表欧洲股市，结果仅得5季出现GDP下跌和利率上升，但股票指数却能向上的情况，占比只得5.1%，情况同样非常罕见。



美国相关数据如下：

季度	按季变化 (%)		
	标普500	按季GDP	联邦利率
1976年第2季	1.5	-6.3	0.75
1978年第3季	7.3	-12.3	1.00
1979年第2季	1.3	-0.3	0.25
1984年第3季	8.4	-3.2	1.25
1986年第4季	4.7	-1.7	0.12
1987年第3季	5.9	-0.9	0.50
1989年第1季	6.2	-1.3	1.00
1994年第3季	4.1	-3.1	0.50
1995年第1季	9.0	-3.3	0.50
1997年第1季	2.2	-1.6	0.25
1999年第2季	6.7	-0.4	0.25
2000年第1季	2.0	-5.2	0.50
2005年第2季	0.9	-2.5	0.50
2005年第4季	1.6	-1.0	0.50
2015年第4季	6.5	-0.9	0.25
2016年第4季	3.3	-0.7	0.25
2017年第1季	5.5	-0.2	0.25
2018年第2季	2.9	-1.2	0.25
2022年第4季	7.1	-0.1	1.25
2023年第1季	7.0	-0.4	0.50
2023年第2季	8.3	-0.1	0.25
平均值	4.9	-2.2	0.52

资料来源：彭博，数据截至2023年11月30日

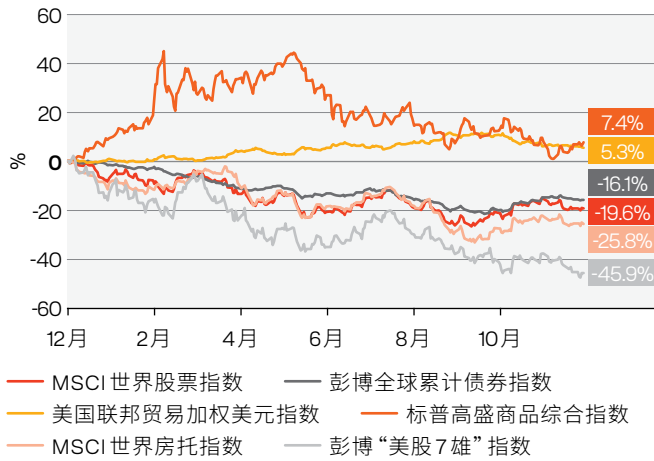
2. 参考全球各主要资产指数表现，包括全球股票、全球债券、贸易加权美元、综合商品、全球房地产投资信托基金指数及当前最火热的“美股7雄”指数内的科技股，在2022年只有美元及商品全年分别录得5.3及7.4%的升幅，其他资产皆出现双位数跌幅，其中科技股，如“美股

² 见世界经济论坛网站，<https://www.weforum.org/publications/global-risks-report-2023/digest/>

7雄”指数跌幅更接近45%。不过，在2023年，情况急遽转变。截至12月14日，“美股7雄”指数年内回报平均102%，惊人的升幅带挈全球股票指数上升近16%，其他资产却录得单位数跌幅，表现最差为综合商品指数，跌幅为8.5%。综合2022年和2023年的表现，显示在极端环境下，全球资金趋向集中且急速流入个别资产，孤注一掷的投资操作有机会获得一枝独秀的成果。然而，一子错满盘皆落索，分散风险变得更加困难。

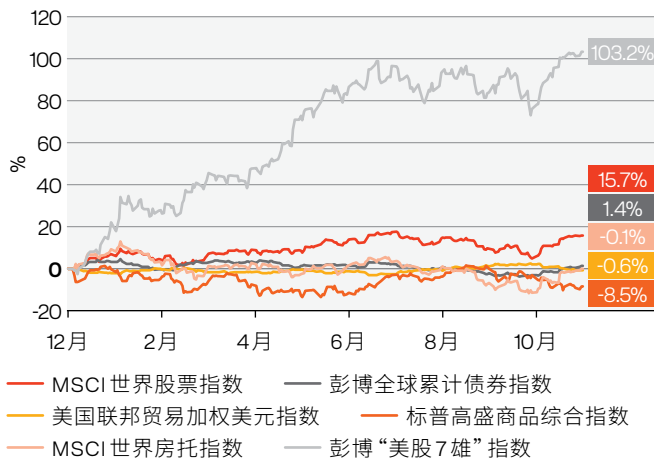
3. 指数走势比例亦反映在美股与中国内地与香港的股市表现的差异。截至2023年11月30日，标普500指数与恒生指数走势比例创出30年新高，更较1997年亚洲金融风暴时高出近1倍，反映中美博弈、港息高企、香港政经内忧外患等不利因素同一时间夹击港股的情况，是近30年来从未未见。成交额持续萎缩的港股与资金拥挤的美股相形见绌。沪深300指数情况亦不惶多让，数值上与2005年汇率改革时相差不远。

2022年各资产指数表现



资料来源：彭博，数据截至2023年11月30日

2023年各资产指数表现



资料来源：彭博，数据截至2023年11月30日

美国与中国内地及香港股票指数比例



资料来源：彭博，数据截至2023年11月30日

归根究柢，宏观环境阴晴不定是客观事实，官民对美国经济前景南辕北辙的预测正加剧了各资产表现的分歧。费城联邦储备银行警告在2023年7至10月期间，美国三分之一州份的经济已出现收缩³，但官方仍乐此不疲地利用“软着陆”及“好过预期”等官腔修辞为市场做好经济下滑的期望管理⁴，但民间预期及多项经济数据均未能支持2023年第3季公布按季4.9%超乎现实的经济增长（详情可参阅《宏观策略》章节），加上华尔街推波助澜，再次以“金发女孩（Goldilocks economy）”出现的说法为官方呐喊助威，加剧市场各走极端的态势。

官民对经济前景看法不一，双方拉锯局面导致资金正各走偏锋，各方关系绷紧至断索一刻便是今天投资者惶恐不安的状态。除经济预测分歧之外，另一导致投资市场出现极端现象则因利率预测分歧，详情可参阅《债券》章节。

³ 见商业内幕者网站，<https://www.businessinsider.com/recession-outlook-economy-states-contracting-gdp-growth-philadelphia-fed-texas-2023-11>

⁴ 见路透社网站，<https://www.reuters.com/world/us/yellen-says-us-economy-does-not-need-drastic-tightening-soft-landing-track-2023-11-30/>

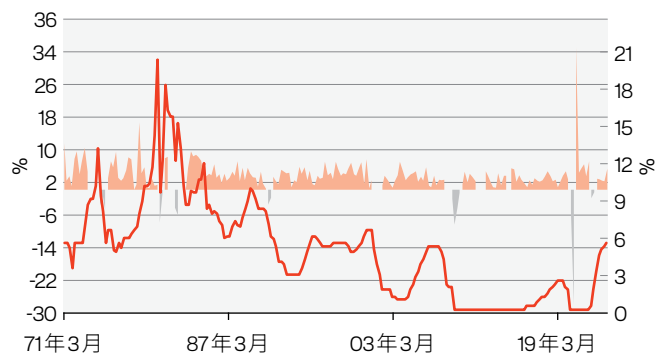
股票

核心风险：经济增长预测

归纳大部分舆论及市场参与者的看法，大多认为2024年市场风险的主要来源分别是经济增长及利率走势。

利率走势预测将在《债券》章节中探讨，在此先按下不表。不过，由加息周期推演出经济衰退，古已有之。参考自1973年至2023年第3季数据，在加息周期完结后，美国经济无一不出现衰退。当GDP连续两季以上出现负值即意味经济陷入衰退，若将连续3个季度中首季度及尾季度出现负值也视为经济衰退，在过去50年的加息周期后，美国经济合共出现了9次衰退，并会在加息周期完结后平均3.8个季度之后出现。以今次的加息周期在2023年7月结束计算，即美国经济衰退很有可能在2024年第2季出现。

美国按季GDP与联邦利率

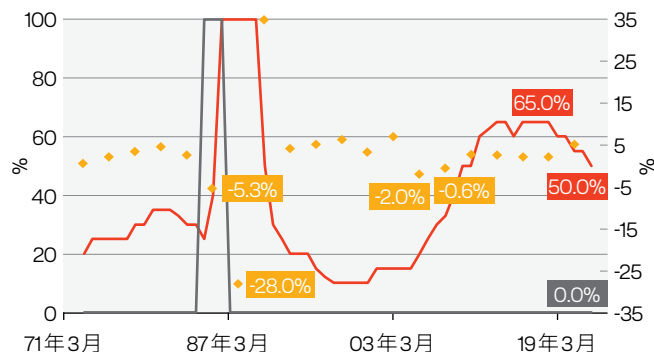


■ 按季GDP (正值) (左) ■ 按季GDP (负值) (左)
— 联邦利率 (右)

资料来源：彭博，数据截至2023年11月30日

另外，参考代表私人机构的彭博及代表官方机构的美国全国经济研究所的预测，美国经济在未来12个月出现衰退的机率分别是50及0%。根据过去5年两大机构的预测成绩，当彭博的预测机率由下而上升至40%以上时，美国按季GDP便会出现负值。由于美国全国经济研究所只有0和100%两组数字，没有中间数字反映渐变的机率，故彭博数据的参考性较高。自2023年7月起，彭博的相关数据由65下降至50%，未符合机率由下而上增加的衰退条件。不过，由于衰退机率仍高于40%，投资者不应过分掉以轻心。另一方面，截至2023年11月，美国全国经济研究所的预测值仍是0%，数字与美国官方口径一致，反映出政府与民间对经济前景预测截然不同。

各机构预期美国未来1年出现经济衰退机率



— 彭博 (左) — 美国全国经济研究所 (左) ◆ 按季GDP (右)

资料来源：彭博，数据截至2023年11月30日

再细心分析彭博提供的综合私人市场对未来美国经济数据的预测，节录如下：

指标	2023年 (预测)	2024年 (预测)			
	第4季	第1季	第2季	第3季	第4季
GDP实质增长 (按季, %)	1.1	0.4	0.2	1.0	1.6
个人消费支出 (按季, %)	1.5	0.7	0.7	1.1	1.5
政府支出 (按季, %)	1.6	1.0	1.0	0.9	1.0
私人投资 (按季, %)	-0.2	-0.4	0.4	1.1	2.4
出口 (按季, %)	2.2	1.5	0.7	2.0	2.7
进口 (按季, %)	1.0	1.0	1.5	2.0	2.5
失业率 (按年, %)	3.9	4.1	4.2	4.4	4.4
财政预算占GDP (按季, %)	-6.1	-5.7	-4.9	-5.6	-5.7

资料来源：彭博，数据截至2023年11月30日

最值得注意的是，2023年第4季的GDP按季增长预测只有1.1%，较第3季按季增长的4.9%，两者相差近8成，差异之大令人惊讶。市场预测2023年第4季经济增长急速放慢的主因之一是个人的消费大跌，预期个人消费开支会由2023年第3季的增长3.6%，下降至第4季预期的增长1.5%，降幅超过5成，并预料会以近5成幅度继续下挫至2024年第1及2季的增长0.7%的水平。另一拉低GDP的元凶是私人投资，市场预计私人投资将会由2023年第3季的正10.5%，直接跌至第4季的负0.2%，负值将维持至2024年第1季。另外，失业率将按季反覆上升，与整体悲观预测吻合。财赤预期没有明显改善，暗示美国政府为人诟病的财政纪律依然欠佳，料华府将要发行更多国债，因而为债息带来支持，并为美国股市及债市的表现带来压力（详情可参阅《宏观策略》及《债券》章节）。民间预测与官方数据霄壤之别，究竟是民间过于悲观，还是官方过于乐观？

数据公司FactSet以另一角度呈现经济增长预测⁵。该公司抽出由2023年9月15日至11月16日期间，标普500指数成分股业绩公布会中曾提及“衰退(Recession)”一词的次数，以反映商业领域对未来经济走向的看法。结果显示，有53间公司曾引用“衰退”一词，较2023年第2季减少13%，更较2022年第2季大减78%，也是自2021年第4季以来最少，亦低于5年平均（共84间）及10年平均（共60间）。以行业分类，提及最多次“衰退”的是金融业（14间），按比例计最多则是房地产行业（30%）。

综合而言，官方乐观情绪仍旧，但不论在历史数据、民间预测及从商者的角度出发，经济衰退的阴霾依然挥之不去。居安思危永远是投资者及从商者应有的态度，较从政者因选举的短期考量有着明显差异。我们预期成熟市场将继续受制于衰退阴霾，但股票的投资策略并非要一股不留，而是应将更多的资金泊向防守性或价值型股份。

市场分析：拨开阴霾

今天核心风险源自经济及利率的未来走势，再延伸出不同的波动因素。信息紊乱及矛盾是当前的“浑水”，市场分析便是为了寻找当中的脉络。

资金流：卷土重来

2023年第4季本章节的标题为《拐点》。当时通过侧面分析的结果显示，投资市场正出现撤资情况，不利其时美股的表现，及后出现的结果与预测相若。

参考标普500指数的每日成交量，并以20天移动平均值作指标。数据显示，由2023年6月底至10月下旬期间，成交量出现反覆下跌。当时美国国债收益率急升，经济数据开始出现放缓，资金闻风先遁。不过，情况自美联储在同年11月议息会议后出现逆转。美联储主席鲍威尔宣布再次维持利率不变，但令人愕然的是，他在记者会中表示局方的点阵图不能尽信⁶，仿佛推翻了“昨天的我”。此举令市场提早认定美联储口中虽然仍提到有机会继续加息，但实际正为未来减息铺路。美国国债的收益率也随即急挫，各路资金重投美股，刺激标普500指数急升至年内新高，反映官方只需片言只语便能在极度紧张的市场情绪中，拨弄资产走势。

标普500指数及其每日成交量（20天移动平均）



— 标普500指数 (左) — 每日成交量 (20天移动平均) (右)

资料来源：彭博，数据截至2023年11月30日

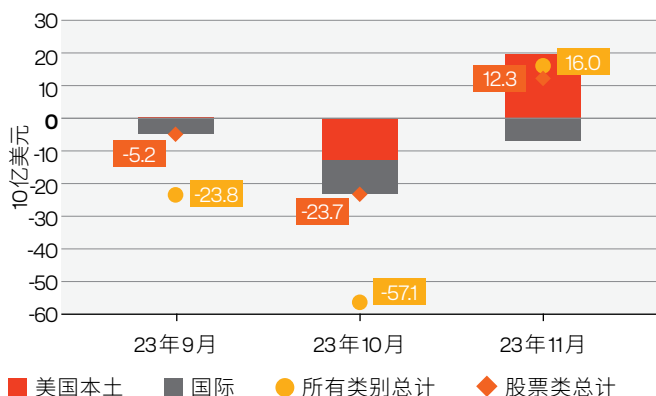
⁵ 见FactSet网站，https://advantage.factset.com/hubfs/Website/Resources%20Section/Research%20Desk/Earnings%20Insight/EarningsInsight_111723A.pdf?hsCtaTracking=31d0f488-5c02-4193-b93b-f1708067f4fa%7Cb994622e-6b82-4c98-ad34-76c848088314

⁶ 见巴伦周刊网站，<https://www.barrons.com/articles/fed-meeting-rate-hikes-pause-6251ded0>

股票

同样情况亦发生在投资基金层面中。参考美国投资公司协会的资金流数据显示，在2023年9及10月，股票类基金持续出现资金外流，分别净流出52及257亿（美元，下同），全部类别基金总计分别录得238及571亿的净流出，差距之大反映非股票类，尤其债券类基金，因美国10年期国债收益率急升而受到严重打击（详情可参阅《债券》章节）。股票类基金中，美国本土情况出现了明显变化，9月轻微流出4亿后，10月的净流出急增至133亿，但11月又录得195亿净流入，如此急升急降反映资金随风摆柳，投资者未有坚定的看法。国际市场的股票类基金则未见有资金大出大入，持续录得净流出，9、10和11月分别流出48、104及72亿，反映环球股市风眼正在美股之中。

美国投资公司协会资金流数据

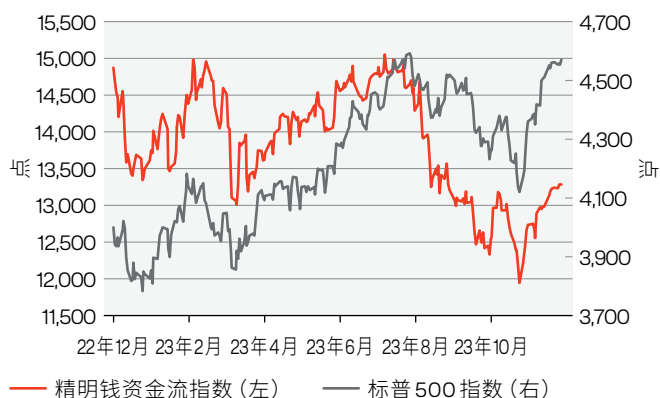


资料来源：彭博，数据截至2023年12月8日

资金从何而来？相信与个人投资者有关。追踪机构投资者资金活动的“精明钱”资金流指数与标普500指数走势相若，“精明钱”在2023年11月初触及年内低位后有序反弹，

但未如标普500指数股有澎湃的升势，反映“精明钱”正精明地等待更多数据才作出投资决定，又或对官方在经济及利率的言论存有保留。美股虽屡创新高，但机构及个人投资者在投资心态、注码控制及入市时间上有所差异。

标普500指数及精明钱资金流指数走势



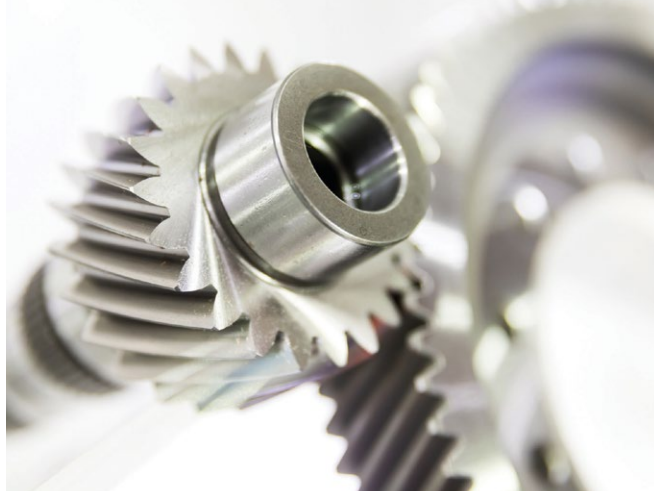
资料来源：彭博，数据截至2023年11月30日

资金及成交量见底反弹是利好讯号，但并未如指数走势般勇往直前。无疑资金流将主导指数走势，配合上述美国经济下滑的预测，投资者除要控制注码外，持仓也应趋向防守性或价值型股份为主，提早为未来成交量再次下跌的风险进行对冲。

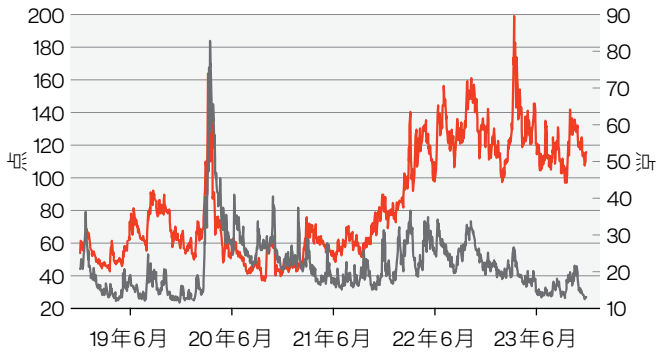
波动率：居安思危

投资市场内各资产回报存在某程度的牵引性，风险亦然。以芝加哥期权交易所市场波幅指数(VIX)代表标普500指数的波动率，及美银美债期权波动率(MOVE)指数代表美债波动率。过去5年数据显示，在2022年开始是次加息周期前，两项波动指数走势相若，但在是次加息周期开始后，VIX指数逐步走低，MOVE指数却持续上升，反映当时通胀高企下，美联储仍执意持续加息，导致债市风暴正式展开。相反，在股市方面，美国的科技创新及美国向中国祭出晶片及人工智能等制裁，令大量资金转泊至美国增长型股份，加上高财亦养育的高消费数据，都支持标普500指数反覆向上，令VIX指数跌至近5年新低。

不过，美国经济的风险在未来能否如VIX指数般走低？科技股及消费股因受惠不断被调升的盈利预测而走高，但试问经过多年的双位数、甚至倍数增长后，盈利是否仍可维持快速增长？最后，如果加息周期完结，不论是否减息，资金仍会无限量投入股市而非转往有可能触底的债市？一旦以上疑问出现在投资者心中，疑心驱使下VIX指数自然反弹，当两项波动指数差距收窄时，将不利美股走势，更对单单由增长型股份带动出来的升市尤为不利。



美股和美债波动性走势



— 美银美债期权波动率指数 (MOVE) (左)
— 芝加哥期权交易所市场波幅指数 (VIX) (右)

资料来源：彭博，数据截至2023年11月30日

股债并非零和游戏，正如上述分析，迹象显示各路资金正有序回流美股，但投入在哪些板块则是后话。

估值：价值型更见吸引

美股表现看似亮丽，但其实科技股，尤以“美股7雄”指数的科技股贡献了绝大部分升幅，反映市宽非常狭窄。全球资金蜂拥泊入寥寥数只股份的现象实在是近代罕见，亦与千禧年期间炒作科网泡沫时的状态相似。参考标普500行业指数中科技及公用板块走势比例，2023年11月30日的数值反映科技板块较公用板块表现优异性已超越千禧年时水平，创30年新高，更凸显当前疯狂的状态。同样概念套在美国增长型及价值型股份，虽然未达疫情时30年高位，但都只是一步之遥。

美股各行业指数及分类指数比例



— 标普500行业指数：科技股除以公用股 (左)
— MSCI美国：增长型股除以价值型股 (右)

资料来源：彭博，数据截至2023年11月30日

再参考过去10年的MSCI美国增长型及价值型股票指数的预测市盈率数据，详细如下：

预测市盈率 (倍)	MSCI 美国	
	增长型股票指数	价值型股票指数
现值	32.5	15.8
平均值	25.7	15.8
最高值	46.5	20.9
最低值	18.1	12.5

资料来源：彭博，数据截至2023年12月3日

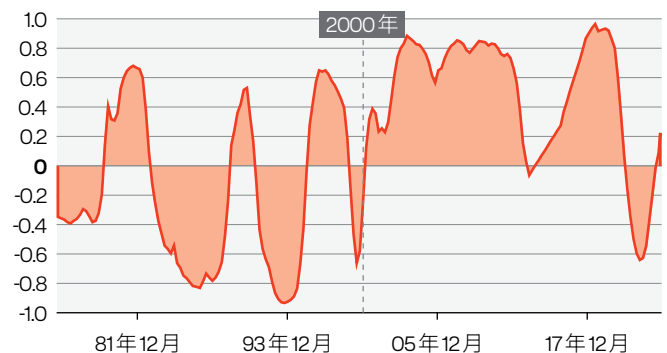
增长型股票指数的数据显示，虽然现值距离峰值仍有43.1%，但较平均值高出近26.5%。价值型股票指数距离峰值和平均值分别只有32.3及0%。如以最低值比较，比例上价值型股票指数较吸引。

综合而言，今天正处于30年来极端走势中，均值回归实在不足为奇。再考量估值差异，价值型股票指数较为值博。

利率拐点：高息股反扑

不论美联储最终如何决定，市场早已认定是次加息周期已完结，减息更有利美股。但如此逆向而行的传统概念是否属实？抽取过去50年美国联邦利率及标普500指数按季的相关系数数据，再透过每20季计算其移动平均值以抚平当中极端数据的影响，结果发现2000年前后的相关系数有着明显差异，负值占比分别报60.4及13.5%，意谓在千禧年之前，利率向下，而美股向上出现的机率有近6成，但其后降至不足1成半。因此，投资者预期未来就算减息，也未必对股市有支持，反而担心顿时减息是否隐藏更大的风险。

美国联邦利率与标普500指数的走势关联度

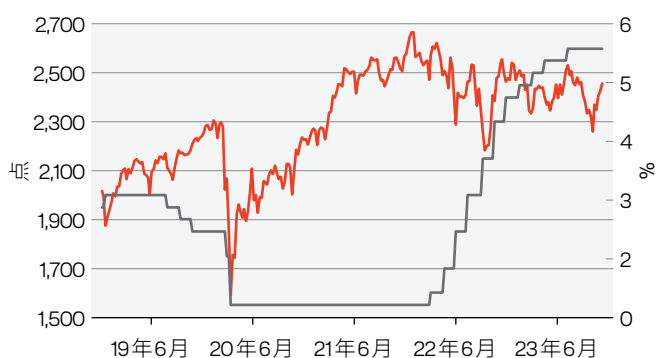


资料来源：彭博，数据截至2023年11月30日

股票

以微观分析而言，不难理解加息时高息股受压，反之亦然。参考过去5年MSCI美国高息股指数与联邦利率走势，正清晰呈现该概念。虽然指数走势仍处于下降轨道，但美联储坚持“Higher for longer”原则下，利率见顶便是高息股反扑之时。高息股指数在2023年11月的单月回报超过8.5%，可媲美受惠科技股飙升的标普500指数(回报为8.9%)。惟若配合风险及估值考量，高息股更见吸引。

MSCI美国高息股指数及联邦利率走势



— MSCI美国高息股指数(左) — 联邦利率(右)

资料来源：彭博，数据截至2023年12月1日

2023年10月的MSCI指数报表显示⁷，投资策略上应以股息为首要原则，其次是低波幅及估值偏低，另应减持市值偏低及动态主导的股份。换句话说，投资策略应以防守型股份为主，包括基本消费、医疗护理及工业类板块。

银行业：苦尽甘来

自2022年美联储持续加息及坚持每月缩表政策，欧洲央行也亦步亦趋，令欧美金融体系的流动性明显收紧，间接导致2023年3月爆发美国地区性银行挤提事件⁸及欧洲大型银行并购事件⁹。虽然及后官方立即修正政策，但投资者已对银行和信贷市场有所阴影。参考追踪美国主要24间储蓄机构、地区银行或国家货币中心的KBW银行股票指数，由2023年2月高位急挫近37.5%，至5月官方出手维稳才止跌。

另外，反映美国金融流动性状态的彭博美国金融状态指数亦显示，当时金融流动性严重不足(正值为“扩张”，负值为“收缩”)，及后官方透过美联储与联邦存款保险公司(FDIC)提供融资及倡议市场并购¹⁰，最终虽防止危机扩散，但银行业股价仍持续低迷。

KBW 银行指数及彭博美国金融状态指数



资料来源：彭博，数据截至2023年11月30日

时来运转，2023年下半年起，美联储维持利率不变，金融状态指数持续在扩张领域，11月更超越银行危机爆发之前水平。截至2023年11月30日，受惠于高相关系数，KBW银行指数已较年内低位回升近22%，但较危机爆发前高位，仍约有3成的潜在上升空间。

虽然穆迪¹¹及标普环球¹²下调了数十间美国银行的信用评级，但相信在加息潮中备受压力的银行业指数，在逐步朝向减息路程中会苦尽甘来。

科技股：浴火试炼

大家仍记得非同质化代币(简称NFT)的投资热潮吗?这是一种透过区块链技术，把现实的艺术品、收藏品、游戏和影像，转化成独一无二的数字资产。在蜚声国际的拍卖行支持下，NFT于2021年在全球的交易总值曾达数百亿美元¹³。

⁷ 见MSCI网站，<https://www.msci.com/documents/10199/fee511ac-bb6e-48df-bd21-fa399b9bd1eb>

⁸ 见CNBC网站，<https://www.cnbc.com/2023/03/15/credit-suisse-chairman-says-silicon-valley-bank-crisis-looks-contained.html>

⁹ 见路透社网站，<https://www.reuters.com/markets/europe/ubs-completes-swiss-mega-merger-gains-clout-global-wealth-player-2023-06-12/>

¹⁰ 见路透社网站，<https://www.reuters.com/markets/us/speed-us-bank-failures-play-starring-role-fed-fdic-post-mortems-2023-04-27/>

¹¹ 见路透社网站，<https://www.reuters.com/markets/us/moodys-downgrades-10-us-banks-warns-possible-cuts-others-2023-08-08/>

¹² 见CNN网站，<https://edition.cnn.com/2023/08/21/business/sp-us-bank-downgrades/index.html>

¹³ 见路透社网站，<https://www.reuters.com/markets/europe/nft-sales-hit-25-billion-2021-growth-shows-signs-slowing-2022-01-10/>

不过，及后部分受名人加持的NFT价格暴跌，引发相关投资者于2023年8月向拍卖行及一众NFT创作者和持份者提出集体诉讼，指控涉及误导性宣传，串通并抬高价格¹⁴。

元宇宙 (Metaverse) 呢？这是一个声称能颠覆人类工作和生活的虚拟世界¹⁵，哈佛商业评论甚至在2022年发表研究报告表示¹⁶，虽然虚拟世界在许多方面仍处于萌芽状态，但其已成为一项大生意，也令到科技和游戏巨头纷纷投入大量资源，利用不同的技术，包括虚拟实境 (简称VR) 平台、机器学习、区块链、3D图形、数位货币、感测器和支援VR的仪器等，创建自己的虚拟宇宙。直到2023年，个别科技巨头在相关业务中录得数十亿美元亏损，但仍坚持相信元宇宙是企业的未来¹⁷。

参考 Bitwise 蓝筹 NFT 精选指数自2022至2023年12月初表现，该指数在此期间曾经录得逾4成的升幅，但最新录得近7成的累积跌幅，其波动性极为骇人。同一时期的彭博元宇宙精选指数，跌幅也有近19%，反映亘古未有的创新在惠及全人类之前，相关股份先成了投资者的绞肉机。对比纳斯达克综合指数同期表现，该指数在2022年录得了近33%跌幅，在2023年受惠人工智能热潮，该指数截至2023年12月6日，年内反弹了近44%，两年表现合计只下跌约3.3%。

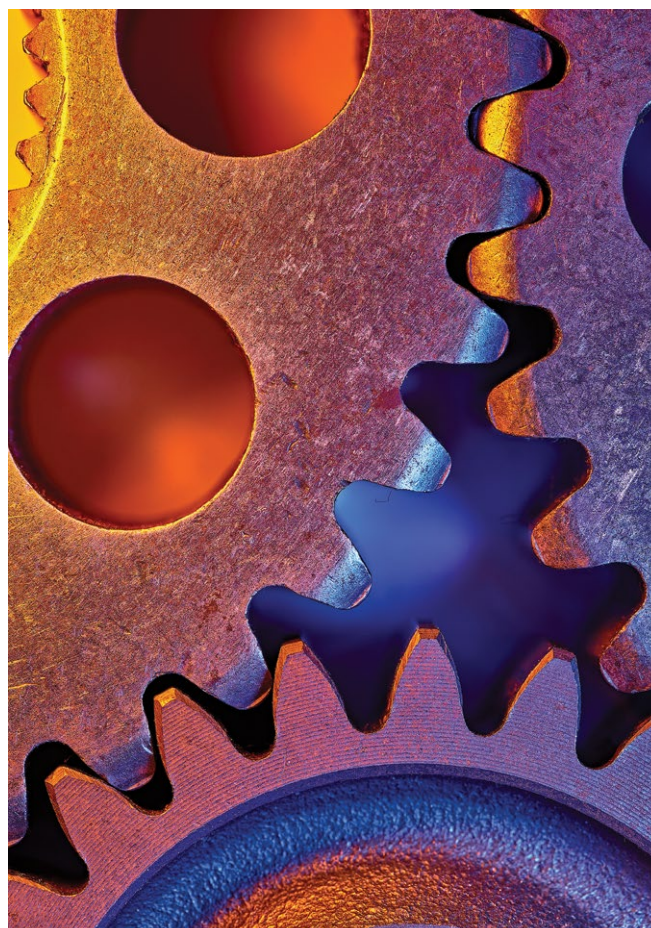
科技股、NFT及元宇宙相关指数近两年累计表现



资料来源：彭博，数据截至2023年12月6日

2021年的NFT、2022年的元宇宙、2023年至今的人工智能，皆反映短线主题式炒作主导了近年纳斯达克综合指数走势，表现抛离全球所有主要指数，特别是美股中表现最佳，如“美股7雄”指数中的科技股。对于以上创科概念是否能够造福人类？相信并非热钱的焦点。

参考千禧年时，无远弗届的互联网技术把无垠化成咫尺。廿多年后的今天，互联网颠覆全球的贡献已获得完全肯定，故也有理由相信人工智能有力改变未来。不过，若比对当年及近年纳斯达克综合指数的按月表现，结果却令人不寒而栗。



¹⁴ 见CNN网站, <https://edition.cnn.com/style/article/bored-apes-sothebys-lawsuit/index.html>

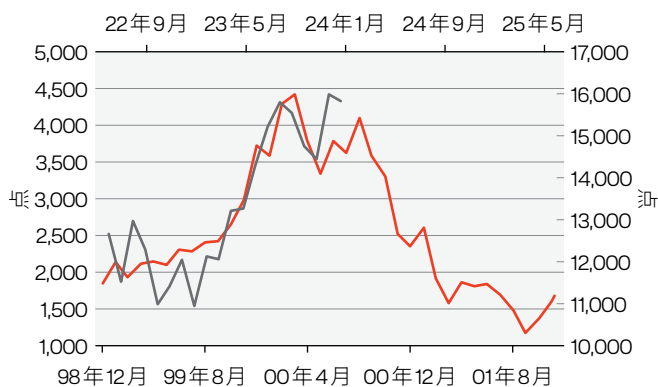
¹⁵ 见华尔街日报网站, <https://www.wsj.com/story/why-the-metaverse-will-change-the-way-you-work-95f15faa>

¹⁶ 见哈佛商业评论网站, <https://hbr.org/2022/04/how-the-metaverse-could-change-work>

¹⁷ 见CNBC网站, <https://www.cnbc.com/2023/02/01/meta-lost-13point7-billion-on-reality-labs-in-2022-after-metaverse-pivot.html>

股票

纳斯达克综合指数在1998及2022年起3年走势图



— 纳斯达克综合指数 (1998年起) (左)
 — 纳斯达克综合指数 (2022年起) (右)

资料来源：彭博，数据截至2023年12月6日

自2023年下半年起，市场特别关注美国国债收益率与“美股7雄”指数走势背驰的现象，部份解读为债息增加令科技股贷款成本上涨，并因而影响到研发资金的投入规模等，在此不再加以置评。参考彭博“美股7雄”指数及美国10年期国债收益率相关系数的负值占比，在2015至2021年间平均只有近43%，但在2022及2023年的占比忽然急升至近80及68%。详细数据如下：

年份	负值比例 (%)
2015	34.3
2016	37.3
2017	63.7
2018	34.9
2019	24.2
2020	49.8
2021	53.3
2022	79.5
2023	68.2

资料来源：彭博，数据截至2023年11月30日

美国国债收益率和“美股7雄”指数走势背驰现象只是近两年较为明显，暂时没有足够数据支持透过债息去推测美国科技巨头股份走势的分析。若纯粹以数据预测未来走势，基于短期内美国国债收益率曲线仍有反弹空间（详情可参阅《债券》章节），暗示科技股，如“美股7雄”指数未来走势或将有点步履蹒跚。

在经济层面上，支持者认为人工智能可代替人类从事各种单调而重复的工作，从而让人类有更多的时间放在创新并同时创造更多的财富。不过，历史上，科技进步往往是经济失衡的开端，最后更会酿成阶级性利益冲突。观乎在千禧年时，互联网的发展创造了许多新职位，也衍生出大量亿万富翁，数量较近代工业革命时更多更快，惟亦令贫富悬殊愈趋严重。历史上，科技创新能协助降低营运成本，但不能令商品价格下降，盈利极化加速了各行业的汰弱留强，却又未必能改善民生。公平性是发展人工智能更有迫切需要讨论的全球性议题，而非觊觎旷古烁今的虚幻愿景。

投资策略：有序增持具防守性、高息类及价值型股份

纵观全局，2024年主要有3大因素影响股市，分别是美国总统大选、利率拐点及经济下滑。各因素的互动性将随时间演变，加上政治角力等人为影响，料2024年各地股市的波动性将较以往更大，投资者须更频密检讨投资组合及更灵活调配仓位。

美国总统大选年：美股完胜

这是3大因素当中最受肯定的，故以此作为策略部署的开端。

以过去10届美国总统大选，即自1984年开始共40年的数据为基础，并以7大美国及国际性股票指数代表不同地区的股市表现，包括有标普500指数、纳斯达克100指数、罗素2000指数、MSCI欧洲指数、MSCI新兴市场指数、MSCI亚洲除日本指数及MSCI东协指数。最后透过以下4个准则进行评分：

1. 平均回报及标准差比例，用以反映回报大过波幅的优势。平均回报除以标准差后，把各指数的比例排序，首3名得到1分；
2. 最大及最小绝对回报值比例，用以反映上升较下跌更大的优势，利用绝对值去剔除计算上的误差。最大绝对回报值除以最小绝对回报值后，比例大于1者得到1分；
3. 正及负回报次数的差距，用以反映值博率的优势。正回报减去负回报次数，把各指数的差距排序，首3名得到1分；
4. 季度表现获得最佳及最差两名总次数的差距，用以反映时间上的优势。每季把7项指数表现排序，找出当季最佳及最差两名。之后找出所有季度获得首尾两名的总次数，并计出差距。最后把各指数的差距排序，首3名得到1分。须注意的是，因数据提供上出现差异，此准则只应用在2008年起的数据。

基于上述条件，分析结果如下：

准则		美国股市指数			MSCI 股市指数			
		标普 500	纳斯达克 100	罗素 2000	欧洲	新兴市场	亚洲除日本	东协
1	平均回报 (%)	0.9	1.6	2.0	-1.6	0.4	0.1	-2.4
	平均波幅 (%)	7.8	12.9	11.1	9.3	12.7	11.3	14.5
	比例	0.1	0.1	0.2	-0.2	0.0	0.0	-0.2
2	最大回报 (%)	20.0	30.0	31.0	11.7	20.6	18.3	20.4
	最小回报 (%)	-22.6	-34.4	-30.9	-23.1	-27.9	-23.9	-31.0
	比例	0.9	0.9	1.0	0.5	0.7	0.8	0.7
3	正回报次数	25	18	24	12	20	20	7
	负回报次数	15	18	16	12	16	16	9
	差距	10	0	8	0	4	4	-2
4	首 2 名次数	4	6	7	2	3	6	4
	尾 2 名次数	5	3	3	7	3	5	6
	差距	-1	3	4	-5	0	1	-2
总得分		2	2	4	0	1	2	0

资料来源：彭博，数据截至 2023 年 12 月 6 日

综合以上分析，总得分最高为罗素 2000 指数，次名同分者分别有标普 500 指数、纳斯达克 100 指数及 MSCI 亚洲除日本指数。从区域性而言，美股总得分 (8 分) 大胜欧亚及新兴市场总和 (3 分)，反映美国总统大选年间，美股表现独占鳌头的优势。从风险角度而言，MSCI 欧洲指数及 MSCI 东协指数得分为 0 分，反映两地股市风险偏高。

为了更精准反映时间上的变化，把上述分析以按半年的时段再重复分析 1 次，结果如下：

准则		美国股市指数			MSCI 股市指数			
		标普 500	纳斯达克 100	罗素 2000	欧洲	新兴市场	亚洲除日本	东协
1	平均回报 (%)	1.7	3.2	3.8	-3.1	1.0	0.6	-5.0
	平均波幅 (%)	10.8	18.2	14.4	13.4	19.2	18.4	19.3
	比例	0.2	0.2	0.3	-0.2	0.1	0.0	-0.3
2	最大回报 (%)	21.2	26.9	37.0	11.0	33.7	29.9	14.4
	最小回报 (%)	-29.4	-37.8	-27.6	-31.4	-47.8	-40.5	-41.4
	比例	0.7	0.7	1.3	0.3	0.7	0.7	0.3
3	正回报次数	13	12	13	7	11	10	4
	负回报次数	7	6	7	5	7	8	4
	差距	6	6	6	2	4	2	0
4	首 2 名次数	3	4	4	0	2	2	1
	尾 2 名次数	1	2	0	5	2	2	4
	差距	2	2	4	-5	0	0	-3
总得分		3	3	4	0	0	0	0

资料来源：彭博，数据截至 2023 年 12 月 6 日

股票

按此计算后，总得分首3名分别是罗素2000指数，次名同分者是标普500指数及纳斯达克100指数，其余各指数总得分皆为0分，结果同样是美股完胜非美股市。最后合并按季及按半年结果如下：

总得分	标普500	纳斯达克100	罗素2000	欧洲	新兴市场	亚洲除日本	东协
按季	2	2	4	0	1	2	0
按半年	3	3	4	0	0	0	0
总计	5	5	8	0	1	2	0

资料来源：彭博，数据截至2023年12月6日

剔除投资时间的影响后，结果更清晰地显示，美股压倒性胜出的局面，以及全球股市的表现差异在美国总统大选年间明显偏高。其中，代表小型股的罗素2000指数明显跑出，标普500指数及纳斯达克100指数则平分春色。非美股市中，以亚洲除日本地区的股市有较好表现，欧洲及东协地区则是风险的核心。

如果借减少成交频率以降低投资风险，并将数据分拆成上半年及下半年来分析，总得分结果如下：

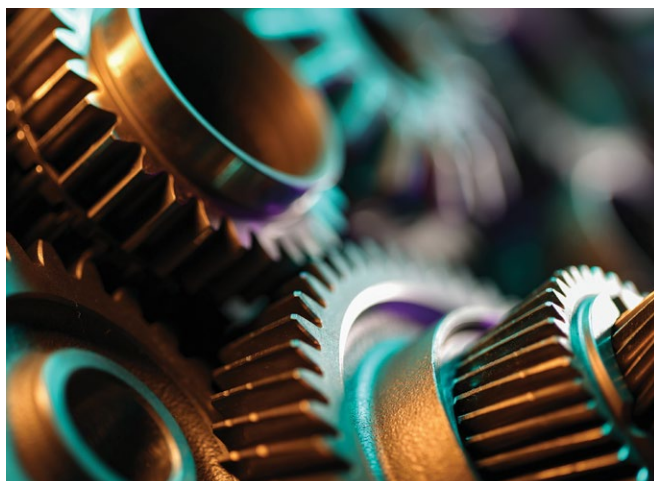
总得分	标普500	纳斯达克100	罗素2000	欧洲	新兴市场	亚洲除日本	东协
上半年	1	4	4	0	3	2	0
下半年	3	3	4	0	2	1	0

资料来源：彭博，数据截至2023年12月6日

上述结果呈现出更细致的投资策略。美股仍然是投资首选，其中罗素2000指数及纳斯达克100指数的表现一贯稳定。不过，标普500指数在上半年表现明显落后，甚至较部份非美地区股市更差，至下半年才急起直追。非美地区的新兴市场在上半年及下半年皆表现出色，可用于对冲过于集中投资美股的风险。欧洲及东协的股市表现再次令人失望，透过不同时段及不同角度分析，两地得分总是0分，两地的风险及与其他地区表现的差异，已经不言而喻。

利率拐点：防守股及高息股完胜

全球利率走势预测之详情可参阅《债券》章节，在此不再累赘。



开宗明义，以下分析是以美国联邦利率见顶并有意或持续减息作为分析的条件。翻查过去10届美国总统大选年间，符合此条件的只有3年，分别是1992、2000及2008年。

分析结果显示，美国总统大选年间美股为投资者的不二之选。若进一步收窄投资策略范围至以标普500指数代表美股，同时根据标普11大行业分类指数，抽出各指数在这3年间的按季表现数据，再利用上文4大准则的计分方式，最后总得分结果如下：

指数	总得分	指数	总得分
标普500	0	金融	4
科技	0	必需品	4
能源	1	工业	0
公用	3	通讯	0
非必需品	0	房地产	2
医疗护理	1	物料	0

资料来源：彭博，数据截至2023年12月6日

总得分首3名分别是公用、金融及必需品行业。在2023年第4季时已分析指，单纯计算利率见顶至首次减息期间，公用、医疗护理及必需品属首3名表现最佳行业（详情可参阅2023年第4季《股票》章节），加上在上文已分析利率出现拐点时，高息股及金融股表现较佳。综合分析结果显示，当利率拐点在美国总统大选年时出现，公用、金融、必需品及医疗护理在内的防守性及高息类股份，表现将较为突出。

最后，若进一步研究上述符合利率条件的3个不同年份，以2000年的数据对今天的市况有较高启发性，主因当时同样是科技热潮主导美股走势。2000年的标普500指数及其分类指数按季表现如下：

2000年	指数表现(%)											
	标普500	科技	能源	公用	非必需品	医疗护理	金融	必需品	工业	通讯	房地产	物料
第1季	2.0	13.5	1.8	-0.2	-3.9	1.8	6.4	-17.5	-1.5	-1.7	不适用	-12.7
第2季	-2.9	-9.3	2.4	23.1	-8.8	-3.4	4.8	13.1	-1.4	-14.3	不适用	-15.4
第3季	-1.2	-14.0	8.0	-0.5	-5.3	23.3	31.9	1.7	8.5	-11.2	不适用	-8.3
第4季	-8.1	-33.4	0.5	10.8	-4.5	1.7	3.2	20.7	-0.8	-19.4	不适用	21.6
准则分析												
正值次数	1	1	4	2	0	3	4	3	1	0	不适用	1
负值次数	3	3	0	2	4	1	0	1	3	4	不适用	3
差距	-2	-2	4	0	-4	2	4	2	-2	-4	不适用	-2
首3位次数	1	1	0	2	0	1	3	2	1	0	不适用	1
尾3位次数	1	3	0	0	1	0	0	1	0	3	不适用	3
差距	0	-2	0	2	-1	1	3	1	1	-3	不适用	-2
总得分	0	0	1	1	0	2	2	2	1	0	不适用	0

资料来源：彭博，数据截至2023年12月6日

因应数据量较少，故剔除平均值及最大值与最小值比例准则，保留两项以次数为主的准则进行评分。结果显示，总得分首3名分别是医疗护理、金融及必需品行业。其中，科技股总得分为0分，除了反映其风险偏高，按季表现上更与首3名出现近九成背驰。上文分析已提到，今天的人工智能热潮与2000年科网热潮相比时，当时纳斯达克100指数的按月走势与今天非常相似，故由此预测该指数在短期内好大可能见顶回落。

总结多角度分析，在美国总统大选年加上利率拐点的风险因素同时冲击下，就算科技股表现继续势如破竹，投资者也应该有序增持防守性及高息类股份，包括公用、金融、必需品及医疗护理，以对冲科技股随时由高位急坠的风险。

经济下滑：盛衰边缘下，有利防守性股份

经济走向是3大风险因素中最难预测。预测难度高并非因数据不足，而是数据的波动性实在太大，令可靠度存疑，并衍生出市场上极乐观及极悲观的两大阵营。

2023年第3季美国GDP按季增长4.9%，较第2季的增长2.1%多超过1倍。在市场对经济增速极快仍感到惊魂未定时，再投下震撼弹。高处不胜寒的畏惧除了反映数据背后的真谛，更重要是投资者担忧经济可能由高处急转直下。各分类经济数据均未能能为整体经济出现高速增长提供解释，有个别分析员解释指，经济增长突然加快或因有国际巨星在此期间举行了巡回演唱会¹⁸，刺激航空、酒店、餐饮等服务性内需急增，掩盖对经济不利的各项因素。此数据除了一举击溃持悲观看法的分析员的预测，也带动欧美股市屡创新高，当然亦有较理性的分析认为，经济快速增长只属短暂¹⁹。对于相关分析的可信性和全面性暂不作评论，但如果属实，将严重矮化央行及财金官员的能力，因他们为了经济而扭尽六壬，但竟不敌劲歌热舞的国际巨星对经济所带来的刺激。

如果在经济不景的情况下，再加入美国总统大选年及利率拐点的风险因素进行分析，美股表现又将会何去何从？

¹⁸ 见FOX商业网站，<https://www.foxbusiness.com/economy/3q-gdp-economic-growth-a-head-fake>

¹⁹ 见商业内幕者网站，<https://www.businessinsider.com/taylor-swift-beyonce-wont-prop-up-us-economy-much-longer-2023-11>

股票

首先以 MSCI 美国价值型指数及增长型指数分别代表两大经济周期性股份，再抽出美国总统大选年间美国按季 GDP 数值及其按季变化，并与 40 年整体数据比较，结果如下：

指标	GDP 数值 (%)	按季变化 (%)		
		GDP	价值型指数	增长型指数
美国总统大选年平均	2.7	-0.5	1.6	0.9
40 年平均	2.9	0.0	2.6	3.2
美国总统大选年标准差	7.8	12.2	7.7	9.4
40 年标准差	4.3	6.4	7.8	9.3

资料来源：彭博，数据截至 2023 年 12 月 6 日

平均值反映美国总统大选年的经济增长稍低，而且出现轻微下跌，结果启示性不高。不过，标准差却反映其波动性明显较高，而且按季变化将非常显著，隐喻执政党及在野党之间的政治角力往往令大选年间的经济情况出现大幅波动。

从指数走势来看，不论价值型或增长型的标准差与 40 年数据相似，但平均回报皆低于 40 年平均值，尤其是增长型指数的差距非常显著，反映增长型指数对经济大幅波动乃非常敏感。

若觉得“大幅波动”一词过份笼统，可把数据以每 1% 区分，并表列如下：

分布	按季 GDP 占比 (%)	按季变化占比 (%)
-3% 以下	7.5	27.5
-3 至 -2%	2.5	5.0
-2 至 -1%	2.5	7.5
-1 至 0%	0.0	20.0
0 至 1%	7.5	15.0
1 至 2%	7.5	5.0
2 至 3%	20.0	0.0
3 至 4%	17.5	7.5
4 至 5%	15.0	2.5
5% 以上	20.0	10.0

资料来源：彭博，数据截至 2023 年 12 月 6 日

按季变化分布结果显示，0% 以下的负值占比共约 60%，反映美国总统大选年间 GDP 普遍下滑。不幸的是，GDP 跌幅超过 3% 的占比近 28%，亦是数据中最高。而 0 至跌 3% 的占比都有近 33%，反映经济出现中度下滑有近 3 分 1 的机率。参考彭博截至 2023 年 12 月 9 日的综合预测，美国按季 GDP 增长将会由 2023 年第 3 季的 4.9%，分别急堕至 2023 年第 4 季及 2024 年第 1 季约 1.1 及 0.4%，走势变化完全吻合过去 40 年共 10 届美国总统大选年的分析结果。

据彭博预测，美国 GDP 在 2024 年按季表现将徘徊在盛衰边缘的增长 0.4 至 1.6% 之间。不过，历史数据显示，在美国总统大选年间，经济增长录得此水平的占比只有约 15%，反映现时市场对经济增长预测并不常见，折射出乐观与悲观阵营的对立面。彭博对美国按季 GDP 增长的综合预测如下：

季度	按季增长 (%)
2023 年第 4 季	1.1
2024 年第 1 季	0.4
2024 年第 2 季	0.4
2024 年第 3 季	1.0
2024 年第 4 季	1.6

资料来源：彭博，数据截至 2023 年 12 月 6 日



经济下滑加上利率拐点因素，在10届大选中抽出1992、2000及2008年数据，再对两项指数进行分析，结果如下：

季度	GDP数值 (%)	按季变化 (%)		
		GDP	价值型指数	增长型指数
1992年第1季	4.9	3.5	-0.7	-4.4
1992年第2季	4.4	-0.5	4.7	-1.7
1992年第3季	4.0	-0.4	1.5	3.8
1992年第4季	4.2	0.2	3.2	6.5
2000年第1季	1.5	-5.2	-0.1	2.8
2000年第2季	7.5	6.0	-2.1	-5.2
2000年第3季	0.4	-7.1	5.3	-9.5
2000年第4季	2.4	2.0	-0.7	-17.4
2008年第1季	-1.7	-4.2	-9.1	-9.8
2008年第2季	2.4	4.1	-6.8	2.2
2008年第3季	-2.1	-4.5	-5.7	-12.3
2008年第4季	-8.5	-6.4	-20.0	-24.8
统计分析 (%)				
平均	1.6	-1.0	-2.5	-5.8
美国总统大选年平均	2.7	-0.5	1.6	0.9
标准差	4.2	4.4	7.1	9.4
美国总统大选年标准差	7.8	12.2	7.7	9.4
次数占比 (%)				
负值	25	58	67	67
美国总统大选年负值	13	60	33	38
正值	75	42	33	33
美国总统大选年正值	88	40	68	63

资料来源：彭博，数据截至2023年12月6日

结果显示，GDP平均值较整体美国总统大选年的数据为低，按季变化却较高。标准差呈现较整体为低，反映减息有利稳定经济，但非刺激经济。

正负值占比上，两者GDP数值皆偏向正值，按季变化占比差异较小，暗示减息能维持经济增长，但普遍呈放缓走势。另外，在美国总统大选年期间当经济弱势已成落实减息，实在无补于事。

两大周期性指数平均回报皆出现负值，落后于整体美国总统大选年的表现，只是幅度上价值型较小。正负回报占比更是南辕北辙，两大周期性指数负值皆约占约67%，结果反映风险偏高。整体结果显示，美国总统大选年间利率拐点及经济下滑同时出现时，不论实质表现及值博率，以经济周期作准则的选股策略结果将是徒然。

最后，加入科技热潮因素并集中分析2000年数据，GDP数值上全为正值，但按季变化却非常大。另外，GDP急升急降情况在首3季出现，第4季才出现平稳。在高波动性下，两大周期性指数却另有解读。虽然两大指数4个季度中同样有3个按季下跌，但价值型指数的全年回报仍能约2%，反观增长型指数却跌约27%，差异之大令人哗然。数据反映科技热潮哑火、美国总统大选、利率拐点及经济下滑的4大风险同时出现时，价值型指数的表现更显韧性，也令增长型指数的表现相形见绌。

综合所有策略分析，结果预示2024年美国表现将会出现大幅下滑，并处于低增长，甚至徘徊在盛衰边缘的状态。对股市而言，此大环境将有利于防守性及价值型股份的表现。

本章总结：

- 2023年全球股市出现多项异象，未来核心风险之一是经济失速下滑
- 市场分析结果显示，价值型及高息股表现将能向好，银行股和科技股走势两极
- 2024年股市的3大风险因素分别是美国总统大选年，利率拐点及经济下滑
- 美国总统大选年间，美股表现完胜非美股市，而利率出现拐点和经济下滑将有利防守型股份
- 加入科技热潮因素作考量，投资者应有序增持价值型股份，以对冲增长型股份表现随时转弱的风险

股票

东亚银行财富管理处投资策略师 陈伟聪

香港及中国内地股市展望：砥砺前行

身处人心虚怯的市况中更须沉着应战，切忌过度被短期市场气氛主导投资决定

2023年第4季市况阴晴不定，港股和A股曾破底

港股与中国内地A股在2023年第4季的首1个半月期间，大致呈好淡拉锯。恒生指数浮游于16,800至18,200点之间，沪深300指数则于3,450至3,700点间反覆上落，好淡角力正是2023年第4季本章节标题所指的《势均力敌》。期内，美国10年期国债息率曾上破5%，加上中东地区突爆发战事，成为市场做淡的主要理由。另一边厢，该段期间内地发布的经济数据尚算稳健，重磅中资股季绩普遍胜预期，同时中央汇金宣布出手增持4大内银A股及国企相关ETF，释出国家队资金将入场撑市的讯号，助大市喘稳。同年10月下旬财政部宣布拟额外发债1万亿元人民币，并大幅调升年度赤字比率目标至3.8%，可算是季内最意想不到的刺激措施，推升恒生指数至18,175点。

可惜好景不常，内地楼市传统的“金九银十”销情未见起色，且个别民营房企的债务重组谈判陷入僵局，市场对内房债务的忧虑挥之不去。期内，评级机构穆迪下调中国的信贷评级展望至“负面”，更是落井下石之举。尽管内地官方发声要求金融机构支持民营房企融资，甚至有传制定“白名单”向合资格房企提供无抵押贷款，惟欠奉具体细节，市场风险胃纳依然低迷。内地在2023年11月公布的多项经济数据逊色，反映经济及通胀下行压力重燃。因此，港股及A股自11月中下旬开始节节败退。恒生指数于4周内急挫近12%，并创下2023年新低的15,972点。沪深300指数同期亦大跌8%，刷出年内新低的3,346点。

内地当局在2023年12月中旬召开了中央经济工作会议，明确表示2024年的财政政策须“加力提效”。货币政策方面，加入了“与价格水平预期目标相匹配”的政策方向，并将“聚焦科技创新产业发展”升格至工作计划的首位，令市场对“稳增长”预期重新升温。而对市况起着更关键作用的是，美联储在12月的议息会议后，口风突如其来转鸽，不但大幅下调2024年核心通胀率预测，点阵图更预示年内将降息3次。在减息周期有望来临的憧憬下，美国10年期国债息率闻讯急坠，跌穿4%水平，可谓是港股喘定跌势的及时雨。

总结2023年第4季，截至12月27日，恒生指数及沪深300指数季内分别累挫6.7及9.6%。板块方面，公用事业、综合企业、工业、电讯、金融、能源和原材料均跑赢大市，前两者在季内更逆市上升。至于非必需消费、资讯科技、必需消费及地产建筑业分类指数表现则较逊色。

2024年首季股市走势预料崎岖不平

2024年第1季题为《砥砺前行》，意谓A股及港股短期前景或仍崎岖不平。身处人心虚怯的市况中更须沉着应战，切

忌过度被短期市场气氛主导投资决定。所谓物极必反，已经连跌4年兼估值处于极低水平的港股能否在2024年首季看到曙光？哪些行业板块较大机会跑赢大市？以下将从内地经济及政策、外围利率和资金流三方面，分析2024年首季两地股市的投资机遇与风险。

内地经济及政策面：择优而取

传统以来，内地财金和产业政策对A股及港股走势的影响举足轻重。只要人民银行、国务院或发改委等重要决策部门发布重大刺激经济措施，资金就会不亦乐乎地大举入市，故中资股估值修复的时间会较盈利复甦周期更早。然而，这套投资方程式正面临考验。纵观近数季，中央不乏推出刺激政策，例如减息降准、放宽楼市限购和限售、下调二套房按揭首付比例及按揭利率、支持房企融资、财政部增加1万亿元人民币的赤字预算、人行传借抵押补充贷款(PSL)注资万亿元支持城中村改造等等。不过，股市对此却无动于衷，只偶尔出现昙花一现的反弹，估值下行趋势未见扭转，显示资金炒作政策行情的炽热程度已大不如前。

目前影响市场信心的三座大山分别是内地楼市库存过剩、内房企业偿债压力和地方融资平台去杠杆压力。正如2023年12月召开的中央经济工作会议也提及，须重点“统筹化解房地产、地方债务和中小金融机构等风险”然而，若要处理以上积存已久的结构性问题，绝非单靠政府推出数项措施就能一蹴而就，投资者也会对政策效用提出多个质疑。举例说：财政部加码发债1万亿元人民币，即使全数用作对地方转移支付，其规模是否足够抵销地方融资平台在去杠杆过程中对基建投资，以致整个省市经济增长动力所带来的冲击？倘若内地当局硬性要求金融机构向财困房企担保发债或提供无抵押融资，除了衍生道德风险外，会否导致银行的资产质素、盈利能力和资本充足水平面临更严峻挑战？但若中央置之不理，继续放任房企债务违约，民众在担忧交楼时间延误或质素欠保证下，又如何提振新屋销售？总括而言，中央政府如何在支持经济增长、稳定房地产市场和化解地方债务压力这三方面做到中间落墨，确保政策不会顾此失彼，正正是全球投资者的关注点，亦是港股和A股的估值能否显著收复失地的主要因素。

全国两会在3月初召开，内地的决策层是否维持“大约5%左右”的全年经济增长目标属会议的焦点之一。参考彭博数据，目前市场对2024年中国经济增长的预期仅为4.5%。若中央政府能释出“大约5%左右”的经济增长目标，将有助稳定市场信心，避免抛售潮再现。中央经济工作会议强调，财政政策须“适度加力、提质增效”，加上人大常委会在2023年10月审议通过新增发行1万亿元人民币国债，并

将2023年全国赤字率提高到历史最高水平的3.8%。既然内地当局已打破3%之传统赤字束缚，预期2024年两会制定的赤字率也会继续处于较高水平。透过中央政府主动加大杠杆及增拨财政开支，再配合央行适度减息降准、重启PSL等政策性金融工具、加快基础建设等，相信某程度上可缓冲地方政府为化解隐性债务下对经济增长的拖累。投资者不妨关注处于估值洼地的周期性板块，如建筑、有色金属、能源设备等。另一方面，两会或会聚焦高端新兴产业发展，科技创新领域可望在云云众多产业中突围而出。潜在受益板块包括：人工智能(AI)概念，如芯片、云计算及数据中心、语言大模型开发、AI手机及电脑；国产替代概念，如智能手机及相关供应链和应用软件；以及自动驾驶概念，如新能源车委托制造(OEM)、零部件和相关设备。

外围利率面：居安思危

美国利率在过去两年迅速飙升，令港股走势举步为艰。随着美国在2023年第4季公布的劳工、消费及制造业等经济数据稍见转弱，加上一直顽固高企的通胀指标已成强弩之末，促使美联储在2023年12月议息会议一改早前强硬“鹰姿”。美联储不但显著下调2023年和2024年的核心个人消费开支(Core PCE)通胀预测，分别降至3.2及2.4%(2023年9月时的预测：3.7及2.6%)，最新点阵图更显示2024年可降息3次合共75点子。美国在2024年开始减息看似势在必行，意味在2023年缠绕港股及A股的其中一片主要阴霾将逐渐消散。美国国债孳息曲线下移、人民币摆脱弱势、港元同业拆息(HIBOR)回落等因素，有望成为两地股市估值重估的催化剂。事实上，过去30年美国共经历过5次较明显的加息周期，以往4次每当美国利率见顶至踏入减息周期初段(第2次减息前)的期间，恒生指数均录得正回报，平均升幅更高达25.2%。如无意外，2023年7月为美联储在是次加息周期中最后一次加息，由当时至2023年12月下旬，恒生指数累计下跌14%。假如市场预测正确，美联储将于2024年中旬进行第2次减息，意味港股在2024年上半年潜在追落后幅度至少达中双位数。不过，市场炒作美联储减息已有一段时间，根据截至2023年12月21日的利率期货市场显示，目前市场押注美国在2024年减息幅度高达140点子，远远超过美联储点阵图之预测。一旦美联储宽松节奏未达市场预期股进取，不排除会引发美元汇价及美国债息率反弹，对港股来说属潜在隐忧。

投资者欲在港股和A股捕捉美国即将进入减息周期的机遇，可留意以下3个主题板块：

(i) 高收益价值型股份：受惠无风险利率回落，届时股息率与无风险利率息差重新扩阔，将吸引资金从定期存款和国债等低风险资产回流至高息股。此投资主题包括本

地公用股、本地及中资电讯股、本地房地产信托基金(REITs)等。

(ii) 美元或港元计价债务总量及占比较高股份：受惠港元及美元借贷息率及发债息率回落，相关企业得以节省利息开支，改善纯利率。此投资主题包括本地地产股、本地公用股、本地综合企业、澳门博彩股、航空营运股及租赁股等。

(iii) 黄金相关股份：受惠美元利率回落，持有黄金的机会成本降低，有利国际金价上扬。此投资主题包括金矿股和黄金相关交易所买卖基金(ETF)等。

过去30年恒生指数和美国联邦利率走势



资料来源：彭博，数据截至2023年12月27日

过去3年恒生高股息率指数和美国10年期国债收益率走势



资料来源：彭博，数据截至2023年12月27日

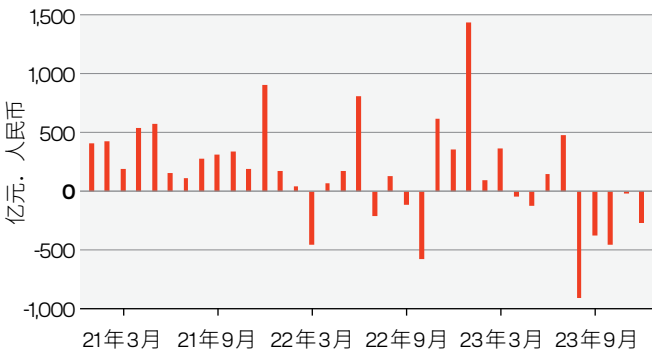
资金面：循序渐进

正如在2023年第4季的《势均力敌》章节中所述，港股及A股的市况能否扭转乾坤，很大程度须视乎外资对中资股的风险偏好取向。参考“沪深港通”的北向资金流数据，继2023年第3季录得巨额净流出后，同年第4季的情况依

股票

然未见起色，10、11及12月（截至12月27日）分别净走资448、18及259亿元人民币。归根究底，过去数月外资大举减持A股及中资港股不外乎是因为美国债息抽升、人民币贬值预期加剧、中国债务问题困扰及美国扩大对华单边投资限制。展望2024年，以上各项影响外资流向的核心因素料出现不同程度之变向。其中，外围高利率枷锁和人民币贬值压力可望率先缓和。而随着中央积极推出房地产和地方融资平台的债务化解方案，即使问题未必能迎刃而解，惟只要避免连环式“爆雷”，也至少有助稳定环球投资者信心。至于中美博弈对资金流向的影响则宜谨慎对待，因在2024年11月美国总统大选之前，相信共和、民主两党也会继续以“中国威胁论”大做文章，以争取更佳竞选筹码。在此前提下，若奢求美方松绑针对中国企业的“限投令”或高科技产品的供货管制，或有点缘木求鱼，故美资基金对中资股的戒心在短期难以消除。整体而言，未来数月北向资金的流走压力料可逐步缓解，甚至在个别月份或再出现净流入，但外资进场的规模与持续性，仍有重大不确定性。

过去3年“沪深股通”每月成交净额



资料来源：彭博，数据截至2023年12月27日

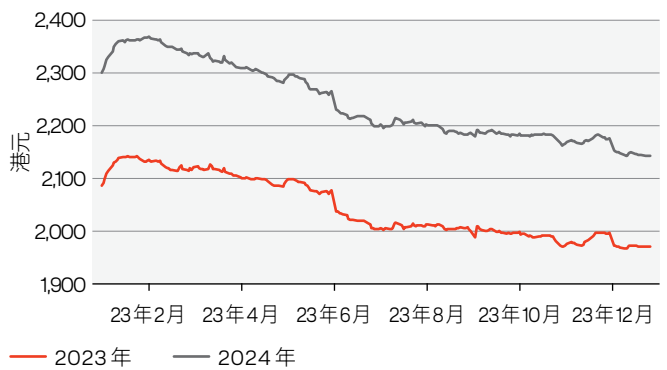
既然欧美资金对中资股热度减退，国内资金的重要性便与日俱增。继2023年7月中央政治局会议后，同年10月底召开的中央金融工作会议再次提及活跃资本市场的核心方向。事实上，过去数月相关决策部门已多措并举提振市场流动性，譬如下调股票交易印花税50%、规范企业再融资及控股股东减持行为等。此外，在提升资金供应方面也是不遗余力，包括中央汇金宣布增持4大内银A股及国企相关ETF、中国国新投资宣布买入科技创新央企相关ETF等、以及修订全国社保基金投资限制，引导社保资金增加股票及权益类基金的配置。上述措施目的显而易见，就是为了提升中长期资金配置股权类资产的水平。毕竟目前国内中长期资金持股比例少于6%，远不及海外成熟市场普遍超过20%的水平，提升持股水平的空间相当充裕。我们预期中央各部门在2024年尚会推出更多刺激股市的“组合拳”，例如调整保险资金投资权益类资产的会计处理、增加税务

优惠扩大商业养老金的覆盖面、鼓励引入更丰富央企相关ETF产品、放宽上市企业股份回购条件等。然而，长线保守型资金入市风格往往是逢低分段吸纳，能为股市在低位提供承托力，但并不是令熊市转向牛市的主要动力。另外，长线基金的股票配置次序以央企及国企为先，故相关的银行、电讯、电力、能源板块的防守性相对较高。

港股估值修复时机将至，给予恒生指数目标19,500点

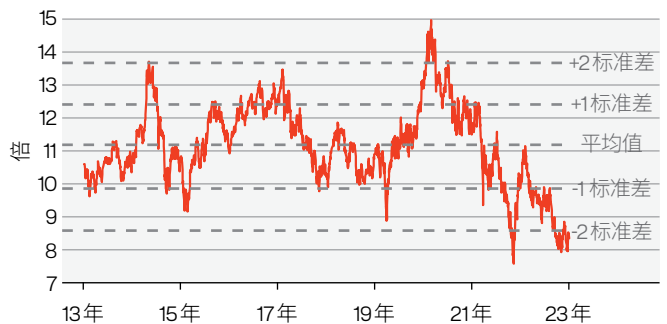
尽管内地经济短期仍面临物价下行、地方去杠杆及房地产销售疲惫等因素困扰，惟未许忽视中央决策部门或借两会推出更进取的刺激经济政策及更全面的化债措施。此外，3月的业绩发布高峰期将是另一考验，中资金融、非必需消费、原材料、房地产等板块的盈利预测下调压力料较大，尤幸相信已届盈测下调阶段的尾声。整体而言，我们预期2024年恒生指数之每股盈利可按年增长10%至2,170港元（目前彭博预测约2,140港元）。估值方面，恒生指数目前的预测市盈率约7.7倍，低于过去10年平均值2个标准差。由于美国长期国债收益率已迈进下行趋势，相信可触发港股估值重估。我们给予恒生指数2024年预测市盈率目标9.0倍，恒生指数未来12个月的目标水平为19,500点。

恒生指数盈利预测趋势



资料来源：彭博，数据截至2023年12月27日

恒生指数预测市盈率



资料来源：彭博，数据截至2023年12月27日

2024年第1季重点关注板块：

行业/主题板块	重点投资逻辑	看好程度 [#]
科技 (新能源车及智能手机的供应链)	<ol style="list-style-type: none"> 不少龙头车企已成功推出公路领航自动驾驶 (NOA) 功能，并加快研发更高级的 (无高精地图版) 城区领航自驾功能，预期高端智能驾驶新能源车在2024年的出货量将有高速增长，有助提升智能座舱、车载感测镜头、智能电控设备等供应商的订单。 全国智能手机出货量自2023年9月起显著好转，龙头国产品牌的高端产品市场占有率跃升，并配有自研作业系统，相信在政策引导下，2024年手机国产替代化趋势将加速，相关芯片、零部件及软件供应商属潜在受益者。 受惠生成式人工智能愈趋普及，预期更多新款手机及电脑将搭载AI大模型相关功能，有助催生新一轮换机潮。 	****
中资电讯	<ol style="list-style-type: none"> 受惠内地数码化加速、AI大模型训练及应用范畴扩大，电讯行业来自云计算及数据中心等新兴企业业务收入的占比在2023年已提升至21%，料在2024年会维持较高速增长。 工信部表示2024年将深化5G应用、推进6G预研，以及加快布局智能算力设施，属政策重点支持行业之一。 受惠5G资本开支见顶及强劲经营现金流，龙头电讯营运商过去3年大幅提升派息比率，目前预测股息率高达7.4至8.0%，属波动市况中稳守突击之选。 	****
本地高息概念 (公用事业、电讯、 交通运输、综合企业、 房托REITs)	<ol style="list-style-type: none"> 美联储最新议息会议已暗示2024年将减息3次，美国10年期国债收益率中线下行趋势已成，本地个别的公用、电讯及综合企业的股息率介乎5.2至7%，更显吸引力。 多家本港企业的港元或美元债务占比较高。美国债息回落，加上港元同业拆息料可于年结后逐步下调，企业再融资成本在2024年可望减低。 本港企业的资产负债表普遍较同类型的中资股稳健，现金流亦较强劲，有助维持高派息比率、增加股份回购或提供潜在海外并购机会。 	****
澳门博彩	<ol style="list-style-type: none"> 多家美资赌企负债率偏高，且美元或港元计息债务占比较大。随着美国利率下调，有助降低再融资成本，或可提早恢复派发股息。 近月行业中场赌收已回复至疫情前水平，加上人民币汇价转强及酒店房价回落，预期农历新年期间内地访澳人次增长强劲，将带动赌收上调。 澳门博彩板块的2024年预测EV/EBITDA平均仅为9倍，已低于历史平均值超过1个标准差。若业绩公布超预期，估值料有显著上调空间。 	***

[#] 看好程度以*数目作为评分，最高5*，最低1*。5/4/3/2/1星分别代表非常看好/看好/审慎乐观/持平/看淡

本章总结：

- 美国即将进入减息周期，高收益价值型股份、美元和港元计价债务总量及占比较高股份、黄金相关股份，料可受惠
- 欧美资金对中资股热度减退，内地资金变得更重要。内地官方资金风格为长线保守，有助股市抗跌，但并非令股市由熊转牛的主要催化剂
- 美国国债收益率正在下跌，有望触发港股估值重估，给予恒生指数未来12个月目标价为19,500点
- 投资者在2024年首季可重点关注的板块包括：新能源车及智能手机的供应链、澳门博彩、中资电讯，以及本港的公用事业、电讯、交通运输、综合企业和房托在内的高息股

股票

东亚联丰投资团队

中国及亚洲股市展望 — 看好南韩及台湾科技板块，中国内地经济和日本货币政策成焦点

2024年资本市场虽然继续充满风浪，但相信会有所改善，并缔造更多投资机遇

美国财政开支和个人储蓄不断下滑，加上美国服务业采购经理指数徘徊在接近50水平，相比以往55水平为低。如果这些趋势不逆转，东亚联丰不排除美国经济软着陆可能未如市场预期般平稳。目前市场预期央行会提前结束加息周期，减息幅度更可能较预期大。我们相信，美联储于2024年中期才可能会透过减息刺激经济。一旦高息环境终结，东亚联丰认为，息口回落会同时导致美元转弱，有助带动非美元计价的表现，包括亚洲股票，尤其是具结构性增长的印尼和印度的股票，以及具周期性复甦动力的南韩和台湾的科技板块。投资者亦须特别留意中国内地和日本的市场。我们关注日本是否经已走出通胀，以及会否一改其货币政策。另外，中国内地经济和房地产复甦步伐，会否令当局加推救市措施等，也值得留意。

电子用品周期性复甦，利好南韩和台湾的半导体股份

随着智能电话和个人电脑周期性复甦的预期，投资团队看好南韩和台湾相关股份，尤其是半导体。2023年经济放缓打击消费意欲，供应商之前累积大量库存未能消化。不过，近期相关公司公布业绩，显示情况似乎有所改善。投资团队预料，电子用品周期已经触底并将有望回升，消费者更新个人电子用品周期即将展开，同时Windows 11的推出将带动个人和企业更新电脑设备。我们特别看好半导体制造商或生产半导体仪器等上游企业，因相关行业具结构性增长和策略性投资价值。

印度和印尼的经济面有利投资气氛，日本企业评级具上调潜力

截至2023年9月的季度，印度的经济增长较市场预期高，按年增幅达7.6%，主要因为制造业强劲和消费回升。加上，当地政府在2024年选举前加大投资力度，经济面改善带动了印度两大指数Sensex和Nifty 50屡创新高。至于印尼的经济基调同样稳健，当地在2023年第3季的经济增长按年达4.94%，增长尚算不俗，但有放缓迹象，主要受到商品价格回落和出口放缓等影响。不过，市场预期印尼政府近月增加福利预算和2024年举行大选将增加政府开支，两者均有利当地经济，带动投资气氛。

截至2023年11月底，日经平均指数上升超过25%。投资团队预计，日本资本市场将继续成为焦点。日本薪酬升幅持续，10月的通胀达3.3%，高于日本央行的目标，显示该国或终走出通缩阴霾。因此，我们认为日本在2024年有条件调整债券孳息曲线控制，逐步结束货币宽松政策。虽然日元和日股会因而受牵连，但适度的通胀有助改善企业的业绩和毛利。除此之外，日本在2023年初推出企业改革，勒令股价低于帐面值的公司交代将如何提升资本效率和股本回报率(ROE)。目前，约一半日本企业的股价仍低于其帐面值，因此改革如果进展良好，我们预计日本企业的评级将有望被上调，有利投资。



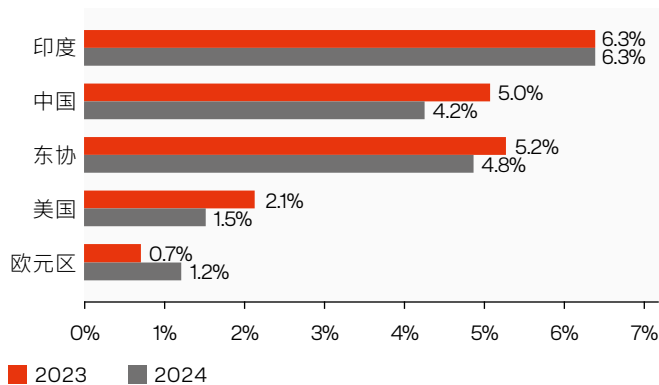
中国内地的价值型股份估值吸引

中国内地方面，我们预期将继续受到投资者关注。团队认为，中国内地的经济在2024年须更大力度的措施推动，但须从经济、民生和政治各方取得平衡，大水漫灌的机会不高。我们认为，中国内地的经济和房地产正处于一个结构性转变，过程需时且缓慢，投资者须耐心静观。现时，团队认为，中国内地的价值型股份值得留意，例如一些国企股的估值经过2023年的调整后，其市盈率已达非常吸引的水平，当中包括市盈率仅单位数的石油、银行或电讯行业等。

本章总结：

- 随智能电话和个人电脑周期性复甦，看好南韩和台湾的半导体制造商或生产半导体仪器的股份
- 印度和印尼的经济基调稳健，有利带动当地投资气氛
- 现约一半日本企业的股价低过其帐面值，若提升资本效率和股本回报率的改革进展良好，日股评级有望获上调
- 中国内地的价值型股份估值吸引，包括石油、银行或电讯行业的国企股

环球主要经济体的实质国民生产总值增长预测



资料来源：国际货币基金组织，《世界经济展望》，截至2023年10月

经过2023年的波动，市场主要宏观因素均出现改善，通胀亦见受控。我们预计2024年年中，利率会回落。届时，风险资产或将会回暖。因此，2024年资本市场虽然继续充满风浪，但相信会有所改善，并缔造更多投资机遇，值得投资者留意。

本文由东亚联丰投资管理有限公司（“东亚联丰投资”）编制，仅供参考之用。东亚联丰投资并不以此资料邀请作任何行动，或提供任何建议或推介。本文或其内容并不构成任何促使、邀请、广告、诱因、承诺、保证或作出任何类型或形式的代表及东亚联丰投资就此表明并不为此负上相关责任。本文所载资料根据东亚联丰投资认为可靠并以“现况”的基础下提供。即使竭尽所能力求准确，东亚联丰投资及其辖下董事/职员并不为其内容的准确性、完整性或时间性负上任何责任。所载资料乃属东亚联丰投资拥有。未经东亚联丰投资事先书面同意，本文或其任何内容均不可予以复印或分发予第三者。本文未经香港证券及期货事务监察委员会审阅。东亚联丰投资为东亚银行的非全资附属公司。

等待黎明

东亚银行财富管理处首席投资策略师 | 李振豪
东亚联丰投资团队



债券

东亚银行财富管理处首席投资策略师 李振豪

等待黎明

等待黎明来到之时，投资者都不应松懈，因风险往往是在警觉性偏低时出现

2023年第4季的标题是《熊出没注意》，我们当时预测美国国债仍然受到收益率递升影响，历史上经济走弱前罕有的“熊式走峭 (Bear-steepening)”将会出现。美联储不断加息间接协助美国财政部发行新债，私人投资者持有美国国债的占比正在增加，而由国外汇储备持有的美国国债比例则相应减少，形成利诱式吸资的恶性循环。另外，我们当时预测美国10年期国债收益率将在4.8至5%附近徘徊，亦分析每当利率见顶前投资美国债市，到加息结束时离场，相关投资获得正回报的机率非常高。同时，我们提出了“短债为先”的投资策略，因“熊式走峭”的第3阶段已隐约出现，美国2及10年期国债收益率差距曾收窄至只有16点子。我们也提到以非美元国债对冲美元债市大幅波动的潜在风险。整体预测大致与今天结果相若。

2024年第1季的标题是《等待黎明》。虽然美联储主席鲍威尔多番重申，不会排除进一步加息的可能性，但是次长达16个月的加息周期总算在2023年12月的议息会议中谢幕，市场正期待第1次减息来临。等待黎明来到之时，投资者都不应松懈，因风险往往是在警觉性偏低时出现。我们正站在历史极端的一方，避险资金虽仍拥护债市，但官民对减息时间和幅度的看法差异，将是下一个风险所在。近月美国国债收益率的波动令人侧目，预期波动性递减后，收益率曲线将趋向正常化。利率拐点及金融状态有利企业债，在考量风险后，以投资级别债券更为吸引。“熊式走峭”走到最后阶段，债券组合的存续期分布更为重要。在首次减息出现前，存续期平衡和偏向高评级债券的多元化传统投资组合，是最佳的债券投资策略。

基本分析：由峰值转向谷值的预测

自2022年3月至2023年7月共16个月内，美联储合共加息11次，联邦利率上限由0.25急升至5.5%。虽然美联储主席鲍威尔在2023年12月的议息会议后仍故弄玄虚，对继续加息依然留有余地，但市场普遍认为是次加息周期经已告一段落。参考过去50年数据并考虑到加息幅度及速度，是次加息的进取程度是仅次于1979年时任美联储主席沃尔克 (Paul Volcker) 执掌期间。暴力加息本已严重冲击了信贷市场，更甚的是鲍威尔喜用官腔修辞，令市场讯息变得更加混乱，导致资金流向趋向极化，衍生出债市种种极端现象。

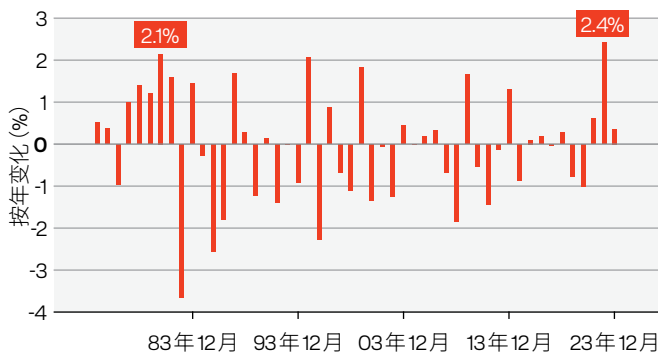
极端现象在2023年充斥债市

《股票》章节中探讨了各地股市在2023年出现了异象，债市亦不遑多让，并会为2024年的债市增添不稳定性：

- 在2023年，美国10年期国债收益率曾升至近5%，创下自2007年7月近16年新高。参考过去50年收益率

的按年变化，2023年是自2021年以来，连续第3年国债收益率录得按年上升，仅次于1977至1981年间连升5年的纪录。从升幅来看，2022年是历年最高，升幅约2.4%，反映2023年承接了2022年急升的气势外，余力有可能延伸至2024年。虽然国债收益率的升幅或将大为缩减，但投资者也不应掉以轻心；

美国10年期国债收益率



资料来源：彭博，数据截至2023年12月8日

- 美国10年期债息在2023年出现急升急跌，但其标准差只有0.47%，与1994、1995、2011及2022年，超过0.60%的水平相比，仍属偏低。不过，若以连续性的角度分析，过去30年间只出现过4次连续两年高于0.45%的情况，对上一次已经是13年前，故2023年的情况实属罕见。整体数据如下：

年份	标准差 (%)	年份	标准差 (%)
1994	0.69	2009	0.32
1995	0.63	2010	0.48
1996	0.40	2011	0.64
1997	0.39	2012	0.21
1998	0.48	2013	0.44
1999	0.49	2014	0.19
2000	0.42	2015	0.19
2001	0.34	2016	0.31
2002	0.59	2017	0.10
2003	0.36	2018	0.14
2004	0.26	2019	0.40
2005	0.21	2020	0.27
2006	0.24	2021	0.18
2007	0.32	2022	0.76
2008	0.53	2023	0.47

资料来源：彭博，数据截至2023年12月8日

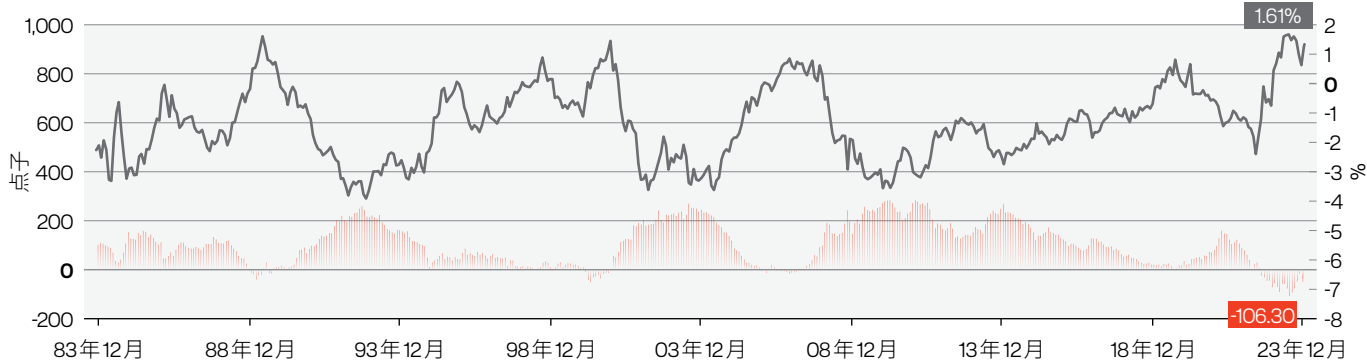
- 利用相同数据但计算按月债息变化的年度标准差，结果显示2022年和2023年分别是0.36及0.35%，是30年来首次出现连续高于0.35%。对比2008年峰值0.40%，反映过去两年债市的波动性与金融海啸时期相若。整体数据如下：

年份	标准差 (%)	年份	标准差 (%)
1994	0.25	2009	0.32
1995	0.24	2010	0.28
1996	0.28	2011	0.23
1997	0.24	2012	0.19
1998	0.24	2013	0.21
1999	0.19	2014	0.15
2000	0.22	2015	0.23
2001	0.29	2016	0.25
2002	0.33	2017	0.10
2003	0.37	2018	0.18
2004	0.27	2019	0.22
2005	0.23	2020	0.22
2006	0.17	2021	0.18
2007	0.23	2022	0.36
2008	0.40	2023	0.35

资料来源：彭博，数据截至2023年12月8日

- 参考过去50年数据，美国联邦利率与美国10年期国债收益率差距在2023年创历史新高，报1.61%。同期美国10年减去2年期国债收益率差距（俗称“债息倒挂”）

美国2与10年期国债息差及联邦利率与美国10年期国债收益率差距



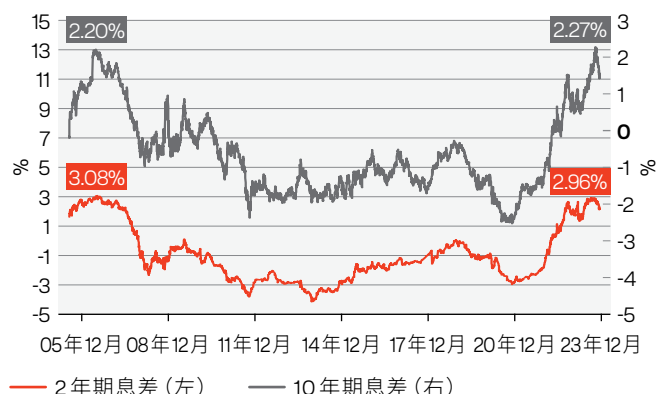
■ 美国2与10年期国债息差 (左) — 联邦利率与美国10年期国债收益率差距 (右)

资料来源：彭博，数据截至2023年12月8日

已连续18个月出现负值，是有纪录以来最长。当中2023年6月更创出约106.3点子的最大差距纪录，反映当时债市正处于非常极端环境；

- 中美博弈的紧张环境为近代罕见，从两地国债收益率差距亦可见一斑。过去中国通胀明显较低，因此未有加息压力，并且有通缩风险。参考中国和美国的2及10年期国债收益率差距，10年期息差在2023年创出有纪录新高，报2.27%，略高于2006年5月时的2.20%。2年期差距曾出现2.96%，仅次于2006年5月时的3.08%。两项息差几近重回17年前水平，正正反映了中美利率政策南辕北辙，并折射出过去两年资金透过套息交易，流向美元资产的现象。

中国和美国2及10年期国债息差



资料来源：彭博，数据截至2023年12月8日

— 2年期息差 (左) — 10年期息差 (右)

债券

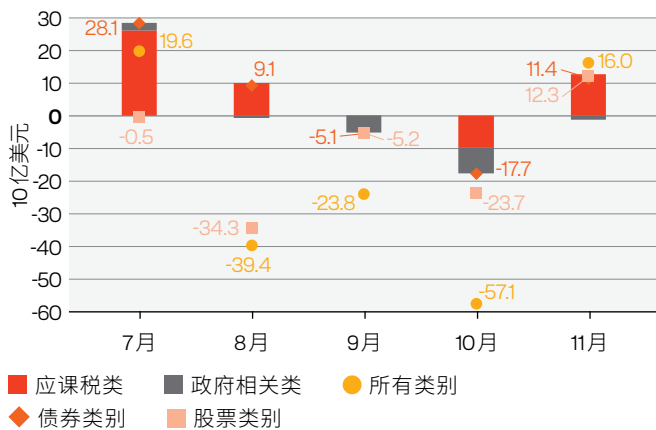
资金流：拥护者众

纵使2023年美股一枝独秀，但资金流向反映投资者未必完全买帐。

参考美国投资公司协会提供的美国注册基金的资金流数据，截至2023年11月，下半年总净流出近846亿(美元，下同)，股票类基金录得净流出513亿，占约61%。债券类基金则录得净流入近257亿，资金流情况高下立见。按月计的股债流量差距更为显著，除在11月资金流入股票类基金较流入债券类基金高出9亿外，其余4个月流入债券类基金皆高于股票类基金，下半年总计更惊人地相差771亿，占所有类别总资金流近91%，佐证了本章节自2023年第2季起一直强调指，资金正暗渡陈仓，流入债市。

债券类别内的资金流向亦出现背驰现象。以企业债券为主的应课税类别全期录得净流入387亿，尤其在2023年11月，当市场渐渐确立2024年开始减息的共识时，单月录得126亿净流入。政府相关类别却全期录得净流出129亿，而且自8月起持续流出，反映资金正有序提升可承受风险，由政府债券转投企业债券。

2023年美国注册基金按月资金流



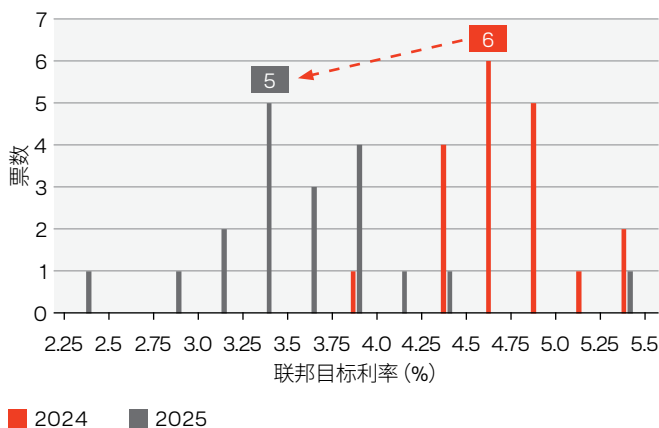
资料来源：美国投资公司协会，数据截至2023年12月10日

联邦利率：减息由经济而非通胀主导

美联储在2023年12月13日终于完成2023年全部议息会议，并符合市场预期维持利率不变。2023年12月的点阵图显示，2024年底利率中位数为4.625%，暗示2024年将减

息约87点子¹，幅度与市场普遍预计减125点子有点落差。美联储委员对息口走势的预期也较以往分散，反映委员间未有共识，为2024年利率走势添上不稳定性。正如会后声明中指出，日后利率走势都是依据经济数据，现在妄下结论实在言之尚早。但有一点值得深思，就是美联储的长期利率预测为2.5%，与坊间的“自然利率(Natural rate)”²，即当经济全面走强且通胀稳定时的实际短期利率，现报约1%，存在颇大距离，反映官民对未来经济走势未见共识。

美联储委员对息率预期的投票分布



资料来源：彭博，数据截至2023年12月14日

本章节过去已多次提醒投资者不应美联储释出的资讯过份认真。毕竟自2022年起，投资者对美联储朝令夕改和各委员自说自话的做法已司空见惯，美联储主席鲍威尔甚至曾公开表示对点阵图“不能尽信”³，言论与结果相违背的例子比比皆是，都令美联储在投资者眼中的信誉受到打击。可惜的是，官民都认为今天正处于利率拐点⁴，现时只是为了何时及为何减息进行争辩。

当然今天对何时及为何减息的问题暂仍没有确实答案，但可从经济及通胀的历史数据推敲出利率走势的轮廓。根据过去50年按季联邦利率、按季国内生产总值(GDP)及按年核心消费物价指数(Core CPI)数据，抽出连续4个季度或以上加息的时段设定为“加息周期开始”，再以最后一次减息并往后维持4个季度不变或出现单次加息设定为“减息周期完结”。设定范围目的是为了排除数据中零星利率变化的影响，令分析结果更清晰可靠。

¹ 见美联储网站，<https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20231213b.htm>

² 见纽约联储银行网站，<https://www.newyorkfed.org/research/policy/rstar>

³ 见巴伦周刊网站，<https://www.barrons.com/articles/fed-meeting-rate-hikes-pause-6251ded0>

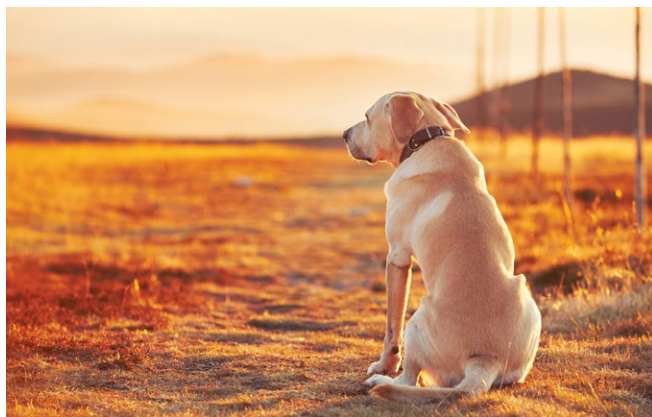
⁴ 见福布斯网站，<https://www.forbes.com/sites/dereksaul/2022/11/30/jerome-powell-says-federal-reserves-rate-hikes-could-slow-as-soon-as-december/?sh=77e520da2d67>

过去50年来符合上述条件的情况共出现了6次，从中得出以下启示：

- 加息会否导致经济衰退？首先以按季GDP出现负值为衰退准则，结果6次中出现5次，而且平均在利率见顶3个多季度后发生，并会维持约3季。如果剔除1976年的极端案例，衰退平均维持约两个季度。是次利率见顶始于2023年7月，以同年第3季起计，推测2024年第1至2季便有机会出现经济衰退，并维持至第3至4季。分析数据如下：

年份	利率见顶至出现GDP 负值季数	GDP负值 维持季数
1976	1	10
1986	6	2
1994	0	0
1999	3	3
2004	7	4
2017	5	2

资料来源：彭博，数据截至2023年12月8日



- GDP或核心CPI下跌多少才能令美联储决定第1次减息？分析显示，由利率见顶至第1次减息期间，GDP平均下跌约1.8%便足以引发第1次减息，而且在过去6次中有5次GDP都出现下跌，佐证“加息导致GDP下跌”的悖论。同样分析套用在核心CPI却得出不同结果，平均值为正0.1%，反映出现第1次减息不一定要先出现通缩，而且6次中只有3次出现轻微通缩，暗示历届美联储决定第1次减息与CPI走势的关联性不高，或许经济较CPI变化在美联储心中占比更重。分析数据如下：

年份	第1次减息前变化(%)	
	GDP	CPI
1976	-10.5	1.09
1986	-0.13	-0.21
1994	2.10	-0.03
1999	-1.50	0.17
2004	-0.50	-0.50
2017	-0.50	0.18

资料来源：彭博，数据截至2023年12月8日

市场经常流传美联储主席鲍威尔随身携带上世纪70年代时任主席沃尔克的回忆录《坚持下去：追求健全的货币和良好的政府》，并曾公开强烈推荐此书并有意分派给各联储局委员参考⁵。不难发现的是，鲍威尔执掌美联储后的各项利率决定，都带有当年沃尔克的身影，尤其利用暴力加息以压抑通胀而闻名的休克疗法，又称“沃尔克震撼 (Volcker Shock)”本章节早在2022年第4季曾分析，“沃尔克震撼”的结果是当年推升利率至20%后，按季GDP顿时由正1.3%急坠至负8.0%，及后按季GDP亦出现大幅波动，同期核心CPI升至最高13.6%后，急速且持续下跌至1983年时约3%⁶。足足用了4年多时间才成功降伏通胀，但同时攥死了经济，后世对此评价不一⁷。

⁵ 见福布斯网站，<https://www.forbes.com/sites/jonathanponciano/2022/11/02/fed-chair-jerome-powell-haunted-by-the-ghost-of-paul-volcker-could-tank-the-economy/?sh=2ffaa4b64e14>

⁶ 见Statista网站，<https://www.statista.com/statistics/1338105/volcker-shock-interest-rates-unemployment-inflation/>

⁷ 见圣路易斯联储银行网站，<https://www.stlouisfed.org/publications/regional-economist/january-2005/volckers-handling-of-the-great-inflation-taught-us-much>

债券

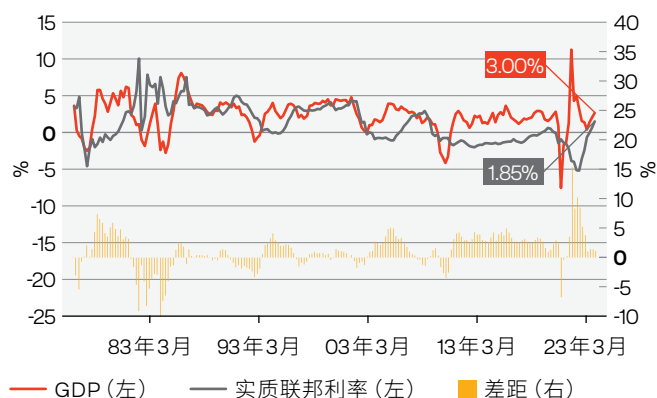
暴力加息果真能抑制通胀？过去数十年对此的讨论都未有给予确实答案，但沃尔克执掌于石油危机时代，其时通胀大部分源于高能源价格及其涟漪效应，并非完全由货物与货币量差异或美国内生性经济产生，因此货币政策对通胀的影响力有限，部分研究更认为当时通胀回落是因为中东战事结束，而非暴力加息的功劳⁸。反观今天局势，自美国前总统特朗普开打贸易战，高关税间接推升美国通胀，连同逆全球化浪潮及地缘战事等因素，导致全球生产成本攀升并影响到各行各业，相关情况在短期内难以逆转，但美联储仍以过去的经济条件订立出2%的通胀目标。美联储执意加息至今未能如愿将通胀大幅压低，但却已扼杀了美国实体经济，例如美国企业申请破产个案在过去短短1年跃升3成，2023年首3季数据更打破近13年纪录⁹，其他国际知名的经济学家均指出，美国在2024年将会迎来经济衰退¹⁰。

虽然美国财长耶伦多次公开表示对美国经济的软着陆抱有信心，但参考沃尔克时代结果推算，2024年将出现经济衰退且通胀仍会高于目标水平。正如上述分析，历史上美联储减息决议上更关注GDP而非CPI走势。截至2023年12月10日的芝商所利率期货预示，未来第1次减息将在2024年5月发生，部分市场参与者看法更加进取，预期美联储最早在2023年3月便开始减息，年内至少会减息5次¹¹，个别投资银行更预测美联储须减息275点子来挽救经济¹²。

回归基本分析，减息时间受制于经济下滑的速度，幅度上可透过实质利率去预测。理论上，GDP反映某国的实质生产力，在减去核心个人消费支出 (Core PCE) 的实质利率，便可更清晰反映其国力。在过去50年，美国GDP与实质利率走势相若，除了疫情或金融危机等极端时期，两者差距保持平均在1.17%。截至2023年第3季，差距为1.15%，反映实质GDP及利率大致平衡，换句话说，美联储根本没有加息压力。根据美联储在2023年12月对2023年及2024年全年经济增长预测分别为2.6及1.4%，而核心PCE则是2.8及2.4%。假设最终预测属实，同时差距保持平均值1.17%，以此预计2023年及2024年的实质利率理论上应分别是4.23及2.63%，代表应减息160点子，高于市场普遍预期减息125点子的幅度，暗示美联储减息能力其实较表面言论更大。

当然经济与通胀是互动的。依上述分析，2024年上半年美国经济大有可能开始下滑，而通胀受外围因素影响下，短期内难以降至目标水平，理论上减息幅度需要有序提升，以达至经济及通胀平衡。

美国GDP及实质联邦利率



资料来源：彭博，数据截至2023年12月11日

美联储对2023年及2024年GDP及核心PCE预测：

年份	%			
	GDP	核心PCE	50年平均差距	理论性利率
2023	2.6	2.8	1.17	4.23
2024	1.4	2.4	1.17	2.63

资料来源：彭博，数据截至2023年12月8日

最后一个考虑因素是美国总统大选。在上述6个案例中，只有2004年一次属于总统大选年，故以此推测2024年出现减息潮的机会不高。加上，美国总统大选年间若经济出现下滑反而更利现任总统连任，因此轻微减息且经济适度放缓，将会是11月5日总统选举投票日前美国利率走向和经济好大可能出现的情形。美国总统选举对经济影响的详细分析，可参阅《宏观策略》章节。

⁸ 见波士顿大学网站，<https://www.bu.edu/econ/files/2011/01/GKcr2005.pdf>

⁹ 见路透社网站，<https://www.reuters.com/legal/transactional/us-business-bankruptcies-rose-30-court-stats-show-2023-10-26/>

¹⁰ 见华尔街日报网站，<https://www.wsj.com/podcasts/take-on-the-week/why-mohamed-el-erian-is-worried-about-a-2024-recession/7f730c91-51a2-4192-82f4-4faded873561>

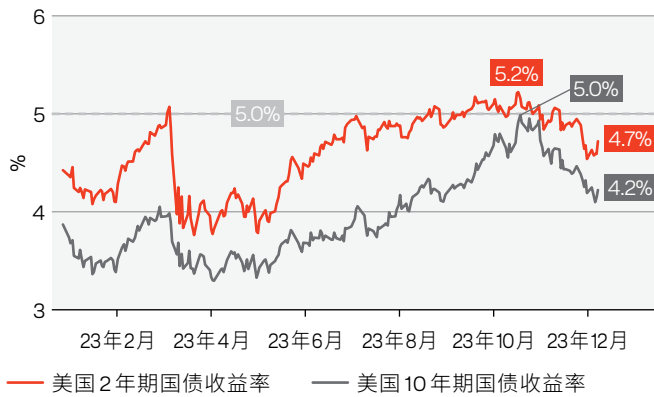
¹¹ 见CNBC网站，<https://www.cnbc.com/2023/12/05/fed-should-cut-rates-at-least-5-times-next-year-portfolio-manager-says.html>

¹² 见雅虎财经网站，https://finance.yahoo.com/news/recession-hit-us-2024-ndash-175051903.html?_guc_consent_skip=1702298005

收益率：以数据说话

2023年第2季起，本章节多次强调应以美国2年期国债收益率5%为买入短债的指标，否则高收益率将会向隅。当时预测收益率难以突破5%，结果是收益率短暂下跌至近4%后便一直走高，直到2023年10月达到5.2%的高位后再次放缓，最后以大约4.4%的水平步向年结。2023年下半年已预测美国10年期国债收益率将在5%见顶，并呼吁投资者应有序买入美国10年期国债以提升债券组合的平均存续期。两项收益率走势预测与结果相当吻合，详情可参阅2023年第2季至第4季的本章节内容。

美国2及10年期国债收益率



资料来源：彭博，数据截至2023年12月8日

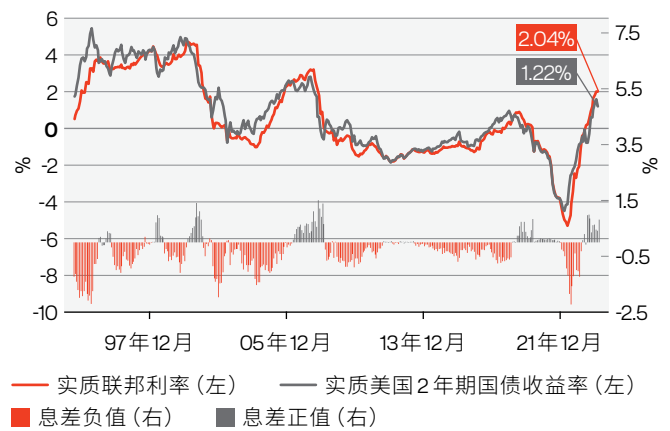
今天市场焦点已由加息转向减息，未来预测重点亦应由利率峰值转至利率谷值。

市场利率确实存在一定的牵引性，在考量投资成本后的套息交易将吸收过份的息差，最终达至平衡，这是债市的

基本操作。以下将透过不同数据和分析角度，综合预测2024年的收益率水平。

首先是实际利率概念。联邦利率及美国2年期国债收益率，减去美联储作为通胀指标的核心PCE，得出两者实质利率并作比较。根据联邦利率上限为5.5%，预测2024年核心PCE预测为2.4%，加上点阵图预示2024年将减息75点子，故2024年实质联邦利率应是2.35%。虽然过去30年来，实质联邦利率较实质收益率平均低约0.57%，但此差距出现正值大部分发生在减息期间。因此，假设截至2023年11月30日的差距约正0.82%不变，最后推算出实质美国2年期国债收益率应为1.53%，转化为正常收益率应是3.93%。相比2023年12月初约4.7%的收益率，暗示2024年美国2年期国债收益率将会下调约77点子。同样分析套用在美国10年期国债收益率，实质收益率应是1.18%，而正常收益率是3.58%。相比2023年12月初时约4.2%，暗示美国10年期国债收益率在2024年将会下调约62点子。

美国实质联邦利率及美国2年期国债收益率与两者息差



资料来源：彭博，数据截至2023年12月11日

其次，可透过上文联邦利率分析中6大案例，找出利率见顶至其后第1次减息期间，美国10及2年期国债收益率变化，以推算未来收益率走势。整体数据如下：

年份	全期减息幅度 (%)	利率见顶至第1次减息期间变化 (%)		与全期减息幅度占比 (%)	
		10年期债息	2年期债息	10年期债息	2年期债息
1976	-10.5	-2.6	-5.7	24.3	53.9
1986	-6.8	-1.2	-1.6	17.6	24.1
1994	-0.8	-1.0	-0.9	136.0	124.0
1999	-4.8	-1.1	-2.2	23.4	45.9
2004	-5.0	-0.6	-1.2	11.0	23.4
2017	-2.3	-1.0	-0.9	45.3	38.7
整体平均	-5.0	-1.2	-2.1	42.9	51.7
剔除1976年案例之平均	-3.9	-1.0	-1.4	46.7	51.2

资料来源：彭博，数据截至2023年12月8日

债券

在所有案例中美国10及2年期国债收益率全数下跌，反映利率见顶至第1次减息前收益率较联邦利率先行向下。另外，期间美国10及2年期国债收益率分别下降1.2及2.1%。根据2023年两项收益率在5及5.2%见顶，以上分析预示各收益率将分别降至3.8及3.1%水平。如剔除1976年极端情况，预期收益率将分别为4.0及3.8%。

再者，数据上两项收益率在减息开始前下调幅度较当时联邦利率的全部减幅占比约43及52%。根据市场普遍预期2024年减息总幅度为125点子，并以5及5.2%为美国10和2年期国债收益率下降起点，以此推算，在第1次减息前，美国10及2年期国债收益率将分别下降至4.5及4.6%。如剔除1976年极端案例，预期两项收益率将分别是4.4及4.6%。

最后是透过多项式线性回归模型预测两项收益率的理论水平，此模型在2023年第4季准确预测美国10年期国债收益率落在4.8至5%之间。同样以过去50年按季数据为基础，考量风险因子及利用联邦利率、按年CPI及按年GDP为自变数 (Independent variable)，并以美国10年期美国国债收益率为应变数 (Dependent variable)，最后透过3维度矩阵得出综合预测。维度范围包括：

- 根据市场预测减息125点子，把联邦利率由5.5%以每25点子的幅度下降至3.75%；
- 截至2023年9月底按年CPI报3.5%为起点，以每25点子的幅度下降至2.0%为通胀目标；
- 截至2023年9月底按年GDP报3.0%为起点，以每50点子的幅度下降至1.5%为市场预测水平。

美国10年期国债收益率预测矩阵

		按年CPI(%)							按年CPI(%)							
		GDP=3.0%							GDP=2.0%							
		3.50	3.25	3.00	2.75	2.50	2.25	2.00	3.50	3.25	3.00	2.75	2.50	2.25	2.00	
联邦利率 (%)	5.50	4.91	4.93	4.95	4.97	4.99	5.01	5.03	5.50	4.86	4.88	4.90	4.91	4.93	4.95	4.97
	5.25	4.76	4.78	4.80	4.82	4.84	4.86	4.88	5.25	4.70	4.72	4.74	4.76	4.78	4.80	4.82
	5.00	4.61	4.63	4.65	4.67	4.69	4.71	4.73	5.00	4.55	4.57	4.59	4.61	4.63	4.65	4.67
	4.75	4.46	4.48	4.50	4.52	4.54	4.56	4.58	4.75	4.40	4.42	4.44	4.46	4.48	4.50	4.52
	4.50	4.31	4.33	4.35	4.37	4.39	4.41	4.43	4.50	4.25	4.27	4.29	4.31	4.33	4.35	4.37
	4.25	4.16	4.18	4.20	4.22	4.24	4.25	4.27	4.25	4.10	4.12	4.14	4.16	4.18	4.20	4.22
	4.00	4.00	4.02	4.04	4.06	4.08	4.10	4.12	4.00	3.95	3.97	3.99	4.01	4.03	4.05	4.07
	3.75	3.85	3.87	3.89	3.91	3.93	3.95	3.97	3.75	3.80	3.82	3.84	3.86	3.88	3.90	3.92
		GDP=2.5%							GDP=1.5%							
联邦利率 (%)	5.50	4.88	4.90	4.92	4.94	4.96	4.98	5.00	5.50	4.83	4.85	4.87	4.89	4.91	4.93	4.95
	5.25	4.73	4.75	4.77	4.79	4.81	4.83	4.85	5.25	4.68	4.70	4.72	4.74	4.75	4.77	4.79
	5.00	4.58	4.60	4.62	4.64	4.66	4.68	4.70	5.00	4.52	4.54	4.56	4.58	4.60	4.62	4.64
	4.75	4.43	4.45	4.47	4.49	4.51	4.53	4.55	4.75	4.37	4.39	4.41	4.43	4.45	4.47	4.49
	4.50	4.28	4.30	4.32	4.34	4.36	4.38	4.40	4.50	4.22	4.24	4.26	4.28	4.30	4.32	4.34
	4.25	4.13	4.15	4.17	4.19	4.21	4.23	4.25	4.25	4.07	4.09	4.11	4.13	4.15	4.17	4.19
	4.00	3.98	4.00	4.02	4.04	4.06	4.08	4.09	4.00	3.92	3.94	3.96	3.98	4.00	4.02	4.04
	3.75	3.83	3.84	3.86	3.88	3.90	3.92	3.94	3.75	3.77	3.79	3.81	3.83	3.85	3.87	3.89

资料来源：彭博，数据截至2023年12月11日

美国2年期国债收益率预测矩阵

		按年CPI(%)							按年CPI(%)								
		GDP=3.0%	3.50	3.25	3.00	2.75	2.50	2.25	2.00	GDP=2.0%	3.50	3.25	3.00	2.75	2.50	2.25	2.00
联邦利率 (%)	5.50	4.34	4.36	4.37	4.39	4.41	4.42	4.44	5.50	4.27	4.29	4.31	4.32	4.34	4.35	4.37	
	5.25	4.16	4.18	4.20	4.21	4.23	4.24	4.26	5.25	4.09	4.11	4.13	4.14	4.16	4.17	4.19	
	5.00	3.98	4.00	4.02	4.03	4.05	4.06	4.08	5.00	3.92	3.93	3.95	3.96	3.98	3.99	4.01	
	4.75	3.80	3.82	3.84	3.85	3.87	3.88	3.90	4.75	3.74	3.75	3.77	3.78	3.80	3.81	3.83	
	4.50	3.63	3.64	3.66	3.67	3.69	3.70	3.72	4.50	3.56	3.57	3.59	3.60	3.62	3.63	3.65	
	4.25	3.45	3.46	3.48	3.49	3.51	3.52	3.54	4.25	3.38	3.39	3.41	3.42	3.44	3.46	3.47	
	4.00	3.27	3.28	3.30	3.31	3.33	3.34	3.36	4.00	3.20	3.21	3.23	3.24	3.26	3.28	3.29	
	3.75	3.09	3.10	3.12	3.13	3.15	3.17	3.18	3.75	3.02	3.03	3.05	3.06	3.08	3.10	3.11	
		GDP=2.5%	3.50	3.25	3.00	2.75	2.50	2.25	2.00	GDP=1.5%	3.50	3.25	3.00	2.75	2.50	2.25	2.00
联邦利率 (%)	5.50	4.31	4.32	4.34	4.36	4.37	4.39	4.40	5.50	4.24	4.26	4.27	4.29	4.30	4.32	4.33	
	5.25	4.13	4.15	4.16	4.18	4.19	4.21	4.22	5.25	4.06	4.08	4.09	4.11	4.12	4.14	4.15	
	5.00	3.95	3.97	3.98	4.00	4.01	4.03	4.04	5.00	3.88	3.90	3.91	3.93	3.94	3.96	3.97	
	4.75	3.77	3.79	3.80	3.82	3.83	3.85	3.86	4.75	3.70	3.72	3.73	3.75	3.76	3.78	3.80	
	4.50	3.59	3.61	3.62	3.64	3.65	3.67	3.68	4.50	3.52	3.54	3.55	3.57	3.58	3.60	3.62	
	4.25	3.41	3.43	3.44	3.46	3.47	3.49	3.51	4.25	3.34	3.36	3.37	3.39	3.40	3.42	3.44	
	4.00	3.23	3.25	3.26	3.28	3.29	3.31	3.33	4.00	3.16	3.18	3.19	3.21	3.23	3.24	3.26	
	3.75	3.05	3.07	3.08	3.10	3.11	3.13	3.15	3.75	2.98	3.00	3.01	3.03	3.05	3.06	3.08	

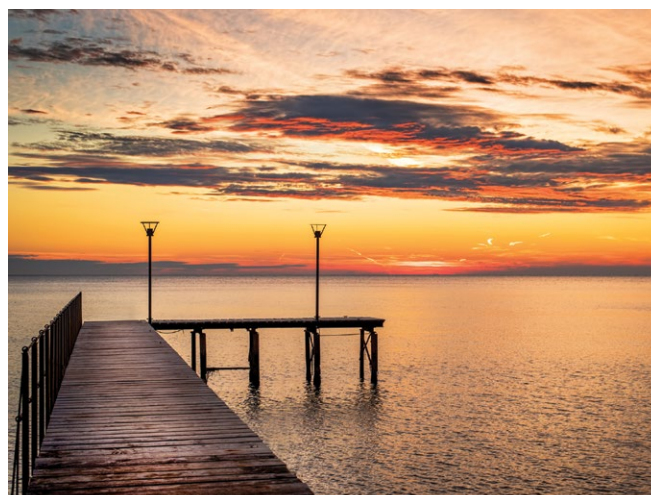
资料来源：彭博，数据截至2023年12月11日

在每个矩阵中找出平均值、标准差及峰谷值，最后得出美国10及2年期国债收益率的各项预测平均值。整体结果如下：

GDP	矩阵(10年期)			矩阵(2年期)		
	平均值	标准差	峰谷值	平均值	标准差	峰谷值
3.00	4.44	0.35	1.18	3.76	0.42	1.35
2.50	4.41	0.35	1.18	3.73	0.42	1.35
2.00	4.39	0.35	1.18	3.69	0.42	1.35
1.50	4.36	0.35	1.18	3.66	0.42	1.35
平均值	4.40	0.35	1.18	3.71	0.42	1.35

资料来源：彭博，数据截至2023年12月8日

以上美国10及2年期国债收益率分析设定的信赖区间(Confidence interval)为95%，判定系数(R平方)结果分别高达84及95%，反映除非未来3项经济数据超出分析范围，否则分析结果可信度偏高。



债券

综合上述分析结果，列出所有条件的推算，并总结出收益率最终预测值，结果如下：

分析指标	美国国债收益率 (%)	
	10 年期	2 年期
实质利率	3.58	3.93
利率见顶至第1次减息前幅度 (全数)	3.80	3.10
利率见顶至第1次减息前幅度 (剔除1976年案例)	4.00	3.80
与全期减息幅度占比 (全数)	4.50	4.60
与全期减息幅度占比 (剔除1976年案例)	4.40	4.60
回归分析结果 (平均值)	4.40	3.71
平均	4.11	3.96

资料来源：彭博，数据截至2023年12月8日

除非经济数据在未来大幅波动或市场预测超出上述设定范围，否则美国10及2年期国债收益率的合理水平应是约4.11及3.96%。另外在近68%机率(1个标准差)下，美国10年期国债收益率将浮动在3.76至4.46%之间，而2年期则为3.54至4.38%。

市场分析：颠簸中上扬

当确立联邦利率及国债收益率的预测，下一步再分析企业债券违约率的信贷息差在利率拐点及金融状态下的变化，从中预测投资评级企业债券及高息企业债券的走向。

利率拐点：高息企业债券波动较大

参考彭博美元累计企业债指数及彭博美元高息企业债信贷息差指数，分别作为投资级别企业债及高息企业债违约风险的溢价指数，息差愈高代表违约风险愈高，溢价走高代表债价走弱。

选取截至2023年12月14日的过去30年按月数据，剔除2022年起最近1次的加息周期后，期间共出现了4次利率见顶后减息的周期(简称“利率拐点”)，分别是1995、

2000、2006及2018年。当中抽出两项指数及联邦利率变化作分析。整体数据如下：

年份	信贷息差 (%)		利率变化 (%)
	投资级别企业债券	高息企业债券	
1995	-0.07	-0.13	-0.75
2000	0.06	0.80	-1.50
2006	0.51	0.85	-0.75
2018	-0.45	-1.55	-0.5
平均	0.01	-0.01	-0.88
中位数	0.00	0.34	-0.75
标准差	0.40	1.12	0.43

资料来源：彭博，数据截至2023年12月14日

在利率拐点期间，投资级别企业债及高息企业债的信贷息差平均变化分别只有正0.01%及负0.01%，同期平均利率下降0.88%。表面上减息未有提高整体企业债券的违约风险，但以中位数分析，高息企业债明显较受影响，其信贷息差中位数为0.34%，而标准差则报1.12%，是投资级别企业债的2.8倍。上述数据反映减息对投资级别企业债违约风险未有太大影响，但对高息企业债明显较大，而且其信贷息差的波动性偏高，显示其债价波动性较大。

是次加息周期中，利率在2023年7月见顶，截至2023年12月14日，投资级别企业债及高息类企业债之信贷息差已分别下跌约0.13及0.33%，反映利率见顶后两类企业债的违约风险正在下降，投资者乐观情绪刺激相关债价上升。由于现况与以上分析结果并不匹配，故须注意当市场冷静过后，两项息差有可能出现反弹，令债价出现回吐。

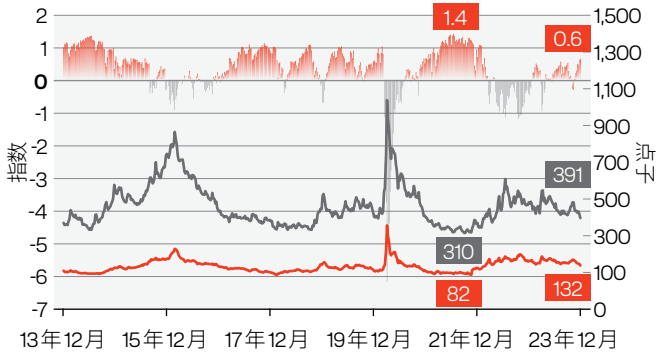
金融状态：宽松状况支持企业债市

投资者乐观情绪从何而来？彭博美国金融状态指数反映美国金融系统中流动性状态，正值代表偏松，负值代表偏紧。例如2023年3至4月间持续4周出现负值，当中3月17及24日两周分别报负1及负0.8，较过去10年单计算负值的平均值录得负0.6更高，显示当时金融流动性极为紧张，该时期正正爆发了美国地区性银行危机。

以金融状态与美元信贷息差作比较，不论是投资级别企业债或高息企业债都呈现反比走势，即是流动性愈紧，息差便愈高，反映违约风险递升，较显著的例子分别是在2015年的加息周期及2020年疫情大流行期间。集中观察2023年7月7日至12月15日共24周数据，当美联储停止加息之后，金融状态平均值为0.6，与过去10年平均值一样，就算当中曾有1周出现负值，但都只是负0.3水平，反映金融状态正处于不愠不火状态。在该段时期，投资级别企业债及高息企业债的信贷息差分别下降17及42点子，跌幅近11.3及9.61%，有利债价表现。

美联储在2023年12月议息会议后，暗示在2024年将启动减息程序，不论最终减幅如何，未来金融状态预期将趋向宽松。参考2021年7月2日当周金融状态指数最高达1.4，数周后投资级别企业债及高息企业债的信贷息差分别报82点子及310点子，与2023年12月15日当周水平相比，潜在降幅分别达38.9及20.7%，反映短期内投资级别企业债或高息类企业债价具上升空间。

美国金融状态指数及各美元债的信贷息差



■ 彭博美国金融状态指数：正值(左)
 ■ 彭博美国金融状态指数：负值(左)
 — 美元信贷息差(投资级别企业债券)(右)
 — 美元信贷息差(高息企业债券)(右)

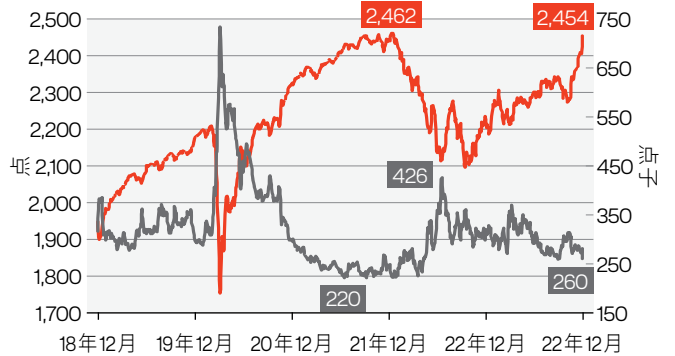
资料来源：彭博，数据截至2023年12月15日

企业债券：风险考量后投资级别较吸引

利率拐点与金融状态都有利企业债券，投资级别及高息哪类较好？简单把高息企业债减去投资级别企业债计算出信贷息差，结果反映有机会是高息企业债风险溢价下降或投资级别企业债风险溢价上升，两者均对高息企业债的债价有利。该差距由2022年7月5日升至426点子后反覆下滑，截至2023年12月14日报260点子，降幅近39%。比较过去5年最低220点子，只有约40点子或不足15%的下行空间。

参考彭博美国高息企业债券指数过去5年走势，2023年12月14日报2,454水平，较峰值2,462只差8点，或0.33%。结果反映高息企业债优势将近达峰，相反投资级别企业债反弹机会较高，并有较大上升空间。

美国高息企业债券指数及与投资级别信贷息差的差距



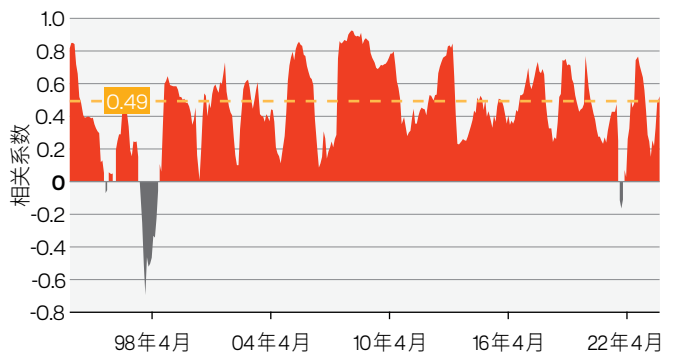
— 彭博美国高息企业债券指数(左)
 — 美元高息减去投资级别信贷息差的差距(右)

资料来源：彭博，数据截至2023年12月15日

股债对垒：决定在于行业而非指数

投资者经常利用债券对冲股票的波动，但以美银美债期权波动率(MOVE)代表债券波幅，标普500波动率(VIX)指数代表美股波幅，发现过去30年间，两者的相关系数之正值占比近95%，负值只集中在1997及2021年，反映股债对冲的理论未能成立。

美银美债选择权波动率与标普500波动率指数之相关系数



■ 相关系数(正值) ■ 相关系数(负值) — 平均值

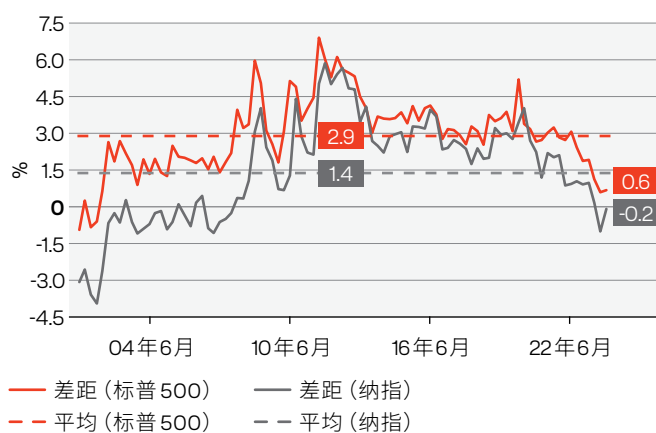
资料来源：彭博，数据截至2023年12月15日

从回报角度来看，以美国10年期国债收益率代表投资债券的回报率，并以标普500及纳斯达克100指数(简称“纳指100”)的股本收益率代表投资股票的回报率，最后把股票回报率减去债券回报率作分析。

债券

因应纳指100数据所限，以下分析始于2001年。以回报率差距的平均值比较，两项股票指数都低于数据平均值，反映长线而言，现时投资债券较为吸引。截至2023年12月15日，美国10年期国债收益率与标普500和纳指100的回报率差距分别是正0.6及负0.2%，若纯以回报率比较，投资标普500较纳指100吸引。

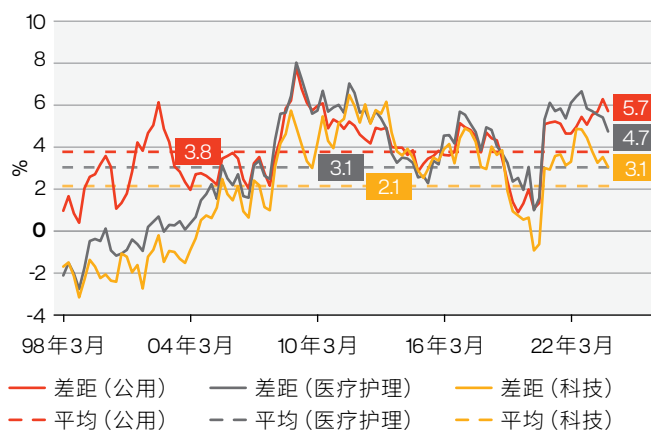
标普500及纳斯达克100指数与美国10年期国债收益率差距



资料来源：彭博，数据截至2023年12月15日

同样分析套用在3项标普行业分类指数，公用及医疗护理行业的回报率差距较平均值分别高出1.9及1.6%，较科技行业高平均值1.0%更吸引。结果与《股票》章节分析中提到，具防守性、价值型及高息的股票较为吸引的观点一致。

标普公用、医疗护理及科技指数与美国10年期国债收益率差距



资料来源：彭博，数据截至2023年12月15日

其他美股及相关行业的详细分析，可参阅《股票》章节。

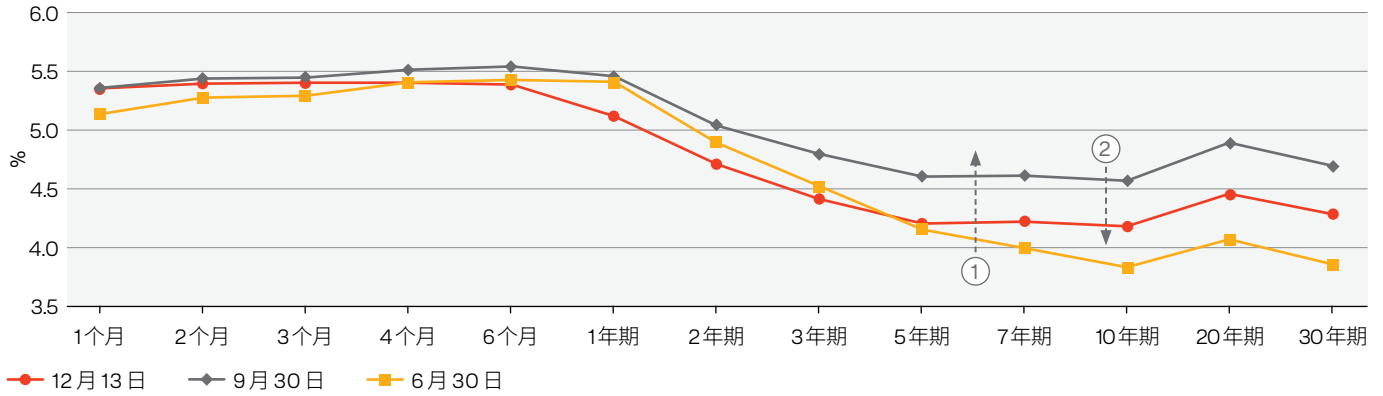
投资策略：坐言起行

曲线正常化：最后探戈

2023年曾分享过美国国债收益率曲线正常化的过程（意谓朝往正向斜率的演变过程中，普遍会出现4个阶段：首先曲线在倒挂状态下会跟随加息步伐平行移动（Shift），投资者应减少债券持仓，以尽量减低组合中存续期风险；第2阶段是曲线会以某年期为支点，长及短期收益率作相反扭动（Twist），两端波动性偏高，投资者可以透过“存续期中性（Duration-neutral）”策略，同时持有长短仓以平衡风险，并在曲线波动中赚取回报；第3阶段是加息周期进入尾声，利率敏感的短期收益率将较长期收益率趋向稳定，并锚定在接近利率预测峰值，长期收益率受利率预期变化的涟漪效应影响而波动性较大，形成长端较短端明显波动的“熊式走峭”状态。投资者可在演进过程中，有序提升组合中平均存续期，以增加投资组合总体收益率。



美国国债收益率曲线走势



资料来源：彭博，数据截至2023年12月13日

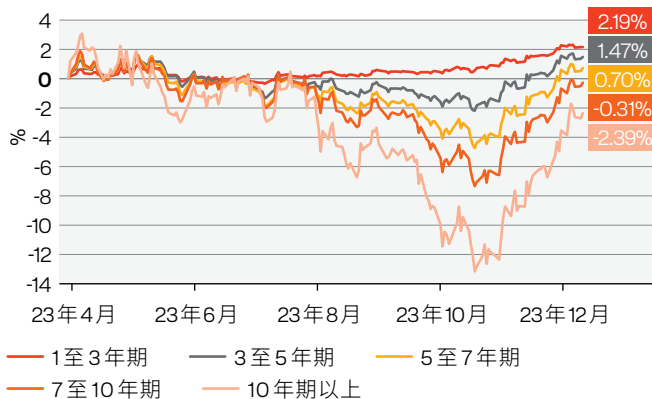
参考2023年3月30日至12月12日，彭博美国累计债券系列中以不同年期划分的各指数表现，1至3年期指数不但是期内表现最佳，而且波动性亦是最低。回报与年化标准差比例显示它是众年期中最高，反映过去3季不断呼吁“短债优于长债”的策略奏效。整体数据如下：

指标	1至3年期	3至5年期	5至7年期	7至10年期	10年期以上
全期回报 (%)	2.19	1.47	0.70	-0.31	-2.39
年化标准差	2.07	4.62	6.47	8.36	13.38
比例	1.06	0.32	0.11	-0.04	-0.18

资料来源：彭博，数据截至2023年12月12日

另外，在2023年第4季建议有序加长债券组合的存续期，以争取较佳回报。虽然同期美国10年期以上债券指数的回报仍是负2.39%，但单看第4季由底部反弹近12.7%，是所有年期分类中表现最好，凸显了“熊式走峭”策略的威力。

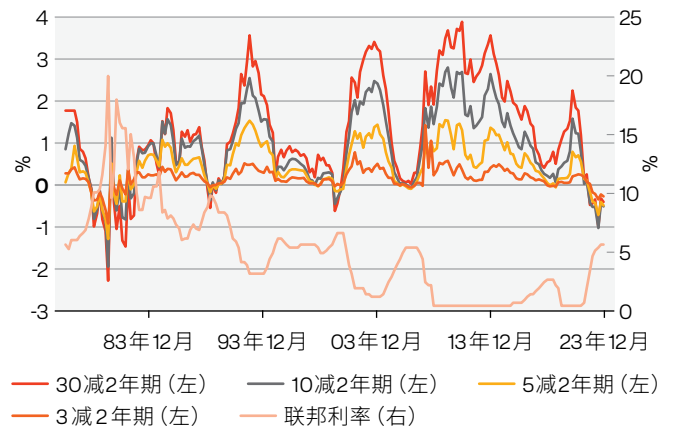
2023年彭博美国累计债券指数表现



资料来源：彭博，数据截至2023年12月12日

细心观察上文对美国10及2年期国债收益率的预测，不难发现收益率曲线在经济、利率及通胀的3维度互动变化中逐渐完成了正常化。在收益率曲线正常化过程的最后阶段，投资者应如何提前部署？

美国联邦利率与各收益率差距



资料来源：彭博，数据截至2023年12月13日

参考过去50年美国联邦利率及各主要年期与2年期的收益率差距，结果显示各差距与联邦利率走势明显背驰，当中以30年期的波幅最大，呈现出对利率变化的存续期风险，即年期愈长波动愈大的事实。再抽出各差距在减息时与联邦利率的相关系数，结果如下：

收益率差距	相关系数
30 减 2 年期	-0.77
10 减 2 年期	-0.83
5 减 2 年期	-0.81
3 减 2 年期	-0.57

资料来源：彭博，数据截至2023年12月12日

债券

值得注意的是，5减2年期的敏感度较30减2年期更高，与10减2年期系数相近，暗示减息时曲线正常化过程中，美国5年期国债价格的下行压力其实不下于美国10年期国债。再观察2023年下半年美国国债收益率曲线变化，波动集中在10年期以上区域，预期当长端正常化渐入佳境，波动性会转至相关系数偏高的5年期曲线中端区域。换作形象化表达，好比“U”型的底部将在最后阶段里以比其他区域更迅速地反弹，以完成曲线正常化的最后1公里。

投资策略上，投资者应先等待美国10年期国债收益率递减式反弹后，便会追上2年期水平，届时10减2年期收益率差距将如2023年下半年般再次收窄。就算未至于趋于平衡，但相信在接近平衡时，5年期为主的中端区域便会追上，风险便会由长端移至中端。故此，债券组合的存续期分布应以长短两端为重，形成杠铃形态，并把平均存续期维持偏短状态。参考2023年收益率曲线的形态变化，相信3年期将是较佳选择。

最后要注意3个重点：

- 未来曲线变化是以动态并下降走势为主，即扭动过程中整条曲线将有序下滑。根据上文对10及2年期国债收益率的预期值分别约4.11及3.96%，暗示在收益曲线下滑过程中完成曲线正常化；
- 美联储在2022年启动加息周期后，各年期与2年期收益率的差距由2022年12月起全线出现负值并持续至今，长度仅次于上世纪70年代“沃尔克震撼”期间共7季的纪录，反映今天债市正处于极端状态。参考当年利率由加息转向减息后，各收益率差距急升的速度和幅度都是纪录中最高，暗示投资者应多加注意未来收益率差距有可能急速反扑时，导致债市大幅震荡；
- 以上分析是以季度数据计算，反映历史上完成曲线正常化是以季甚至年数计算，策略部署亦然。市场普遍预期美联储将在2024年5或6月才开始减息，即暗示曲线正常化最快要到同年底才有机会完成。投资者应耐心跟随曲线变化进行仓位调配，参考2023年本章节的债券策略结果，回报有可能超乎想像。

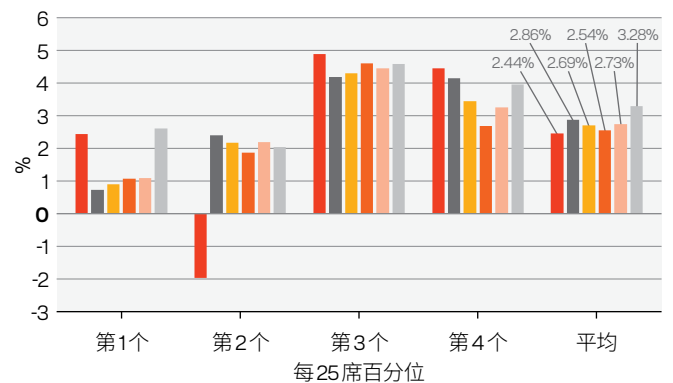
利率拐点：简单就是美

另一个更直接的策略，就是把握利率拐点带来的机遇。根据上文联邦利率分析采用的6大利率周期，并以彭博债券指数系列代表15种不同类型债券，再分析利率见顶至第1次减息之间（简称“利率拐点”）各指数表现，分析如下：

首先，6大利率周期分别在1976、1986、1994、1999、2004及2017年出现，整体指数结果表现正面，15项指数在共4个阶段中，平均回报为2.86%，标准差约1.89%，两者比例为1.51。60组数据中，正值占比95%，加上最高及最低回报分别是9.09（新兴市场美元累计指数）及负1.97%（全球累计债券指数），其比例为4.6倍，反映利率处拐点时，投资债券的整体值博率非常高，回报亦相当吸引。

因利率拐点的长短不一，利用统计学中每25席百分位（25th percentile）概念，平均分成4个阶段以统一分析时区，再观察指数按阶段表现。首先观察美国地区债券，包括国债及企业债券，整体平均回报为2.82%，较全球累计债券的2.44%回报更为出色，而且所有美国债券指数在全部阶段报捷，录得正回报率达100%。整体回报的分布集中在第3及4阶段，反映愈接近减息，表现愈好，而且较第1及2阶段回报高出近1倍。最佳表现的指数为美国高息企业债券指数。

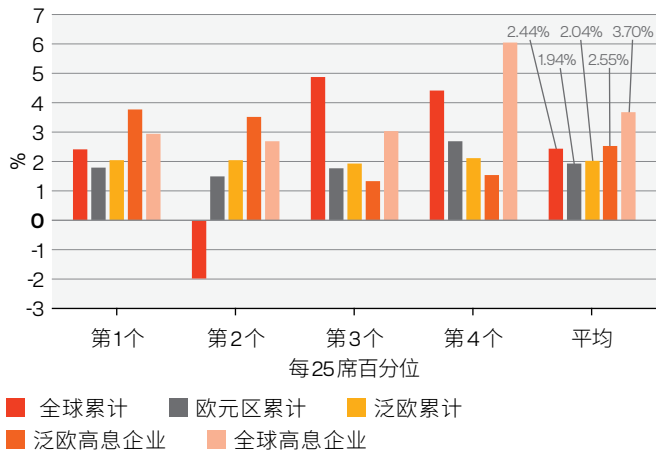
利率见顶至第1次减息之间全球与美国债券指数表现



资料来源：彭博，数据截至2023年12月11日

欧洲地区方面，包括欧元区及泛欧债券。整体平均回报为2.56%，较全球累计债券的2.44%回报更加优胜。如美国债券指数一样，录得正回报率达100%。整体回报分布较为平均，未见有某一阶段表现相对突出，反映投资时间不大影响最终回报。单看泛欧高息企业债券较国债表现出色，但较全球高息企业债券逊色。另外，首两阶段的回报较尾两阶段高出近1.5倍，波动性是区内指数最高。

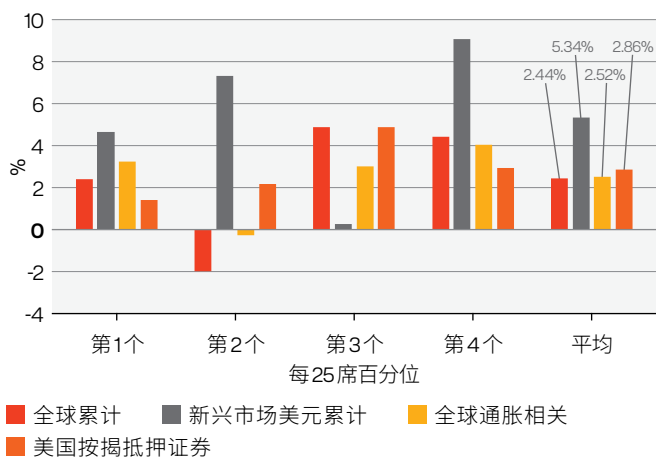
利率见顶至第1次减息之间全球与欧洲债券指数表现



资料来源：彭博，数据截至2023年12月11日

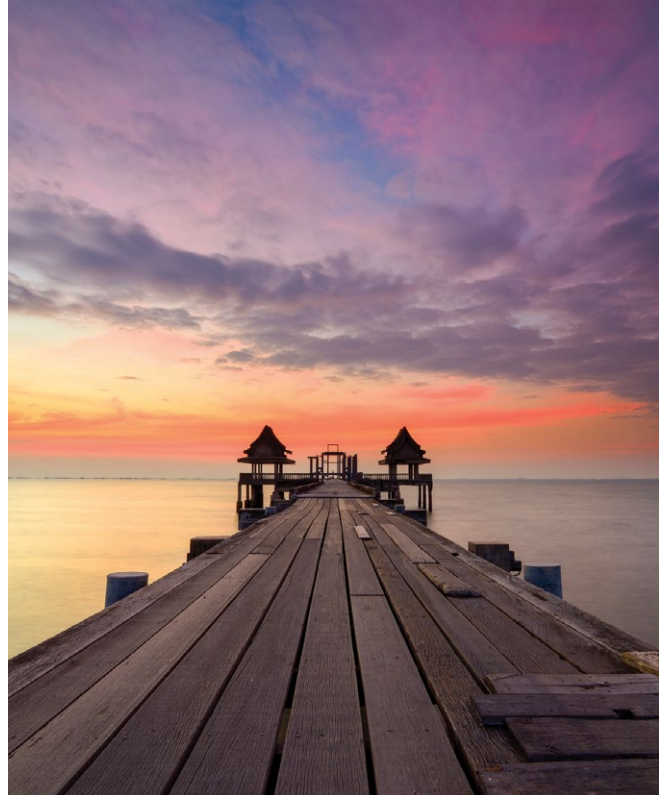
其他类别中，以新兴市场美元累计债券表现最好，亦是在所有指数中排名首位，但波动性非常大，意谓买入后并一直持有至第1次减息出现时较理想。全球通胀及美国按揭证券类别没有明显走势特色，回报亦未见特别吸引，反映利率拐点时投入传统债券指数的简单操作便可。

利率见顶至第1次减息之间债券指数表现：全球与其他类别



资料来源：彭博，数据截至2023年12月11日

综合而言，整体债券指数表现，不论回报率及值博率都相对吸引。美国地区债券表现较佳，而且在下半阶段表现更为突出。平衡之选是欧洲地区，投资时间影响性较低，尤以当地企业债券较好。新兴市场美元累计债券表现抛离其他指数，适合可承受较高风险的投资者。



本章总结：

- 2023年债市异象是暴力加息的后遗症，但资金流反映投资者信心仍在
- 预期2024年将出现衰退，同时通胀仍高于目标，历史上美联储减息决议上关注GDP多于通胀走势
- 市场状况有利企业债券，当中投资级别较为吸引
- 预测美国2及10年期国债收益率为3.96及4.11%，浮动区间分别是3.54至4.38%，及3.76至4.46%之间
- 国债收益率曲线正常化进入最后阶段，利率风险将集中在曲线的中端区域。耐心部署的成果可以超乎想像
- 利率拐点出现时利整体债券指数表现，最传统而简单的部署有着回报理想，风险上更是丰俭由人

中国及亚洲债市展望

经济、通胀、货币政策和金融市场等基本因素多方面均已取得进展，惟实际走势可能要在2024年中才明朗化。不过，这并不意味着投资者应该消极应对

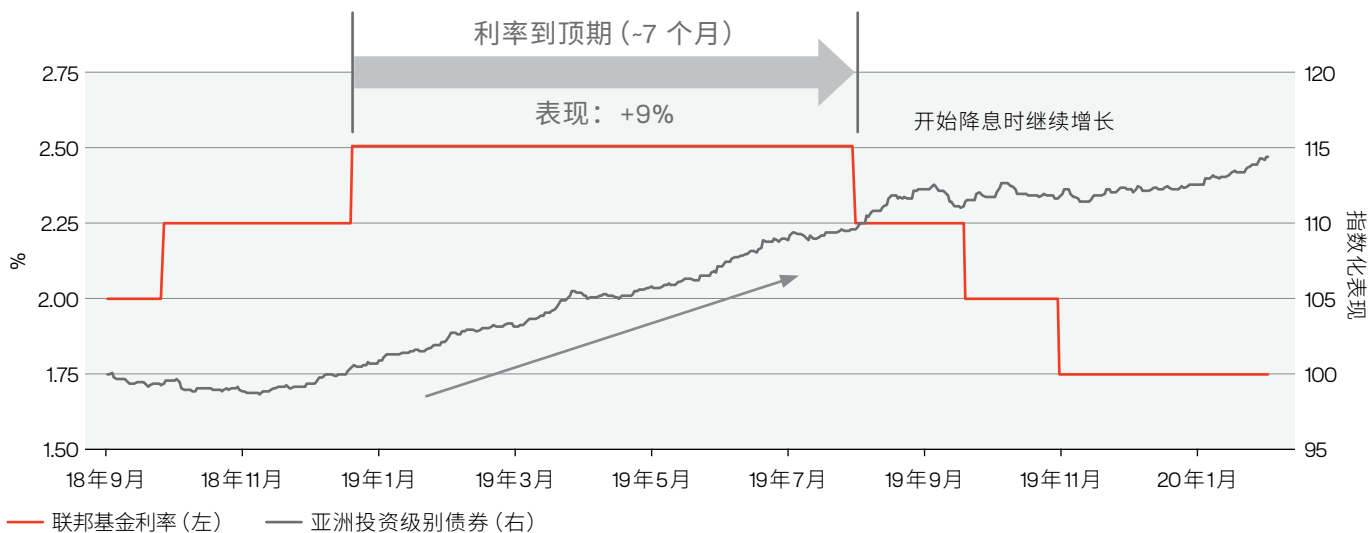
2024年亚洲投资级别和高收益债券表现有望较平均

油价放缓带动美国核心通胀持续回落，消费物价指数尚未完全反映当地疲软的房屋市道。随着投资者对美联储在2024年减息的预期增加，美国国债息率在2023年11月突然大幅回落。亚洲债券息率持续吸引，而宏观和信贷基调亦向好，加上以美元计价的债券发行量预计远低于债券到期赎回量和票息，利好技术层面。受到高息环境影响，2023年亚洲投资级别债券的表现远较高收益债券胜一筹。随着通胀回落和减息预期，投资团队预料高收益债券和投资级别债券的表现将在2024年变得较为平均。除了宏观因素为高收益债券带来支持外，亚洲高收益债券信贷素质持续改善，以及可选择的板块和市场甚广，因此团队对亚洲高收益债券在2024年的走势感到乐观。

继续看好南韩和中国的科技、媒体和电讯板块，以及金融的投资级别债券

虽然中国经济复甦逊预期，但个别投资级别债券质素高，债券息率约5.3至13%，具投资价值。一些BBB评级的银行和资产管理公司债券估值吸引，其中有个别发行人扩大投资者基础，令公司技术层面得以改善，也有一些因受惠中国经济增长预期，信贷评级有被提升的可能。我们也看好监管风险回落兼估值吸引的科技、媒体和电讯(TMT)。该板块当中一些A评级的投资债券息率接近7%，能媲美同一板块的BBB评级债券。为分散投资，我们也看好个别息率吸引的石油和租赁公司。

南韩投资级别债券供求技术层面持续稳健。其他国家例如中国，由于在岸发债成本远低于离岸市场，企业因此偏向以人民币发行在岸债券。但对于南韩企业来说，两个平台发债成本差别较少，加上在岸债市波动较美元计价的债券高，因此南韩企业亦愿意发行美元债券。



资料来源：彭博，2018年9月1日至2020年1月31日。亚洲投资等级债券代表指数为ICE美银亚洲货币投资等级企业指数。

印尼和印度高收益债券选择多，澳门博彩债券吸引

投资团队对2024年亚洲高收益债券前景感乐观，除了因为收益率高，也兼具质素良好和投资机遇分布在不同市场和板块的优势。撇除中国内地，该区息率达9%，相当不俗。团队尤其看好印度和印尼的高收益债券，因为存续期及板块选择甚广。

印度在亚洲高收益债券市场占比于2023年达30%，较2020年的13%有明显上升，更超越中国内地成为亚洲最大发行市场。团队看好印度不同范畴的高收益债券，包括机场、钢铁、非银行金融类别和再生能源。其中，再生能源债券的供应量少加上容易于在岸市场进行融资，故其表现持续强韧。另外，基于机场旅客流量已回到疫情前水平，助盈利提升，故机场营运商债券备受看好，个别机场营运商更由于财务状况改善获信贷机构上调信贷评级。

印尼企业同样地能从在岸市场融资，包括较早前受惠于商品价格高企的能源公司。这些企业手头现金充裕，因此能提早赎回美元债，有效管理其资产负债表。除了商品和能源板块受团队青睐之外，地产债券也具吸引力。直至2024年6月，当地政府会豁免11%房屋增值税，以刺激当地房地产市道。

中国内地高收益债券中，团队会关注消费和石油天然气的行业，对于内房债则维持审慎，但会以策略性态度留意一些国企地产债券。目前一般房屋销售额来自二手市场，地产商尚未走出阴霾。2023年8月及9月所推出的房屋政策只为楼市带来短暂反弹，并不能持续。对于中国内地当局鼓励银行为地产商提供无抵押短期贷款，成效仍有待观察，因为这并非银行一贯做法。投资者信心、经济复甦情况以及就业市场状况等因素才是楼市回暖的关键。另外，团队继续看好澳门博彩业前景。受惠旅客反弹，博彩营运商业绩和现金流将持续向好。

总而言之，资本市场在2024年仍将要面对地缘政治风险和美国总统大选等众多潜在挑战。然而，经济、通胀、货币政策和金融市场等基本因素多方面均已取得进展，惟实际走势可能要在2024年年中才明朗化。不过，这并不意味投资者应该消极应对。消费物价放缓，央行势将把焦点由控制通胀转移到刺激经济增长之上，相信资本市场因此会出现更多投资机会。



本章总结：

- 看好中国内地的科技、媒体和电讯板块、金融行业的投资级别债券
- 宏观因素和信贷质素持续改善，对亚洲高收益债券带来支持
- 亚洲高收益债券看好印度机场、钢铁、非银金融和再生能源，以及印尼的能源和地产
- 中国内地高收益债券可留意消费、石油天然气和澳门博彩营运商

本文由东亚联丰投资管理有限公司（“东亚联丰投资”）编制，仅供参考之用。东亚联丰投资并不以此资料邀请作任何行动，或提供任何建议或推介。本文或其内容并不构成任何促使、邀请、广告、诱因、承诺、保证或作出任何类型或形式的代表及东亚联丰投资就此表明并不为此负上相关责任。本文所载资料根据东亚联丰投资认为可靠并以“现况”的基础下提供。即使竭尽所能力求准确，东亚联丰投资及其辖下董事/职员并不为其内容的准确性、完整性或时间性负上任何责任。所载资料乃属东亚联丰投资拥有。未经东亚联丰投资事先书面同意，本文或其任何内容均不可予以复印或分发予第三者。本文未经香港证券及期货事务监察委员会审阅。东亚联丰投资为东亚银行的非全资附属公司。

免责声明

免责声明及重要通知

本文件由东亚银行有限公司（“东亚银行”）和东亚联丰投资管理有限公司（“东亚联丰投资”）编制，仅供客户参考之用。其内容是根据大众可取得并有理由相信为可靠资料制作而成，惟该等资料来源未经独立核证。

有关资料所表达的预测及意见只作为一般的市场评论，并不构成任何投资的要约或有关要约的招揽、建议、投资意见或保证回报。本文件所表达的资讯、预测及意见以截至发布之日期为依据，可予修改而毋须另行通知，及不可被视为就任何投资产品或市场的建议。有关资料未经香港证券及期货事务监察委员会、香港金融管理局或任何香港监管机构审核。

东亚银行会按需要更新已发布之研究。除了定期发布的报告外，东亚银行亦会按需要不定期发布其他报告，不作另行通知。

东亚银行对本文件内有关资料的准确性及完整性或任何所述的回报并不作出任何代表或保证、陈述或暗示及对有关资料所引致的任何问题及／或损失（不论属侵权或合约或其他方面）概不负责。投资涉及风险，投资产品之价格可升亦可跌，甚至变成毫无价值。投资产品之过往业绩并不代表将来表现。阁下在作出任何投资决定前，应仔细阅读及了解有关投资产品之销售文件及风险披露声明，并应谨慎考虑阁下的财务情况，投资经验及目标。

投资决定是由阁下自行作出的，但阁下不应投资任何产品，除非中介人于销售该产品时已向阁下解释经考虑阁下的财务情况、投资经验及目标后，该产品是适合阁下的。

本文件是东亚银行的财产，受适用的相关知识产权法保护。未经东亚银行事先书面同意，本文件内的资料之任何部分不允许以任何方式（包括电子、印刷或者现在已知或以后开发的其他媒介）进行复制、传输、出售、散布、出版、广播、传阅、修改、传播或商业开发。

本文件所有内容均已由中文翻译成英文。如中、英文版本有任何抵触或不相符之处，应以中文版本为准。

东亚联丰投资为东亚银行的非全资附属公司。

东亚银行（中国）有限公司（“东亚中国”）是东亚银行在内地注册成立的全资附属银行。