

施施而行

東亞銀行經濟研究部



2024年第1季經濟展望

通脹前景仍是決定環球經濟發展的重要因素

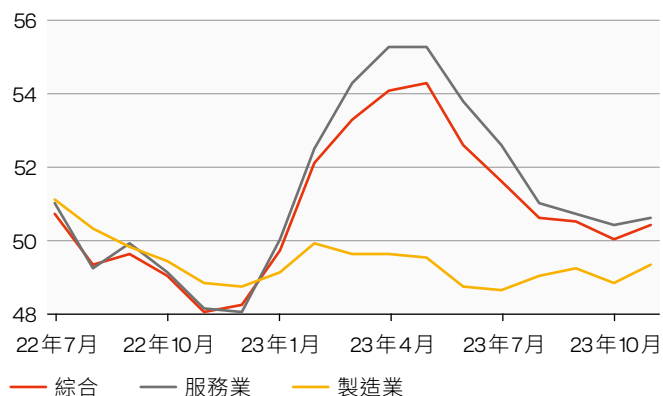
環球經濟展望

環球延續低增長勢頭，貨幣緊縮週期步入尾聲

回顧2023年，環球經濟在眾多不穩定因素夾擊下，仍能保持擴張。2023年的環球經濟受到主要央行快速加息和地緣政治局勢迅速變化等不穩定因素衝擊，但在服務業需求強勁推動下，勞工市場進一步改善，支持私人消費穩定擴張，抵銷了外貿萎縮和製造業活動疲弱的負面影響。然而，各經濟體的復甦進程不一，美國經濟較預期為佳，中國內地經濟高於政府的工作目標，歐洲經濟則較為滯後，顯示出環球經濟復甦的動力並不平均。此外，環球主要央行顯著調高政策利率後，也提及到高利率將會維持一段時間，令貨幣緊縮政策對消費和投資的負面影響進一步積累，高負債和高息率為部分經濟體帶來較大的財政壓力。中國內地則未有受到高通脹困擾，年內兩次下調政策利率，鞏固經濟復甦勢頭。

全球採購經理人指數

>50表示擴張



資料來源：彭博，數據截至2023年12月18日

環球通脹從高位回落，並踏入了對抗通脹的關鍵階段。受惠於大宗商品價格回落、供應鏈恢復供求平衡及商品消費需求降溫等積極變化，環球通脹在2023年自高位回落，但勞工市場緊張導致工資增長加快，加上服務消費需求旺盛，均令核心通脹回落速度緩慢，並顯著高於政策目標水平。面對環球經濟前景不明朗，企業上調價格的空間受限，加上高利率環境和工資漲勢回軟亦將制約需求，預期核心通脹在未來將進一步下降，為環球緊縮貨幣政策回歸正常化提供有利條件。

勞工市場緊張情況廣泛降溫，私人消費料將趨於緩和。環球主要央行緊縮貨幣政策，金融流動性顯著收緊，令2023年第4季環球勞工市場緊張情況逐漸獲得舒緩，特別是歐美多個先進經濟體均錄得失業率輕微上升，職位空缺有所回落。展望未來，我們預期私人企業的招聘將變得更為審慎，整體失業人數和失業率將呈溫和上行趨勢，難免會打擊消費信心。可是，環球勞工市場恢復供求平衡有助減低潛在通脹壓力，並引導通脹預期下降，為利率回歸正常化提供空間。

展望2024年，通脹前景仍是決定環球經濟發展的重要因素。目前，環球經濟仍面對不少挑戰，例如中東和歐洲的軍事衝突尚未平息、地緣政治緊張局勢和保護主義抬頭、多個國家及地區舉行大選可能引發的政治不確定性等，有關發展均可能會衝擊環球消費和企業投資信心，甚至再次阻礙供應鏈正常運作，以至資產市場變得波動等。然而，假若環球通脹保持下行趨勢，主要央行均有望於2024年年中起有序下調利率，此舉有助提振消費和企業投資信心。加上，環球企業和家庭部門的資產負債表依然穩固，料可支撐私人消費和投資。在2024年，環球經濟可望延續低增長勢頭，並可避開出現經濟停滯或衰退的情況。



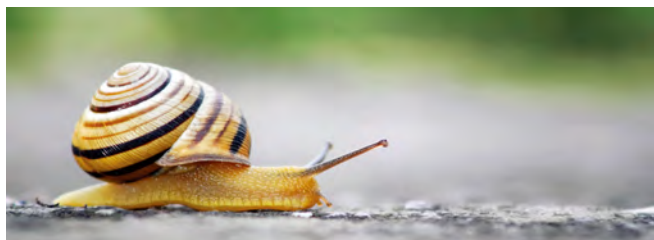
宏觀經濟

美國經濟展望

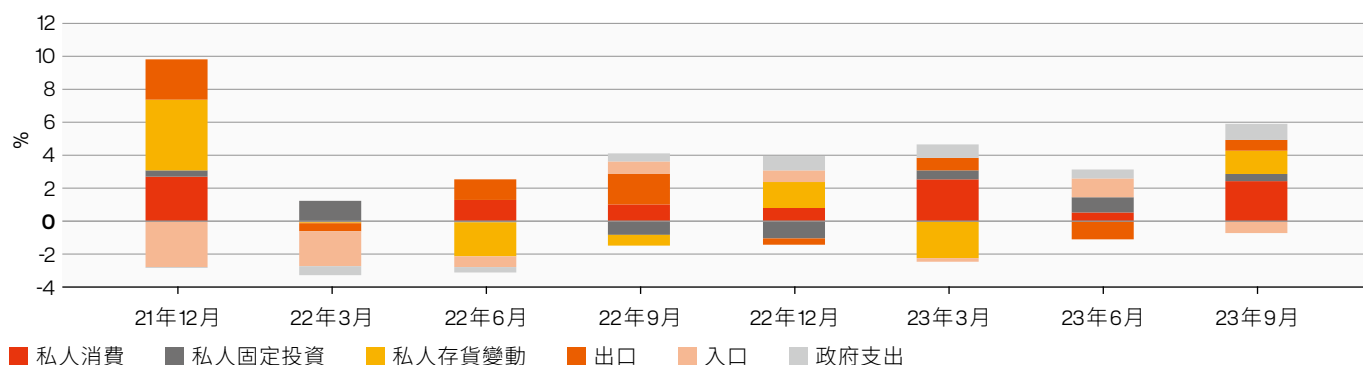
高息環境將制約美國經濟增長

美國經濟在2023年首3季保持強韌，但預料在第4季的經濟增長將會放緩。當地經濟在2023年首3季錄得實質按年增長達2.5%，反映未有受到美聯儲快速加息和環球經濟放緩所影響，尤其是在第3季，其經濟增長更進一步加速至按季年率約5%水平，主要受惠於強勁的私人消費、政府消費及投資增長，足以抵銷住宅投資及淨出口疲弱的影響。然而，美聯儲在本輪加息週期的累計加息幅度達5.25%，並持續進行縮表，緊縮貨幣和信貸環境對經濟、消費、投資及資產市場的影響日漸明顯。例如高利率難免會影響企業新投資的回報，特別是對利率敏感的房地產和資本密集行業，以及對高負債的企業和個人有較大影響。近月，美國公布密歇根大學消費者情緒指數、供應管理協會 (ISM) 製造業及服務業採購經理指數亦分別回落至較低水平，而二手樓銷售量更觸及近13年來新低，各項數據均顯示高利率環境對經濟的影響已逐步浮現，預期美國經濟在2023年第4季及2024年的增長將會減速。

美國的勞工市場緊張狀況略有改善。過去數月，當地的勞工市場緊張情況有降溫跡象，失業率自2023年初降至超過半世紀以來的低位後，略為回升。近月新增非農職位數目亦較2022年每月平均回落超過四成，平均時薪的按年升幅則從2022年高位回落約兩個百分點。可是，縱使美國勞工市場緊張情況有紓緩，其整體情況仍保持穩健，特別是平均時薪的升幅依然高於美聯儲通脹目標相應水平，故勞工市場緊張狀況改善僅為美聯儲提供了暫停加息的空間。

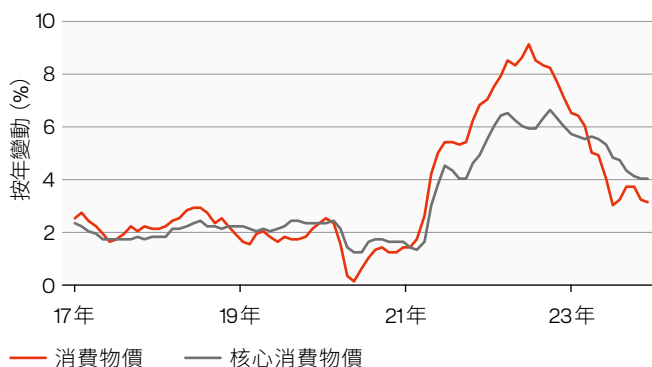


美國國內生產總值年率化按季變動分布



資料來源：彭博，數據截至2023年12月18日

美國通脹率



資料來源：彭博，數據截至2023年12月18日

通脹尚待返回政策目標，預料美聯儲於2024年會有溫和減息空間。目前，無論是以整體消費物價或個人消費開支物價指數計算的通脹率，均顯示出美國通脹經已見頂，特別是商品價格明顯回落，租金升幅亦有放緩。不過，服務價格的黏性較強，與上述平均時薪升幅較大有密切關係，且通脹率仍持續高於政策目標，未來通脹放緩走勢亦可能會有反覆。因此，美聯儲認為利率或已接近見頂，但高利率仍會維持一段時間。該局最新點陣圖中位數預測2024年或會減息3次，委員會亦料將逐步轉向討論何時就緊縮貨幣政策作出調整。若未來通脹逐步返回美聯儲2%政策目標，預期美聯儲將於2024年年中起開始溫和減息。

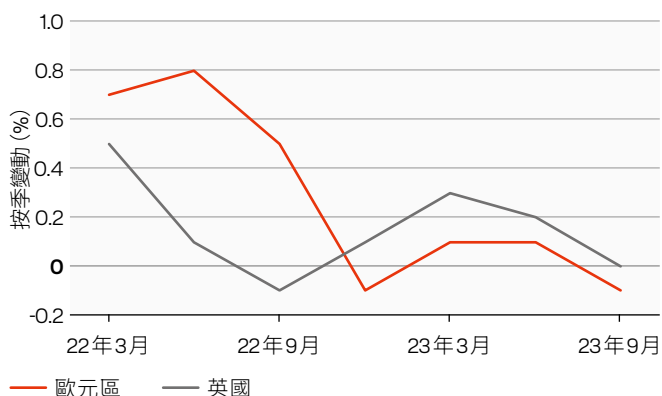
我們預期美國的經濟增長在2024年將會放緩至1.3%。綜上所述，高息環境持續勢將限制當地的經濟增長，特別是對商業投資的打擊，而私人消費亦料會受到勞工市場緊張情況降溫、超額儲蓄率和早前寬鬆財政政策復歸正常所影響。再者，地緣局勢變化迅速，加上2024年的美國總統大選，以及中美競爭等，勢將增加經濟前景的不確定性，甚至再次加大通脹壓力，故預期美國經濟將從2023年超過2%的增長逐步放緩至2024年的1.3%，雖會低於其趨勢增長率，但不致陷入衰退。

歐洲經濟展望

歐洲經濟大致停滯不前，關注下行風險

受到眾多不明朗因素困擾，歐洲經濟大致維持停滯狀態。高通脹、高利率、環球經濟疲弱、地緣政治風險升溫，以及疫後重啟動力減弱等，令當地的製造業及服務業呈廣泛放緩。歐元區經濟在2023年上半年保持平穩後，在第3季錄得按季輕微萎縮0.1%。經濟轉弱主要受德國經濟輕微收縮0.1%，以及愛爾蘭經濟明顯下滑所拖累。至於以服務業為主的法國和西班牙則受家庭部門消費增加所帶動，兩國的經濟分別按季增長0.1%及0.3%。意大利經濟亦按季輕微上升0.1%，避過陷入技術性衰退。另外，英國經濟在第3季按季持平，雖然當地的淨出口有所改善，但被家庭、政府消費開支及資本形成總額等分別按季收縮0.4、0.5及2.0%所抵銷，顯示高通脹和緊縮貨幣政策對消費及投資的制約正逐步浮現。

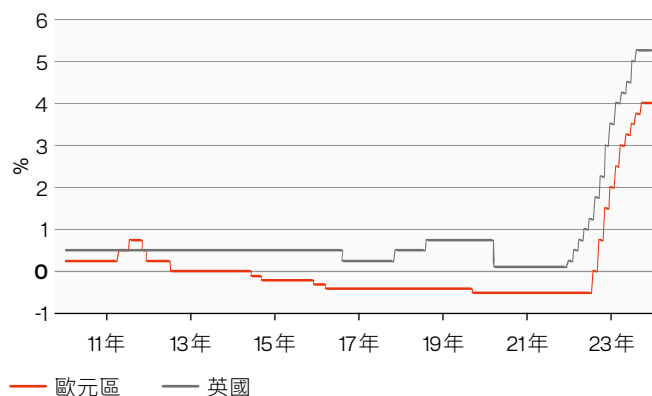
歐元區及英國經濟增長



資料來源：彭博，數據截至2023年12月18日

歐洲通脹持續回落，但高息環境將維持一段時間。在高基數下，能源價格按年顯著下跌，帶動歐元區及英國整體通脹率回落至5%以下。不過，勞工市場穩健及工資增長速度較快，勢將拖慢核心通脹回落的步伐，並預期會持續高於政策目標一段時間。再者，地緣局勢緊張有可能再次影響能源供應和打亂供應鏈的正常運作，增添通脹有序回落至央行政策目標的不確定性。2023年10月以來，歐洲央行及英倫銀行均表示維持政策利率不變，加上當地近期的經濟略有降溫，通脹亦見持續回落，我們預期央行已完成本輪加息的行動。可是，歐洲通脹持續高於政策目標，歐洲央行及英倫銀行均預計在2025年才會達成通脹回落至2%的政策目標，故預料兩地央行將維持較高政策利率一段時間，直至2024年年中至下半年，才會視乎通脹走勢及貨幣政策傳導效果，再研判是否有減息空間。

歐元區及英國政策利率



資料來源：彭博，數據截至2023年12月18日

展望未來，歐洲經濟料於低位回穩。縱使歐洲經濟持續受到不明朗因素困擾而處於停滯狀態，但近期商業調查顯示市場信心已見初步回穩的跡象，特別是市場預期先進經濟體加息週期見頂，2024年息率有望逐步回落。加上當地的勞工市場保持穩定，料可逐步提振消費和投資信心，帶動歐洲經濟在低位走穩，未至於持續陷於衰退。



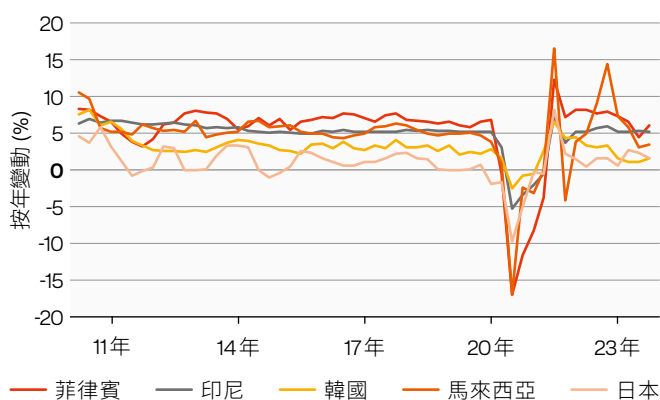
宏觀經濟

亞洲經濟展望

亞洲經濟總體平穩增長，外貿出現初步企穩跡象

受環球商品需求回落和貨幣緊縮政策影響，亞洲出口在2023年普遍面對較大壓力。儘管如此，亞洲經濟仍能維持平穩增長勢頭。在區內先進經濟體中，日本因汽車出口和入境旅遊進一步回暖，經濟得以迅速復甦。南韓和台灣的經濟在全球科技產品需求疲弱所拖累下出現放緩，但其增長動力在2023年下半年起已漸見回穩。至於東盟經濟體，自2023年上半年經濟出現放緩後，大部分成員國的經濟亦於下半年有所回升。

亞洲個別經濟體的國內生產總值



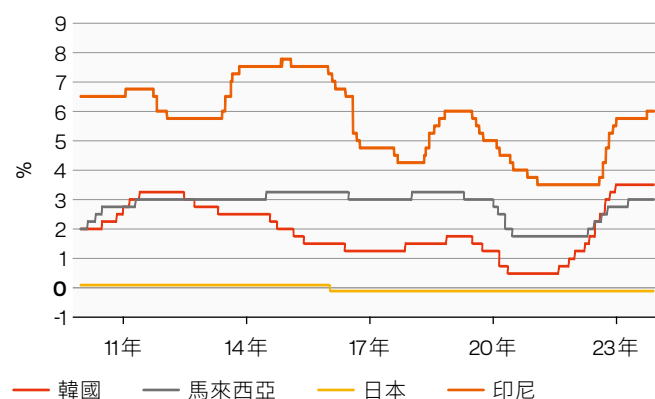
資料來源：彭博，數據截至2023年12月18日

亞洲經濟體的商品出口漸見回穩，但復甦步伐不一。2023年首3季，除了日本外，亞洲經濟體的商品出口普遍錄得下跌，主因歐美市場對商品需求轉弱、科技產品處於調整週期及企業去庫存等影響。不過，近期亞洲商品出口跌幅普遍有所收窄，部分經濟體更錄得回升。這除了是按年低基數的因素，也因汽車產能在全球供應鏈復常後回升的帶動。隨著全球科技產品調整週期接近尾聲，我們預料亞洲經濟體商品出口於2024年有望進一步回穩，為區內製造業生產和就業帶來支持。

同時，大部分亞洲經濟體的通脹持續降溫。大宗商品價格回落、環球航運成本下降、經濟增長放緩，以至政府對個別主要商品實施價格控制或補貼，均是領區內通脹回落的重要因素。部分亞洲經濟體如印尼、泰國和越南的通脹率，在2023年第4季已大致回落至其央行的政策目標，預料通脹壓力在2024年對區內經濟體的威脅將進一步緩解。但值得注意的是，食米是亞洲的主要糧食之一，近期米價大幅上漲或會增加區內食品通脹的上行風險。

貨幣政策方面，美聯儲持續緊縮貨幣政策推動美元升值，促使亞洲部分央行在2023年下半年再度加息。現時，歐美主要央行已到達緊縮週期的頂峰，這將紓緩亞洲央行的加息壓力，預料個別亞洲央行有望於2024年開始減息。另外，日本通脹及其央行實施貨幣政策的步伐則有所滯後，預料日本央行將以漸進形式退出超寬鬆貨幣政策、結束摯息曲線控制和負利率政策。

亞洲個別經濟體的政策利率



資料來源：彭博，數據截至2023年12月18日

整體而言，在經濟基本情況大致穩定的支持下，我們對2024年的亞洲經濟前景保持謹慎樂觀的看法。此外，中國內地旅客出境旅遊的需求仍然巨大，相關需求將於2024年進一步獲得釋放，勢能惠及多個亞洲經濟體。展望未來，在內部需求穩健、出口回穩及貨幣政策有望轉趨寬鬆所帶動下，預料亞洲經濟體在2024年的經濟增長速度將可輕微加快。

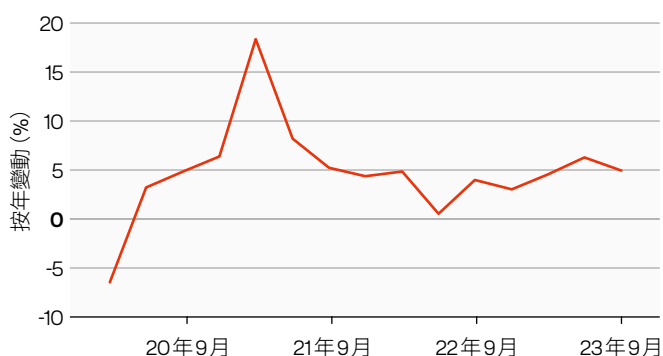


中國內地經濟展望

內地實施政策組合拳措施，經濟將延續穩健復甦

2023年以來，中國內地經濟自疫後復常，政策支持力度有所加大。隨著內地經濟和社會活動回復正常，民眾恢復出行，早前因疫情積壓的需求，特別是服務業相關的需求得以釋放，帶動消費和服務業復甦，並成為推動經濟增長的主要動力。然而，內地的經濟復甦動力並不平均，加上外圍經濟下行壓力較大，以及房地產市場持續調整等，令內地經濟全面復甦需時。內地當局因而加大了政策支持力度，以達致穩增長、穩就業和穩預期。目前，內地已非單純追求經濟高速增長，亦對高質量發展有更高要求。因此，除了傳統的貨幣和財政政策外，支持經濟的措施亦涵蓋了房地產、資本市場和民營經濟等不同層面，以平衡短期穩增長和長期經濟高質量發展所需。2023年首3季，內地經濟實質按年增長5.2%。我們預期2023年全年經濟增長將可達到5%左右的政府工作目標。

內地經濟季度表現

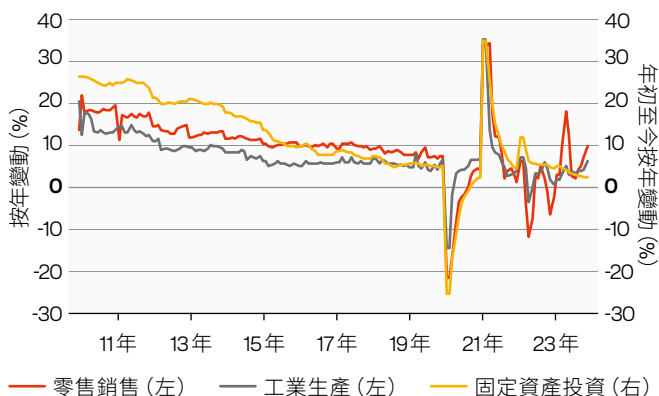


資料來源：彭博，數據截至2023年12月18日

消費繼續是內地經濟增長的主要動力。隨著疫後復常和民眾對消費體驗的需求增加，不單零售銷售表現有明顯改善，服務消費的潛力亦得到釋放，帶動餐飲、旅遊、酒店、休閒娛樂等錄得強勁增長。2023年首11個月的社會消費品及服務業零售額，分別按年增長7.2%及19.5%。同時，汽車銷售亦錄得穩健增長，主因內地當局延續了新能源汽車購置稅減免和相關補貼措施。

工業生產穩定增長，投資則較為滯後，而高技術投資及製造業表現領先。內地消費表現逐步改善，以至國家長期對創新及科技領域、戰略性新興產業的投入，高技術產品如新能源汽車、太陽能電池及鋰離子蓄電池等出口競爭力持續加強下，帶動2023年首11個月工業生產錄得按年穩定增長4.3%。固定資產投資增長則較為落後，首11個月僅按年增長2.9%，主要受到房地產投資疲弱拖累所致，而基建和製造業投資則維持穩健增長，其中高技術領域投資如電氣機械及器材、專用設備等裝備製造業錄得雙位數升幅，抵銷整體投資的部分下行壓力。

內地零售銷售、工業生產及固定資產投資



資料來源：彭博，數據截至2023年12月18日

政策支持力度加大，紓緩了房地產市場的下行壓力。2023年以來，內地當局持續加強穩定房地產市場的政策力度，例如「認房不認貸」、下調按揭利率及首付比例，以至放寬限購令等，均提振了購房者信心和促進樓市交投。至於「保交樓」和支持優質的房地產開發商融資需求，則有助於推動商品房的交付及相關投資。不過，房地產市場復甦需時，預料在內地當局加大穩經濟、穩信心，以至穩房市的政策支持力度下，將可逐步提升購房者的信心及釋放民眾改善住屋環境需求，有助紓緩房地產市場的下行壓力。

展望2024年，隨著內地當局實施政策組合拳，經濟料能保持穩定擴張。面對外圍經濟環境的不確定，以至地緣局勢持續緊張，我們預期內地當局將繼續透過平衡短期穩增長和長期經濟高質量發展所需，推出重點支持中小企、創新科技、綠色發展等政策措施。貨幣及財政政策則仍略有放寬的空間，如輕微減息降準，以至如早前發行特別國債和擴大赤字率等。總體而言，我們預期2024年內地經濟增長將達5%左右，經濟結構則持續升級，進一步推動高質量發展。



宏觀經濟

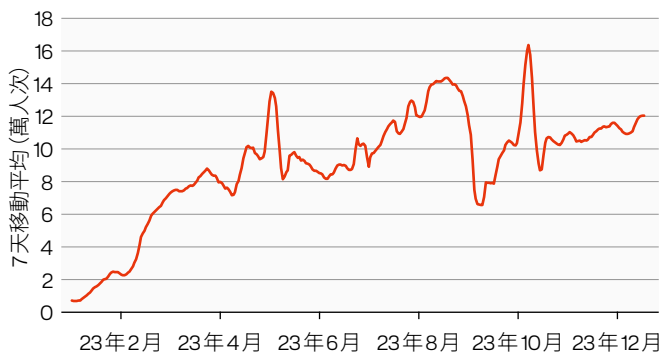
香港經濟展望

訪港旅遊和私人消費將領香港經濟穩步復甦

在訪港旅遊和私人消費的支持下，香港經濟在2023年保持穩健復甦。香港自2023年第1季與世界各地全面通關以來，訪港旅客人次迅速上升，成為帶動香港服務輸出急增的關鍵因素。私人消費亦在就業前景改善、香港特區政府派發消費券及舉辦多項大型活動的推動下錄得強勁擴張。然而，先進經濟體需求不振及利率高企，令商品貿易和投資表現受到制約，香港特區政府因而把2023年全年經濟增長預測調低至3.2%。展望2024年，香港經濟料將繼續在服務輸出和私人消費的支持下穩步復甦，全年經濟增長將較2023年更佳，預料可達到3.5%左右。

香港旅客數字

每日入境人次



資料來源：彭博，數據截至2023年12月18日

在經濟重啟下，旅遊相關行業於2023年保持高速增長。訪港旅客人次一直呈強勁升勢，並在暑期旺季進一步顯著攀升，全年訪港旅客有望突破3,000萬人次。此外，香港特區政府積極推動一系列消閒、美食、音樂及文化主題活動和多項大型盛事，包括「你好，香港！」、「香港夜繽紛」、「香港美酒佳餚巡禮」、「香港繽紛冬日巡禮」等，加上香港迪士尼新園區開幕，刺激訪港旅客人次在中秋、國慶、聖誕等節日明顯增加。由於積壓的旅遊需求巨大，預料服務輸出將繼續是香港經濟的重要增長引擎。

香港失業率



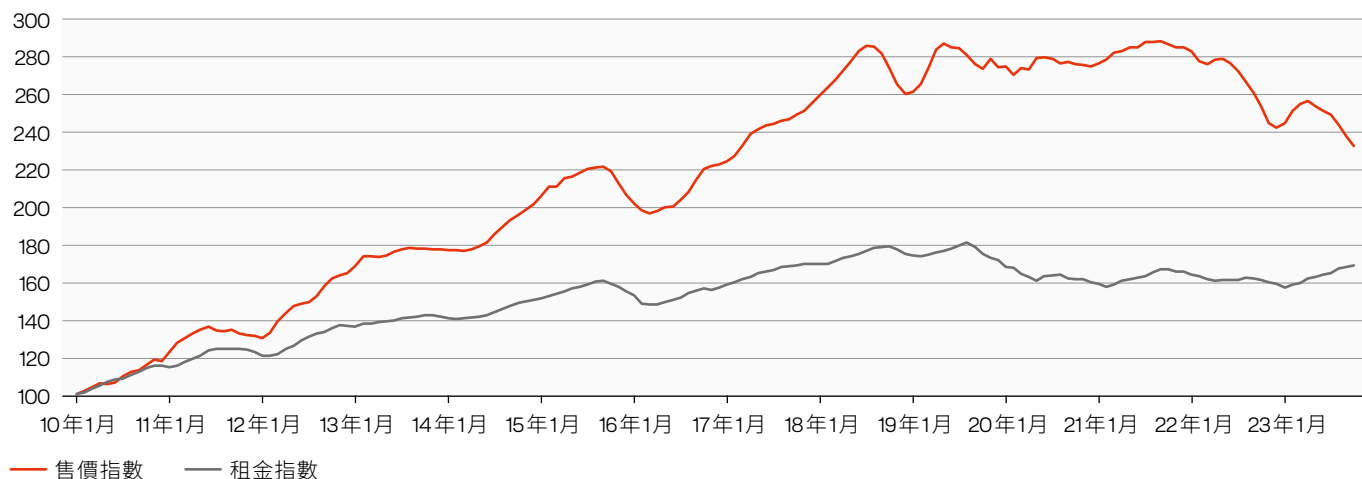
資料來源：香港特區政府統計處，數據截至2023年12月18日

在就業前景改善和香港特區政府推出支持措施下，私人消費保持強勁擴張。香港勞工市場亦見持續改善，失業率處於接近全民就業的水平，職位空缺數字也長期高企。良好的就業前景支撐本地居民收入和消費。針對長遠發展需要，香港特區政府推出多項人才計劃及設立「人才服務辦公室」。截至2023年11月底，超過8萬名人才來港，超出全年輸入3.5萬名人才的目標。另外，「補充勞工優化計劃」於同年9月起接受申請，該計劃將可紓緩建造業和運輸業等低技術勞工短缺的問題，為香港提供充足的勞工供應。

環球商品需求放緩，或會阻礙香港經濟全面復甦。2023年首3季，香港商品出口持續收縮。不過，隨著低基數效應於2023年第4季逐漸浮現，商品貿易開始呈現觸底企穩的跡象。地緣政局持續不穩，加上先進經濟體的經濟增速放緩，均對外圍需求帶來不穩定性。然而，中國內地經濟保持穩定復甦，以及低基數效應愈見明顯，預料香港商品出口數據將逐步回穩。

香港住宅售價及租金指數

2010年1月為基數100



資料來源：差餉物業估價署，數據截至2023年12月18日

住宅市道方面，香港樓市在2023年呈先高後低的走勢。2023年初，住宅樓價在經濟復甦、疫情防控措施放寬、市民信心改善的帶動下，曾錄得回升，惟在美聯儲大幅加息後，下半年起樓價走勢轉向整固。然而，租務市場的表現依然相對活躍，私人住宅租金價格持續向上，其上升動力主要來自抵港人才及非本地大專生的租務需求。香港特區政府在2023年的《施政報告》提出放寬多項樓市調控措施，協助市民置業安居，預料2024年香港住宅樓市將呈先低後高格局。



本章總結：

- 環球經濟在2024年仍要面對地緣政治緊張和多國舉行選舉所帶來的政治不確性定等挑戰
- 若通脹持續放緩，主要央行在2024年年中或會開始減息，有助環球經濟避開衰退
- 高息環境將持續限制美國經濟增長，預期2024年美國經濟增長將放慢至1.3%
- 歐洲經濟停滯不前，但若息率回落和勞工市場穩定帶動消費與投資信心，可令歐洲經濟在低位走穩，不會持續陷於衰退
- 內部需求穩健、出口回穩和貨幣政策轉趨寬鬆所推動，2024年亞洲經濟體的經濟增長速度將可輕微加快
- 中國內地將繼續推出不同刺激經濟政策，貨幣和財政政策也有放寬空間，料2024年經濟增長可達約5%
- 香港經濟增長在2024年可加快至3.5%左右，樓價將呈先低後高

乾坤挪移

東亞銀行財富管理處首席投資策略師 | 李振豪

東亞銀行財富管理處投資策略師 | 陳偉聰

東亞聯豐投資團隊



乾坤挪移

多項風險因素同時出現時，投資者更應有序增持具防守性、高息類及價值型股份

2023年第4季的標題是《拐點》。我們預測美國經濟及利率短期內將出現拐點，基本因素改變將為屢屢破頂的美股帶來壓力，波動率隨之上升，尤以科技股為先，如「美股7雄指數 (Magnificent 7)」¹獨佔上風，尤會感到不勝寒。2023年第4季曾透過多項涉及衍生工具市場及投資者心態的側面分析，預期美股會出現調整，但策略上並非一股不留，只是投資者須把握時機調配倉位。歷史數據顯示，在經濟下滑與利率見頂並出現第1次減息之時，防守性及價值型股份表現較佳，從估值分析和走勢分析皆能得出相似的答案。同時，我們也曾提及到，由於有一批投資者依然相信美國經濟繼續欣欣向榮，可帶動年內急升的增長型股份再創高位。過去預測大致與現在結果相若。

2024年第1季的標題是《乾坤挪移》，意謂剛柔陰陽二氣走向極至時移穴換位之勢。好比當前國際利益重置下，各地股市異象頻生，核心原因之一是官民對經濟前景預測有所分歧。資金捲土重來及債券波動性將牽引股市走勢，並會繼續衝擊市場。從數據上看，估值及利率拐點將支持具

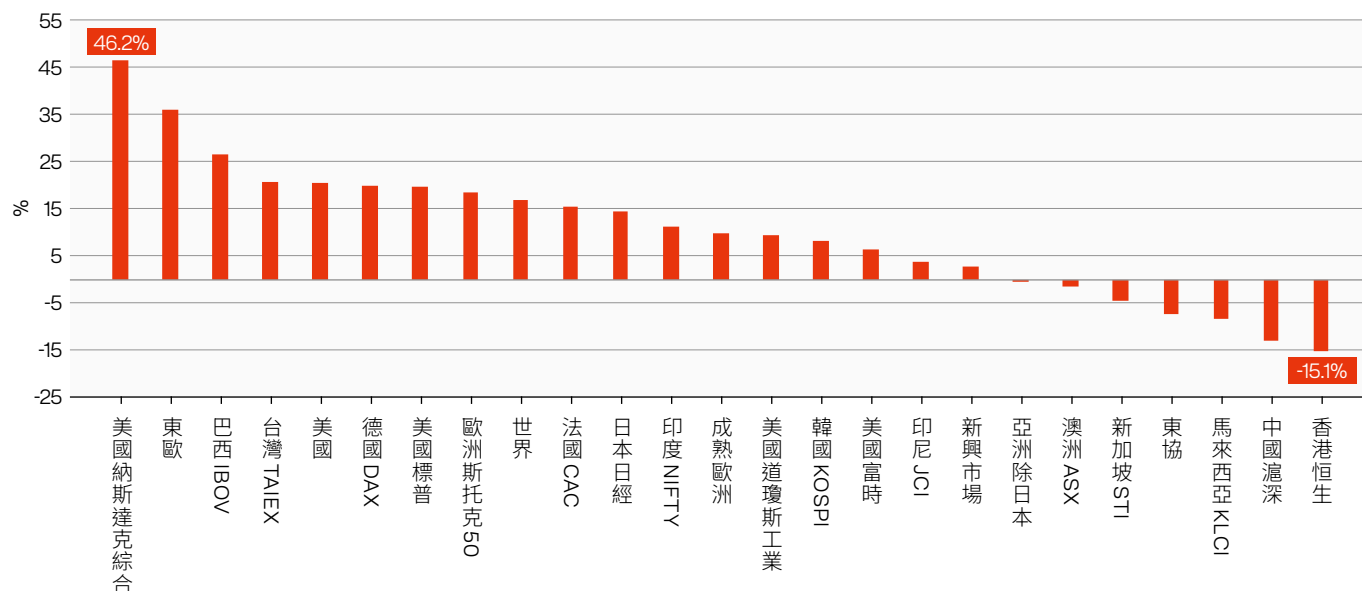
防守性及高息類股份，預計未來銀行股及科技股走勢將南轅北轍。綜合3大股票的投資風險因素，包括美國總統大選年、利率拐點及經濟下滑，並有機會同時在2024年出現。在此情況下，投資者應有序增持具防守性、高息類及價值型股份，以對沖科技股表現有機會急劇轉差的風險。

基本分析：經濟增長存疑

截至2023年12月3日，全球主要股票指數中，表現最好的是美國的納斯達克綜合指數，表現最差的是香港的恒生指數，分別錄得正回報46.2%及負回報15.1%，兩指數表現的差距高達61.3個百分點。中美兩國經過多番互相制裁及金融戰等博弈後，兩國的股市表現高下立見，機構或個人投資者自然懂靠邊站隊。

延續《宏觀策略》章節中分析，所謂「水清無魚，渾水摸魚」當市場愈亂，愈有投資機會，重點是投資者須認清前景和走勢脈絡。在愈趨混沌的局勢下，基本分析愈不可或缺。

各地及 MSCI 股票指數 2023 年回報



資料來源：彭博，數據截至2023年12月3日

¹ 見彭博網站，<https://www.bloomberg.com/quote/BM7T:IND>

股票

投資異象充斥市場

2023年在世界經濟論壇中發表的《全球風險報告》提到「多重危機 (Polycrisis)」概念，意謂當前全球多個危機相連並發，對經濟會帶來複式影響 (Compound effect)²，並警告極端天氣、地緣戰事、流行病疫、經濟下行、各國政治極化等正威脅全球，風險之多實屬近代罕見。從投資角度來看，世界正處於負方的極端領域，複式效應正推升尾端風險 (Tail risk)。好比極端天氣，在統計學上所謂「肥尾巴」(Fat tail) 的狀態下，投資市場正出現各種異象：

1. 在正常狀態下，國內生產總值 (GDP) 下跌，加上加息環境，股票指數理應受壓向下。參考過去 50 年共 200 個季度變化數據，當中只有 21 季出現美國聯邦利率攀升同時 GDP 下跌，但標普 500 指數上升的情況，佔總數僅 10.5%，反映此屬非常罕見的情況。值得注意的是，2022 年第 4 季至 2023 年第 2 季，均出現 GDP 下跌兼利率上漲，而標普 500 指數向上，連續 3 季出現這般不尋常的情況，是過去 50 年從未見過。期內，標普 500 指數的平均回報率約 7.5%，高於過往相同案例的平均回報率 4.9%，進一步引證了今天美國股市的走勢非常罕見。若以上述的分析框架套用在自 1999 年才成立的歐元區，並以歐洲斯托克 50 指數代表歐洲股市，結果僅得 5 季出現 GDP 下跌和利率上升，但股票指數卻能向上的情況，佔比只得 5.1%，情況同樣非常罕見。



美國相關數據如下：

季度	按季變化 (%)		
	標普 500	按季 GDP	聯邦利率
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

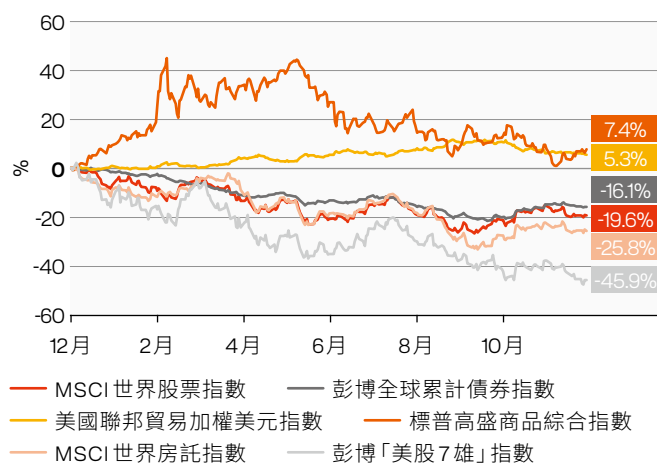
資料來源：彭博，數據截至 2023 年 11 月 30 日

2. 參考全球各主要資產指數表現，包括全球股票、全球債券、貿易加權美元、綜合商品、全球房地產投資信託基金指數及當前最火熱的「美股 7 雄」指數內的科技股，在 2022 年只有美元及商品全年分別錄得 5.3 及 7.4% 的升幅，其他資產皆出現雙位數跌幅，其中科技股，如「美股

² 見世界經濟論壇網站，<https://www.weforum.org/publications/global-risks-report-2023/digest/>

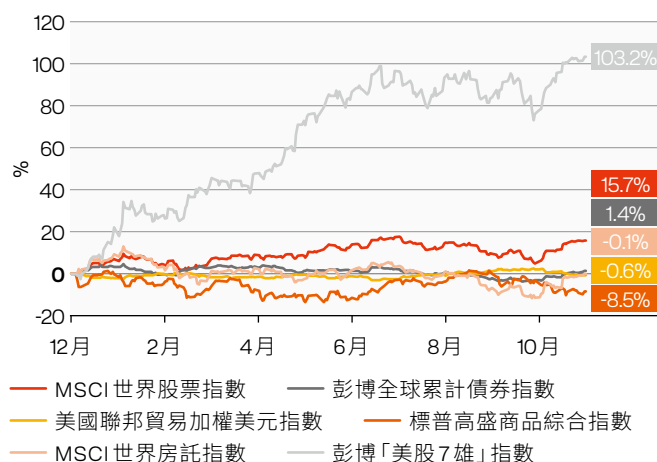
7雄」指數跌幅更接近45%。不過，在2023年，情況急遽轉變。截至12月14日，「美股7雄」指數年內回報平均102%，驚人的升幅帶挈全球股票指數上升近16%，其他資產卻錄得單位數跌幅，表現最差為綜合商品指數，跌幅為8.5%。綜合2022年和2023年的表現，顯示在極端環境下，全球資金趨向集中且急速流入個別資產，孤注一擲的投資操作有機會獲得一枝獨秀的成果。然而，一子錯滿盤皆落索，分散風險變得更加困難。

2022年各資產指數表現



資料來源：彭博，數據截至2023年11月30日

2023年各資產指數表現



資料來源：彭博，數據截至2023年11月30日

3. 指數走勢比例亦反映在美股與中國內地與香港的股市表現的差異。截至2023年11月30日，標普500指數與恒生指數走勢比例創出30年新高，更較1997年亞洲金融風暴時高出近1倍，反映中美博弈、港息高企、香港政經內憂外患等不利因素同一時間夾擊港股的情況，是近30年來從來未見。成交額持續萎縮的港股與資金擠擁的美股相形見绌。滬深300指數情況亦不遑多讓，數值上與2005年匯率改革時相差近不遠。

美國與中國內地及香港股票指數比例



標普500指數除以滬深300指數 (左)
標普500指數除以恒生指數 (右)

資料來源：彭博，數據截至2023年11月30日

歸根究柢，宏觀環境陰晴不定是客觀事實，官民對美國經濟前景南轅北轍的預測正加劇了各資產表現的分歧。費城聯邦儲備銀行警告在2023年7至10月期間，美國三分之一州份的經濟已出現收縮³，但官方仍樂此不疲地利用「軟著陸」及「好過預期」等官腔修辭為市場做好經濟下滑的希望管理⁴，但民間預期及多項經濟數據均未能支持2023年第3季公布按季4.9%超乎現實的經濟增長（詳情可參閱《宏觀策略》章節），加上華爾街推波助瀾，再次以「金髮女孩 (Goldilocks economy)」出現的說法為官方吶喊助威，加劇市場各走極端的態勢。

官民對經濟前景看法不一，雙方拉鋸局面導致資金正各走偏鋒，各方關係繃緊至斷索一刻便是今天投資者惶恐不安的狀態。除經濟預測分歧之外，另一導致投資市場出現極端現象則因利率預測分歧，詳情可參閱《債券》章節。

³ 見商業內幕者網站，<https://www.businessinsider.com/recession-outlook-economy-states-contracting-gdp-growth-philadelphia-fed-texas-2023-11>

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

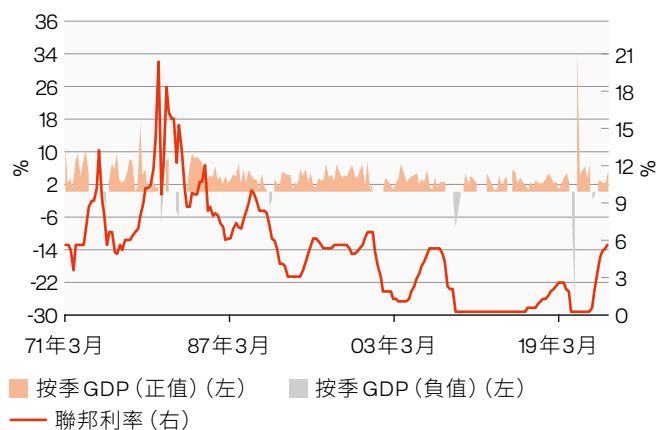
股票

核心風險：經濟增長預測

歸納大部分輿論及市場參與者的看法，大多認為2024年市場風險的主要來源分別是經濟增長及利率走勢。

利率走勢預測將在《債券》章節中探討，在此先按下不表。不過，由加息週期推演出經濟衰退，古已有之。參考自1973年至2023年第3季數據，在加息週期完結後，美國經濟無一不出現衰退。當GDP連續兩季以上出現負值即意味經濟陷入衰退，若將連續3個季度中首季度及尾季度出現負值也視為經濟衰退，在過去50年的加息週期後，美國經濟合共出現了9次衰退，並會在加息週期完結後平均3.8個季度之後出現。以今次的加息週期在2023年7月結束計算，即美國經濟衰退很有可能在2024年第2季出現。

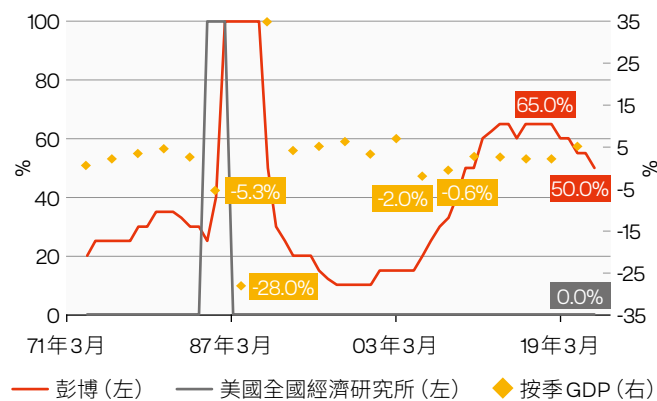
美國按季GDP與聯邦利率



資料來源：彭博，數據截至2023年11月30日

另外，參考代表私人機構的彭博及代表官方機構的美國全國經濟研究所的預測，美國經濟在未來12個月出現衰退的機率分別是50及0%。根據過去5年兩大機構的預測成績，當彭博的預測機率由下而上升至40%以上時，美國按季GDP便會出現負值。由於美國全國經濟研究所只有0和100%兩組數字，沒有中間數字反映漸變的機率，故彭博數據的參考性較高。自2023年7月起，彭博的相關數據由65下降至50%，未符合機率由下而上增加的衰退條件。不過，由於衰退機率仍高於40%，投資者不應過分掉以輕心。另一方面，截至2023年11月，美國全國經濟研究所的預測值仍是0%，數字與美國官方口徑一致，反映出政府與民間對經濟前景預測截然不同。

各機構預期美國未來1年出現經濟衰退機率



資料來源：彭博，數據截至2023年11月30日

再細心分析彭博提供的綜合私人市場對未來美國經濟數據的預測，節錄如下：

指標	2023年 (預測)	2024年 (預測)			
	第4季	第1季	第2季	第3季	第4季
GDP實質增長 (按季, %)	1.1	0.4	0.2	1.0	1.6
個人消費支出 (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
私人投資 (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
進口 (按季, %)	1.0	1.0	1.5	2.0	2.5
失業率 (按年, %)	3.9	4.1	4.2	4.4	4.4
財政預算佔GDP (按季, %)	-6.1	-5.7	-4.9	-5.6	-5.7

資料來源：彭博，數據截至2023年11月30日

最值得注意的是，2023年第4季的GDP按季增長預測只有1.1%，較第3季按季增長的4.9%，兩者相差近8成，差異之大令人驚訝。市場預測2023年第4季經濟增長急速放慢的主因之一是個人消費大跌，預期個人消費開支會由2023年第3季的增長3.6%，下降至第4季預期的增長1.5%，降幅超過5成，並預料會以近5成幅度繼續下挫至2024年第1及2季的增長0.7%的水平。另一拉低GDP的元兇是私人投資，市場預計私人投資將會由2023年第3季的正10.5%，直接跌至第4季的負0.2%，負值將維持至2024年第1季。另外，失業率將按季反覆上升，與整體悲觀預測吻合。財赤預期沒有明顯改善，暗示美國政府為人詬病的財政紀律依然欠佳，料華府將要發行更多國債，因而為債息帶來支持，並為美國股市及債市的表現帶來壓力（詳情可參閱《宏觀策略》及《債券》章節）。民間預測與官方數據霄壤之別，究竟是民間過於悲觀，還是官方過於樂觀？

數據公司FactSet以另一角度呈現經濟增長預測⁵。該公司抽出由2023年9月15日至11月16日期間，標普500指數成分股業績公布會中曾提及「衰退(Recession)」一詞的次數，以反映商業領域對未來經濟走向的看法。結果顯示，有53間公司曾引用「衰退」一詞，較2023年第2季減少13%，更較2022年第2季大減78%，也是自2021年第4季以來最少，亦低於5年平均（共84間）及10年平均（共60間）。以行業分類，提及最多次「衰退」的是金融業（14間），按比例計最多則是房地產行業（30%）。

綜合而言，官方樂觀情緒仍舊，但不論在歷史數據、民間預測及從商者的角度出發，經濟衰退的陰霾依然揮之不去。居安思危永遠是投資者及從商者應有的態度，較從政者因選舉的短期考量有著明顯差異。我們預期成熟市場將繼續受制於衰退陰霾，但股票的投資策略並非要一股不留，而是應將更多的資金泊向防守性或價值型股份。

市場分析：撥開陰霾

今天核心風險源自經濟及利率的未來走勢，再延伸出不同的波動因素。信息紊亂及矛盾是當前的「渾水」，市場分析便是為了尋找當中的脈絡。

資金流：捲土重來

2023年第4季本章節的標題為《拐點》。當時通過側面分析的結果顯示，投資市場正出現撤資情況，不利其時美股的表現，及後出現的結果與預測相若。

參考標普500指數的每日成交量，並以20天移動平均值作指標。數據顯示，由2023年6月底至10月下旬期間，成交量出現反覆下跌。當時美國國債收益率急升，經濟數據開始出現放緩，資金聞風先遁。不過，情況自美聯儲在同年11月議息會議後出現逆轉。美聯儲主席鮑威爾宣布再次維持利率不變，但令人愕然的是，他在記者會中表示局方的點陣圖不能盡信⁶，彷彿推翻了「昨天的我」。此舉令市場提早認定美聯儲口中雖然仍提到有機會繼續加息，但實際正為未來減息鋪路。美國國債的收益率也隨即急挫，各路資金重投美股，刺激標普500指數急升至年內新高，反映官方只需片言隻語便能在極度緊張的市場情緒中，撥弄資產走勢。

標普500指數及其每日成交量（20天移動平均）



資料來源：彭博，數據截至2023年11月30日

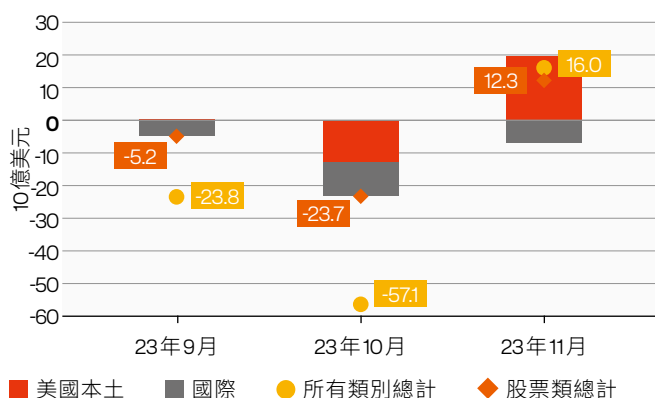
⁵ 見FactSet網站，https://advantage.factset.com/hubfs/Website/Resources%20Section/Research%20Desk/Earnings%20Insight/EarningsInsight_111723A.pdf?hsCtaTracking=31d0f488-5c02-4193-b93b-f1708067f4fa%7Cb994622e-6b82-4c98-ad34-76c848088314

⁶ 見巴倫周刊網站，<https://www.barrons.com/articles/fed-meeting-rate-hikes-pause-6251ded0>

股票

同樣情況亦發生在投資基金層面中。參考美國投資公司協會的資金流數據顯示，在2023年9及10月，股票類基金持續出現資金外流，分別淨流出52及257億（美元，下同），全部類別基金總計分別錄得238及571億的淨流出，差距之大反映非股票類，尤其債券類基金，因美國10年期國債收益率急升而受到嚴重打擊（詳情可參閱《債券》章節）。股票類基金中，美國本土情況出現了明顯變化，9月輕微流出4億後，10月的淨流出急增至133億，但11月又錄得195億淨流入，如此急升急降反映資金隨風擺柳，投資者未有堅定的看法。國際市場的股票類基金則未見有資金大出大入，持續錄得淨流出，9、10和11月分別流出48、104及72億，反映環球股市風眼正在美股之中。

美國投資公司協會資金流數據

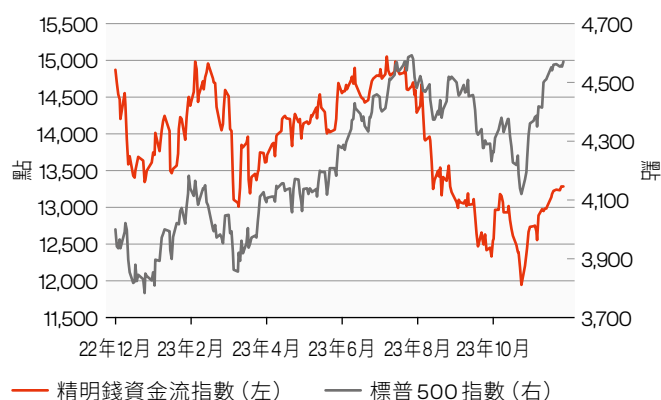


資料來源：彭博，數據截至2023年12月8日

資金從何而來？相信與個人投資者有關。追蹤機構投資者資金活動的「精明錢」資金流指數與標普500指數走勢相若，「精明錢」在2023年11月初觸及年內低位後有序反彈，

但未如標普500指數般有澎湃的升勢，反映「精明錢」正精明地等待更多數據才作出投資決定，又或對官方在經濟及利率的言論存有保留。美股雖屢創新高，但機構及個人投資者在投資心態、注碼控制及入市時間上有所差異。

標普500指數及精明錢資金流指數走勢



資料來源：彭博，數據截至2023年11月30日

資金及成交量見底反彈是利好訊號，但並未如指數走勢般勇往直前。無疑資金流將主導指數走勢，配合上述美國經濟下滑的預測，投資者除要控制注碼外，持倉也應趨向防守性或價值型股份為主，提早為未來成交量再次下跌的風險進行對沖。

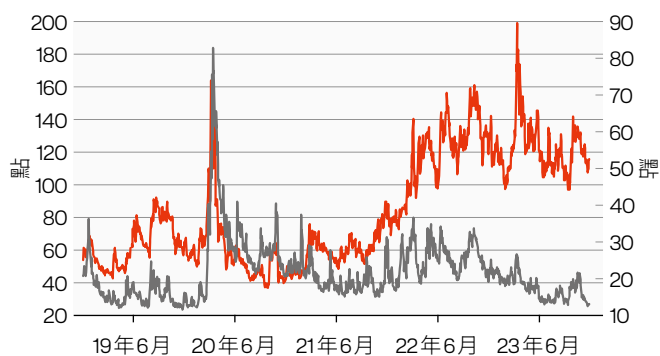
波動率：居安思危

投資市場內各資產回報存在某程度的牽引性，風險亦然。以芝加哥期權交易所市場波幅指數(VIX)代表標普500指數的波動率，及美銀美債期權波動率(MOVE)指數代表美債波動率。過去5年數據顯示，在2022年開始是次加息週期前，兩項波動指數走勢相若，但在是次加息週期開始後，VIX指數逐步走低，MOVE指數卻持續上升，反映當時通脹高企下，美聯儲仍執意持續加息，導致債市風暴正式展開。相反，在股市方面，美國的科技創新及美國向中國祭出晶片及人工智能等制裁，令大量資金轉泊至美國增長型股份，加上高財赤養育的高消費數據，都支持標普500指數反覆向上，令VIX指數跌至近5年新低。

不過，美國經濟的風險在未來能否如VIX指數般走低？科技股及消費股因受惠不斷被調升的盈利預測而走高，但試問經過多年的雙位數、甚至倍數增長後，盈利是否仍可維持快速增長？最後，如果加息週期完結，不論是否減息，資金仍會無限量投入股市而非轉往有可能觸底的債市？一旦以上疑問出現在投資者心中，疑心驅使下VIX指數自然反彈，當兩項波動指數差距收窄時，將不利美股走勢，更對單單由增長型股份帶動出來的升市尤為不利。



美股和美債波動性走勢



— 美銀美債期權波動率指數 (MOVE) (左)
— 芝加哥期權交易所市場波幅指數 (VIX) (右)

資料來源：彭博，數據截至2023年11月30日

股價並非零和遊戲，正如上述分析，跡象顯示各路資金正有序回流美股，但投入在哪些板塊則是後話。

估值：價值型更見吸引

美股表現看似亮麗，但其實科技股，尤以「美股7雄」指數的科技股貢獻了絕大部分升幅，反映市寬非常狹窄。全球資金蜂擁泊入寥寥數隻股份的現象實在是近代罕見，亦與千禧年期間炒作科網泡沫時的狀態相似。參考標普500行業指數中科技及公用板塊走勢比例，2023年11月30日的數值反映科技板塊較公用板塊表現優異性已超越千禧年時水平，創30年新高，更凸顯當前瘋狂的狀態。同樣概念套在美國增長型及價值型股份，雖然未達疫情時30年高位，但都只是一步之遙。

美股各行業指數及分類指數比例



— 標普500行業指數：科技股除以公用股 (左)
— MSCI美國：增長型股除以價值型股 (右)

資料來源：彭博，數據截至2023年11月30日

再參考過去10年的MSCI美國增長型及價值型股票指數的預測市盈率數據，詳細如下：

預測市盈率 (倍)	MSCI 美國	
	增長型股票指數	價值型股票指數
現值	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

資料來源：彭博，數據截至2023年12月3日

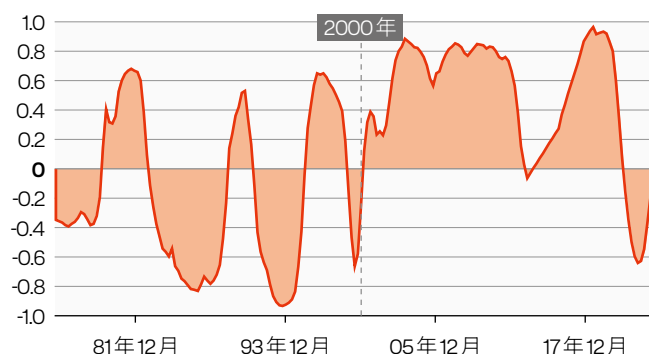
增長型股票指數的數據顯示，雖然現值距離峰值仍有43.1%，但較平均值高出近26.5%。價值型股票指數距離峰值和平均值分別只有32.3及0%。如以最低值比較，比例上價值型股票指數較吸引。

綜合而言，今天正處於30年來極端走勢中，均值回歸實在不足為奇。再考量估值差異，價值型股票指數較為值博。

利率拐點：高息股反撲

不論美聯儲最終如何決定，市場早已認定是次加息週期經已完結，減息更有利美股。但如此逆向而行的傳統概念是否屬實？抽取過去50年美國聯邦利率及標普500指數按季的相關系數數據，再透過每20季計算其移動平均值以撫平當中極端數據的影響，結果發現2000年前後的相關系數有著明顯差異，負值佔比分別報60.4及13.5%，意謂在千禧年之前，利率向下，而美股向上出現的機率有近6成，但其後降至不足1成半。因此，投資者預期未來就算減息，也未必對股市有支持，反而擔心頓時減息是否隱藏更大的風險。

美國聯邦利率與標普500指數的走勢關聯度

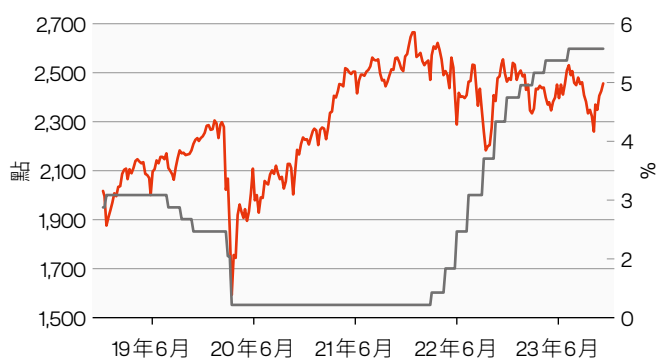


資料來源：彭博，數據截至2023年11月30日

股票

以微觀分析而言，不難理解加息時高息股受壓，反之亦然。參考過去5年MSCI美國高息股指數與聯邦利率走勢，正清晰呈現該概念。雖然指數走勢仍處於下降軌道，但美聯儲堅持「Higher for longer」原則下，利率見頂便是高息股反撲之時。高息股指數在2023年11月的單月回報超過8.5%，可媲美受惠科技股飆升的標普500指數（回報為8.9%）。惟若配合風險及估值考量，高息股更見吸引。

MSCI美國高息股指數及聯邦利率走勢



— MSCI美國高息股指數 (左) — 聯邦利率 (右)

資料來源：彭博，數據截至2023年12月1日

2023年10月的MSCI指數報表顯示⁷，投資策略上應以股息為首要原則，其次是低波幅及估值偏低，另應減持市值偏低及動態主導的股份。換句話說，投資策略應以防守型股份為主，包括基本消費、醫療護理及工業類板塊。

銀行業：苦盡甘來

自2022年美聯儲持續加息及堅持每月縮表政策，歐洲央行也亦步亦趨，令歐美金融體系的流動性明顯收緊，間接導致2023年3月爆發美國地區性銀行擠提事件⁸及歐洲大型銀行併購事件⁹。雖然及後官方立即修正政策，但投資者已對銀行和信貸市場有所陰影。參考追蹤美國主要24間儲蓄機構、地區銀行或國家貨幣中心的KBW銀行股票指數，由2023年2月高位急挫近37.5%，至5月官方出手維穩才止跌。

另外，反映美國金融流動性狀態的彭博美國金融狀態指數亦顯示，當時金融流動性嚴重不足（正值為「擴張」，負值為「收縮」），及後官方透過美聯儲與聯邦存款保險公司（FDIC）提供融資及倡議市場併購¹⁰，最終雖防止危機擴散，但銀行業股價仍持續低迷。

KBW銀行指數及彭博美國金融狀態指數



資料來源：彭博，數據截至2023年11月30日

時來運轉，2023年下半年起，美聯儲維持利率不變，金融狀態指數持續在擴張領域，11月更超越銀行危機爆發之前水平。截至2023年11月30日，受惠於高相關係數，KBW銀行指數已較年內低位回升近22%，但較危機爆發前高位，仍約有3成的潛在上升空間。

雖然穆迪¹¹及標普環球¹²下調了數十間美國銀行的信用評級，但相信在加息潮中備受壓力的銀行業指數，在逐步朝向減息路程中會苦盡甘來。

科技股：浴火試煉

大家仍記得非同質化代幣（簡稱NFT）的投資熱潮嗎？這是一種透過區塊鏈技術，把現實的藝術品、收藏品、遊戲和影像，轉化成獨一無二的數字資產。在蜚聲國際的拍賣行支持下，NFT於2021年在全球的交易總值曾達數百億美元¹³。

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

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

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

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

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

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

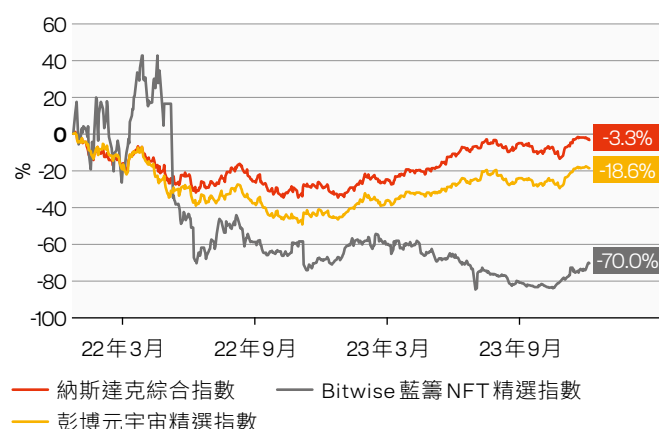
¹³ 見路透社網站，<https://www.reuters.com/markets/europe/nft-sales-hit-25-billion-2021-growth-shows-signs-slowness-2022-01-10/>

不過，及後部分受名人加持的NFT價格暴跌，引發相關投資者於2023年8月向拍賣行及一眾NFT創作者和持份者提出集體訴訟，指控涉及誤導性宣傳，串通並抬高價格¹⁴。

元宇宙 (Metaverse) 呢？這是一個聲稱能顛覆人類工作和生活的虛擬世界¹⁵，哈佛商業評論甚至在2022年發表研究報告表示¹⁶，雖然虛擬世界在許多方面仍處於萌芽狀態，但其已成為一項大生意，也令到科技和遊戲巨頭紛紛投入大量資源，利用不同的技術，包括虛擬實境 (簡稱VR) 平台、機器學習、區塊鏈、3D圖形、數位貨幣、感測器和支援VR的儀器等，創建自己的虛擬宇宙。直到2023年，個別科技巨頭在相關業務中錄得數十億美元虧損，但仍堅持相信元宇宙是企業的未來¹⁷。

參考 Bitwise 藍籌 NFT 精選指數自2022至2023年12月初表現，該指數在此期間曾經錄得逾4成的升幅，但最新錄得近7成的累積跌幅，其波動性極為駭人。同一時期的彭博元宇宙精選指數，跌幅也有近19%，反映亙古未有的創新在惠及全人類之前，相關股份先成了投資者的絞肉機。對比納斯達克綜合指數同期表現，該指數在2022年錄得了近33%跌幅，在2023年受惠人工智能熱潮，該指數截至2023年12月6日，年內反彈了近44%，兩年表現合計只下跌約3.3%。

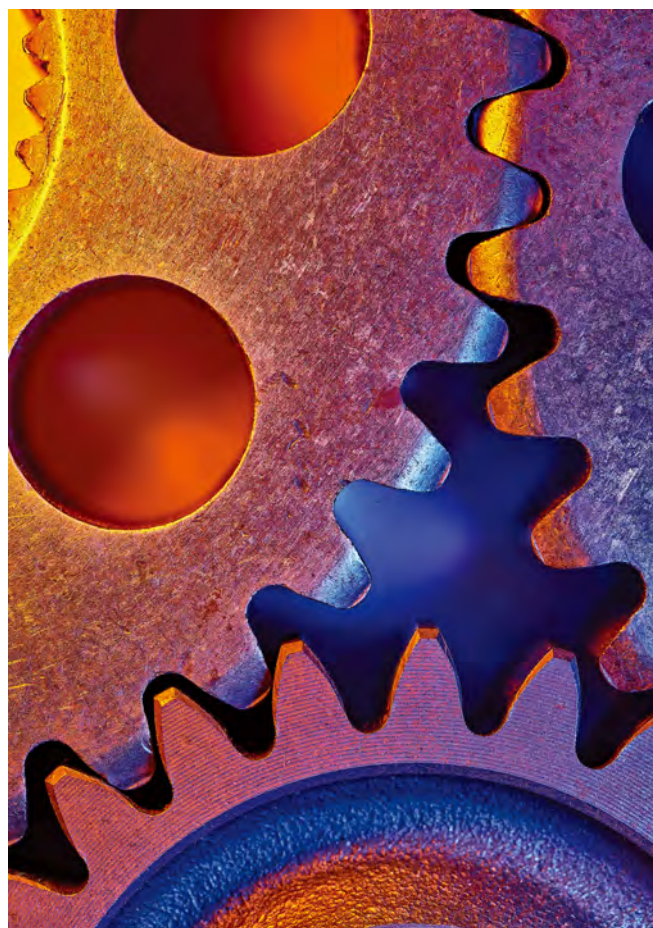
科技股、NFT及元宇宙相關指數近兩年累計表現



資料來源：彭博，數據截至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，皆反映短線主題式炒作主導了近年納斯達克綜合指數走勢，表現拋離全球所有主要指數，特別是美股中表現最佳，如「美股7雄」指數中的科技股。對於以上創科概念是否能夠造福人類？相信並非熱錢的焦點。

參考千禧年時，無遠弗屆的互聯網技術把無垠化成咫尺。廿多年後的今天，互聯網顛覆全球的貢獻已獲得完全肯定，故也有理由相信人工智能有力改變未來。不過，若比對當年及近年納斯達克綜合指數的按月表現，結果卻令人不寒而慄。



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

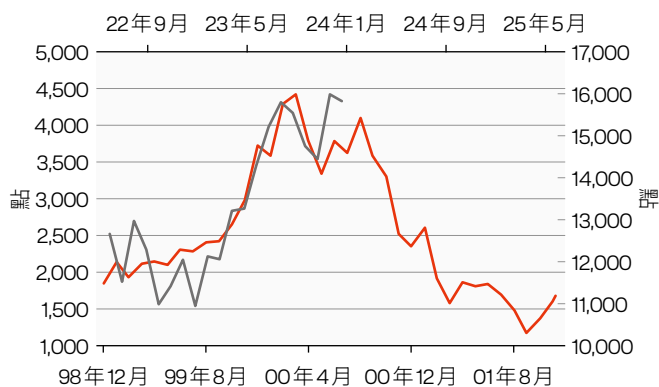
¹⁵ 見華爾街日報網站，<https://www.wsj.com/story/why-the-metaverse-will-change-the-way-you-work-95f15faa>

¹⁶ 見哈佛商業評論網站，<https://hbr.org/2022/04/how-the-metaverse-could-change-work>

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

股票

納斯達克綜合指數在1998及2022年起3年走勢圖



— 納斯達克綜合指數 (1998年起) (左)

— 納斯達克綜合指數 (2022年起) (右)

資料來源：彭博，數據截至2023年12月6日

自2023年下半年起，市場特別關注美國國債收益率與「美股7雄」指數走勢背馳的現象，部份解讀為債息增加令科技股貸款成本上漲，並因而影響到研發資金的投入規模等，在此不再加以置評。參考彭博「美股7雄」指數及美國10年期國債收益率相關系數的負值佔比，在2015至2021年間平均只有近43%，但在2022及2023年的佔比忽然急升至近80及68%。詳細數據如下：

年份	負值比例 (%)
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

資料來源：彭博，數據截至2023年11月30日

美國國債收益率和「美股7雄」指數走勢背馳現象只是近兩年較為明顯，暫時沒有足夠數據支持透過債息去推測美國科技巨頭股份走勢的分析。若純粹以數據預測未來走勢，基於短期內美國國債收益率曲線仍有反彈空間（詳情可參閱《債券》章節），暗示科技股，如「美股7雄」指數未來走勢或將有點步履蹣跚。

在經濟層面上，支持者認為人工智能可代替人類從事各種單調而重複的工作，從而讓人類有更多的時間放在創新並同時創造更多的財富。不過，歷史上，科技進步往往是經濟失衡的開端，最後更會釀成階級性利益衝突。觀乎在千禧年時，互聯網的發展創造了許多新職位，也衍生出大量億萬富翁，數量較近代工業革命時更多更快，惟亦令貧富懸殊愈趨嚴重。歷史上，科技創新能協助降低營運成本，但不能令商品價格下降，盈利極化加速了各行業的汰弱留強，卻又未必能改善民生。公平性是發展人工智能更有迫切需要討論的全球性議題，而非覬覦曠古燦今的虛幻願景。

投資策略：有序增持具防守性、高息類及價值型股份

縱觀全局，2024年主要有3大因素影響股市，分別是美國總統大選、利率拐點及經濟下滑。各因素的互動性將隨時間演變，加上政治角力等人為影響，料2024年各地股市的波動性將較以往更大，投資者須更頻密檢討投資組合及更靈活調配倉位。

美國總統大選年：美股完勝

這是3大因素當中最受肯定的，故以此作為策略部署的開端。

以過去10屆美國總統大選，即自1984年開始共40年的數據為基礎，並以7大美國及國際性股票指數代表不同地區的股市表現，包括有標普500指數、納斯達克100指數、羅素2000指數、MSCI歐洲指數、MSCI新興市場指數、MSCI亞洲除日本指數及MSCI東協指數。最後透過以下4個準則進行評分：

1. 平均回報及標準差比例，用以反映回報大過波幅的優勢。平均回報除以標準差後，把各指數的比例排序，首3名得到1分；
2. 最大及最小絕對回報值比例，用以反映上升較下跌更大的優勢，利用絕對值去剔除計算上的誤差。最大絕對回報值除以最小絕對回報值後，比例大於1者得到1分；
3. 正及負回報次數的差距，用以反映值博率的優勢。正回報減去負回報次數，把各指數的差距排序，首3名得到1分；
4. 季度表現獲得最佳及最差兩名總次數的差距，用以反映時間上的優勢。每季把7項指數表現排序，找出當季最佳及最差兩名。之後找出所有季度獲得首尾兩名的總次數，並計出差距。最後把各指數的差距排序，首3名得到1分。須注意的是，因數據提供上出現差異，此準則只應用在2008年起的數據。

基於上述條件，分析結果如下：

準則		美國股市指數			MSCI 股市指數			
		標普 500	納斯達克 100	羅素 2000	歐洲	新興市場	亞洲除日本	東協
1	平均回報 (%)	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	最大回報 (%)	20.0	30.0	31.0	11.7	20.6	18.3	20.4
	最小回報 (%)	-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	正回報次數	25	18	24	12	20	20	7
	負回報次數	15	18	16	12	16	16	9
	差距	10	0	8	0	4	4	-2
4	首 2 名次數	4	6	7	2	3	6	4
	尾 2 名次數	5	3	3	7	3	5	6
	差距	-1	3	4	-5	0	1	-2
總得分		2	2	4	0	1	2	0

資料來源：彭博，數據截至 2023 年 12 月 6 日

綜合以上分析，總得分最高為羅素 2000 指數，次名同分者分別有標普 500 指數、納斯達克 100 指數及 MSCI 亞洲除日本指數。從區域性而言，美股總得分 (8 分) 大勝歐亞及新興市場總和 (3 分)，反映美國總統大選年間，美股表現獨佔鰲頭的優勢。從風險角度而言，MSCI 歐洲指數及 MSCI 東協指數得分為 0 分，反映兩地股市風險偏高。

為了更精準反映時間上的變化，把上述分析以按半年的時段再重複分析 1 次，結果如下：

準則		美國股指			MSCI 股指			
		標普 500	納斯達克 100	羅素 2000	歐洲	新興市場	亞洲除日本	東協
1	平均回報 (%)	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	最大回報 (%)	21.2	26.9	37.0	11.0	33.7	29.9	14.4
	最小回報 (%)	-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	正回報次數	13	12	13	7	11	10	4
	負回報次數	7	6	7	5	7	8	4
	差距	6	6	6	2	4	2	0
4	首 2 名次數	3	4	4	0	2	2	1
	尾 2 名次數	1	2	0	5	2	2	4
	差距	2	2	4	-5	0	0	-3
總得分		3	3	4	0	0	0	0

資料來源：彭博，數據截至 2023 年 12 月 6 日

股票

按此計算後，總得分首3名分別是羅素2000指數，次名同分者是標普500指數及納斯達克100指數，其餘各指數總得分皆為0分，結果同樣是美股完勝非美股市。最後合併按季及按半年結果如下：

總得分	標普500	納斯達克100	羅素2000	歐洲	新興市場	亞洲除日本	東協
按季	2	2	4	0	1	2	0
按半年	3	3	4	0	0	0	0
總計	5	5	8	0	1	2	0

資料來源：彭博，數據截至2023年12月6日

剔除投資時間的影響後，結果更清晰地顯示，美股壓倒性勝出的局面，以及全球股市的表現差異在美國總統大選年間明顯偏高。其中，代表小型股的羅素2000指數明顯跑出，標普500指數及納斯達克100指數則平分春色。非美股市中，以亞洲除日本地區的股市有較好表現，歐洲及東協地區則是風險的核心。

如果藉減少成交頻率以降低投資風險，並將數據分拆成上半年及下半年來分析，總得分結果如下：

總得分	標普500	納斯達克100	羅素2000	歐洲	新興市場	亞洲除日本	東協
上半年	1	4	4	0	3	2	0
下半年	3	3	4	0	2	1	0

資料來源：彭博，數據截至2023年12月6日

上述結果呈現出更細緻的投資策略。美股仍然是投資首選，其中羅素2000指數及納斯達克100指數的表現一貫穩定。不過，標普500指數在上半年表現明顯落後，甚至較部份非美地區股市更差，至下半年才急起直追。非美地區的新興市場在上半年及下半年皆表現出色，可用於對沖過於集中投資美股的風險。歐洲及東協的股市表現再次令人失望，透過不同時段及不同角度分析，兩地得分總是0分，兩地的風險及與其他地區表現的差異，已經不言而喻。

利率拐點：防守股及高息股完勝

全球利率走勢預測之詳情可參閱《債券》章節，在此不再累贅。



開宗明義，以下分析是以美國聯邦利率見頂並有意或持續減息作為分析的條件。翻查過去10屆美國總統大選年間，符合此條件的只有3年，分別是1992、2000及2008年。

分析結果顯示，美國總統大選年間美股為投資者的不二之選。若進一步收窄投資策略範圍至以標普500指數代表美股，同時根據標普11大行業分類指數，抽出各指數在這3年間的按季表現數據，再利用上文4大準則的計分方式，最後總得分結果如下：

指數	總得分	指數	總得分
標普500	0	金融	4
科技	0	必需品	4
能源	1	工業	0
公用	3	通訊	0
非必需品	0	房地產	2
醫療護理	1	物料	0

資料來源：彭博，數據截至2023年12月6日

總得分首3名分別是公用、金融及必需品行業。在2023年第4季時已分析指，單純計算利率見頂至首次減息期間，公用、醫療護理及必需品屬首3名表現最佳行業（詳情可參閱2023年第4季《股票》章節），加上在上文已分析利率出現拐點時，高息股及金融股表現較佳。綜合分析結果顯示，當利率拐點在美國總統大選年時出現，公用、金融、必需品及醫療護理在內的防守性及高息類股份，表現將較為突出。

最後，若進一步研究上述符合利率條件的3個不同年份，以2000年的數據對今天的市況有較高啟示性，主因當時同樣是科技熱潮主導美股走勢。2000年的標普500指數及其分類指數按季表現如下：

2000年	指數表現(%)											
	標普500	科技	能源	公用	非必需品	醫療護理	金融	必需品	工業	通訊	房地產	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	不適用	-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	不適用	-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	不適用	-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	不適用	21.6
準則分析												
正值次數	1	1	4	2	0	3	4	3	1	0	不適用	1
負值次數	3	3	0	2	4	1	0	1	3	4	不適用	3
差距	-2	-2	4	0	-4	2	4	2	-2	-4	不適用	-2
首3位次數	1	1	0	2	0	1	3	2	1	0	不適用	1
尾3位次數	1	3	0	0	1	0	0	1	0	3	不適用	3
差距	0	-2	0	2	-1	1	3	1	1	-3	不適用	-2
總得分	0	0	1	1	0	2	2	2	1	0	不適用	0

資料來源：彭博，數據截至2023年12月6日

因應數據量較少，故剔除平均值及最大值與最小值比例準則，保留兩項以次數為主的準則進行評分。結果顯示，總得分首3名分別是醫療護理、金融及必需品行業。其中，科技股總得分為0分，除了反映其風險偏高，按季表現上更與首3名出現近九成背馳。上文分析已提到，今天的人工智能熱潮與2000年科網熱潮相比時，當時納斯達克100指數的按月走勢與今天非常相似，故由此預測該指數在短期內好大可能見頂回落。

總結多角度分析，在美國總統大選年加上利率拐點的風險因素同時衝擊下，就算科技股表現繼續勢如破竹，投資者也應該有序增持防守性及高息類股份，包括公用、金融、必需品及醫療護理，以對沖科技股隨時由高位急墜的風險。

經濟下滑：盛衰邊緣下，有利防守性股份

經濟走向是3大風險因素中最難預測。預測難度高並非因數據不足，而是數據的波動性實在太大，令可靠度存疑，並衍生出市場上極樂觀及極悲觀的兩大陣營。

2023年第3季美國GDP按季增長4.9%，較第2季的增長2.1%多超過1倍。在市場對經濟增速極快仍感到驚魂未定時，再投下震撼彈。高處不勝寒的畏懼除了反映數據背後的真諦，更重要是投資者擔憂經濟可能由高處急轉直下。各分類經濟數據均未能為整體經濟出現高速增長提供解釋，有個別分析員解釋指，經濟增長突然加快或因有國際巨星在此期間舉行了巡迴演唱會¹⁸，刺激航空、酒店、餐飲等服務性內需急增，掩蓋對經濟不利的各項因素。此數據除了一舉擊潰持悲觀看法的分析員的預測，也帶動歐美股市屢創新高，當然亦有較理性的分析認為，經濟快速增長只屬短暫¹⁹。對於相關分析的可信性和全面性暫不作評論，但如果屬實，將嚴重矮化央行及財金官員的能力，因他們為了經濟而扭盡六壬，但竟不敵勁歌熱舞的國際巨星對經濟所帶來的刺激。

如果在經濟不景的情況下，再加入美國總統大選年及利率拐點的風險因素進行分析，美股表現又將會何去何從？

¹⁸ 見FOX商業網站，<https://www.foxbusiness.com/economy/3q-gdp-economic-growth-a-head-fake>

¹⁹ 見商業內幕者網站，<https://www.businessinsider.com/taylor-swift-beyonce-wont-prop-up-us-economy-much-longer-2023-11>

股票

首先以 MSCI 美國價值型指數及增長型指數分別代表兩大經濟週期性股份，再抽出美國總統大選年間美國按季 GDP 數值及其按季變化，並與 40 年整體數據比較，結果如下：

指標	GDP 數值 (%)	按季變化 (%)		
		GDP	價值型指數	增長型指數
美國總統大選年平均值	2.7	-0.5	1.6	0.9
40 年平均值	2.9	0.0	2.6	3.2
美國總統大選年標準差	7.8	12.2	7.7	9.4
40 年標準差	4.3	6.4	7.8	9.3

資料來源：彭博，數據截至 2023 年 12 月 6 日

平均值反映美國總統大選年的經濟增長稍低，而且出現輕微下跌，結果啟示性不高。不過，標準差卻反映其波動性明顯較高，而且按季變化將非常顯著，隱喻執政黨及在野黨之間的政治角力往往令大選年間的經濟情況出現大幅波動。

從指數走勢來看，不論價值型或增長型的標準差與 40 年數據相似，但平均回報皆低於 40 年平均值，尤其是增長型指數的差距非常顯著，反映增長型指數對經濟大幅波動乃非常敏感。

若覺得「大幅波動」一詞過份籠統，可把數據以每 1% 區分，並表列如下：

分布	按季 GDP 佔比 (%)	按季變化佔比 (%)
-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

資料來源：彭博，數據截至 2023 年 12 月 6 日

按季變化分布結果顯示，0% 以下的負值佔比共約 60%，反映美國總統大選年間 GDP 普遍下滑。不幸的是，GDP 跌幅超過 3% 的佔比近 28%，亦是數據中最高。而 0 至跌 3% 的佔比都有近 33%，反映經濟出現中度下滑有近 3 分 1 的機率。參考彭博截至 2023 年 12 月 9 日的綜合預測，美國按季 GDP 增長將會由 2023 年第 3 季的 4.9%，分別急墮至 2023 年第 4 季及 2024 年第 1 季約 1.1 及 0.4%，走勢變化完全吻合過去 40 年共 10 屆美國總統大選年的分析結果。

據彭博預測，美國 GDP 在 2024 年按季表現將徘徊在盛衰邊緣的增長 0.4 至 1.6% 之間。不過，歷史數據顯示，在美國總統大選年間，經濟增長錄得此水平的佔比只有約 15%，反映現時市場對經濟增長預測並不常見，折射出樂觀與悲觀陣營的對立面。彭博對美國按季 GDP 增長的綜合預測如下：

季度	按季增長 (%)
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

資料來源：彭博，數據截至 2023 年 12 月 6 日



經濟下滑加上利率拐點因素，在10屆大選中抽出1992、2000及2008年數據，再對兩項指數進行分析，結果如下：

季度	GDP數值 (%)	按季變化 (%)		
		GDP	價值型指數	增長型指數
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
統計分析 (%)				
平均	1.6	-1.0	-2.5	-5.8
美國總統大選年平均	2.7	-0.5	1.6	0.9
標準差	4.2	4.4	7.1	9.4
美國總統大選年標準差	7.8	12.2	7.7	9.4
次數佔比 (%)				
負值	25	58	67	67
美國總統大選年負值	13	60	33	38
正值	75	42	33	33
美國總統大選年正值	88	40	68	63

資料來源：彭博，數據截至2023年12月6日

結果顯示，GDP平均值較整體美國總統大選年的數據為低，按季變化卻較高。標準差呈現較整體為低，反映減息有利穩定經濟，但非刺激經濟。

正負值佔比上，兩者GDP數值皆偏向正值，按季變化佔比差異較小，暗示減息能維持經濟增長，但普遍呈放緩走勢。另外，在美國總統大選年期間當經濟弱勢已成才落實減息，實在無補於事。

兩大週期性指數平均回報皆出現負值，落後於整體美國總統大選年的表現，只是幅度上價值型較小。正負回報佔比更是南轅北轍，兩大週期性指數負值皆佔約67%，結果反映風險偏高。整體結果顯示，美國總統大選年間利率拐點及經濟下滑同時出現時，不論實質表現及值博率，以經濟週期作準則的選股策略結果將是徒然。

最後，加入科技熱潮因素並集中分析2000年數據，GDP數值上全為正值，但按季變化卻非常大。另外，GDP急升急降情況在首3季出現，第4季才出現平穩。在高波動性下，兩大週期性指數卻另有解讀。雖然兩大指數4個季度中同樣有3個按季下跌，但價值型指數的全年回報仍能約有2%，反觀增長型指數卻跌約27%，差異之大令人嘩然。數據反映科技熱潮啞火、美國總統大選、利率拐點及經濟下滑的4大風險同時出現時，價值型指數的表現更顯韌性，也令增長型指數的表現相形見绌。

綜合所有策略分析，結果預示2024年美國經濟表現將會出現大幅下滑，並處於低增長，甚至徘徊在盛衰邊緣的狀態。對股市而言，此大環境將有利於防守性及價值型股份的表現。

本章總結：

- 2023年全球股市出現多項異象，未來核心風險之一是經濟失速下滑
- 市場分析結果顯示，價值型及高息股表現將能向好，銀行股和科技股走勢兩極
- 2024年股市的3大風險因素分別是美國總統大選年，利率拐點及經濟下滑
- 美國總統大選年間，美股表現完勝非美股市，而利率出現拐點和經濟下滑將有利防守型股份
- 加入科技熱潮因素作考量，投資者應有序增持價值型股份，以對沖增長型股份表現隨時轉弱的風險

股票

東亞銀行財富管理處投資策略師 陳偉聰

香港及中國內地股市展望：砥礪前行

身處人心虛怯的市況中更須沉著應戰，切忌過度被短期市場氣氛主導投資決定

2023年第4季市況陰晴不定，港股和A股曾破底

港股與中國內地A股在2023年第4季的首1個半月期間，大致呈好淡拉鋸。恒生指數浮游於16,800至18,200點之間，滬深300指數則於3,450至3,700點間反覆上落，好淡角力正是2023年第4季本章節標題所指的《勢均力敵》。期內，美國10年期國債息率曾上破5%，加上中東地區突爆發戰事，成為市場做淡的主要理由。另一邊廂，該段期間內地發布的經濟數據尚算穩健，重磅中資股季績普遍勝預期，同時中央匯金宣布出手增持4大內銀A股及國企相關ETF，釋出國家隊資金將入場撐市的訊號，助大市喘穩。同年10月下旬財政部宣布擬額外發債1萬億元人民幣，並大幅調升年度赤字比率目標至3.8%，可算是季內最意想不到的刺激措施，推升恒生指數至18,175點。

可惜好景不常，內地樓市傳統的「金九銀十」銷情未見起色，且個別民營房企的債務重組談判陷入僵局，市場對內房債務的憂慮揮之不去。期內，評級機構穆迪下調中國的信貸評級展望至「負面」，更是落井下石之舉。儘管內地官方發聲要求金融機構支持民營房企融資，甚至有傳制定「白名單」向合資格房企提供無抵押貸款，惟欠奉具體細節，市場風險胃納依然低迷。內地在2023年11月公布的多項經濟數據遜色，反映經濟及通脹下行壓力重燃。因此，港股及A股自11月中下旬開始節節敗退。恒生指數於4週內急挫近12%，並創下2023年新低的15,972點。滬深300指數同期亦大跌8%，刷出年內新低的3,346點。

內地當局在2023年12月中旬召開了中央經濟工作會議，明確表示2024年的財政政策須「加力提效」。貨幣政策方面，加入了「與價格水平預期目標相匹配」的政策方向，並將「聚焦科技創新產業發展」升格至工作計劃的首位，令市場對「穩增長」預期重新升溫。而對市況起著更關鍵作用的是，美聯儲在12月的議息會議後，口風突如其來轉鴿，不但大幅下調2024年核心通脹率預測，點陣圖更預示年內將降息3次。在減息週期有望來臨的憧憬下，美國10年期國債息率聞訊急墜，跌穿4%水平，可謂是港股喘定跌勢的及時雨。

總結2023年第4季，截至12月27日，恒生指數及滬深300指數季內分別累挫6.7及9.6%。板塊方面，公用事業、綜合企業、工業、電訊、金融、能源和原材料均跑贏大市，前兩者在季內更逆市上升。至於非必需消費、資訊科技、必需消費及地產建築業分類指數表現則較遜色。

2024年首季股市走勢預料崎嶇不平

2024年第1季題為《砥礪前行》，意謂A股及港股短期前景或仍崎嶇不平。身處人心虛怯的市況中更須沉著應戰，切

忌過度被短期市場氣氛主導投資決定。所謂物極必反，已經連跌4年兼估值處於極低水平的港股能否在2024年首季看到曙光？哪些行業板塊較大機會跑贏大市？以下將從內地經濟及政策、外圍利率和資金流三方面，分析2024年首季兩地股市的投資機遇與風險。

內地經濟及政策面：擇優而取

傳統以來，內地財金和產業政策對A股及港股走勢的影響舉足輕重。只要人民銀行、國務院或發改委等重要決策部門發布重大刺激經濟措施，資金就會不亦樂乎地大舉入市，故中資股估值修復的時間會較盈利復甦週期更早。然而，這套投資方程式正面臨考驗。縱觀近數季，中央不乏推出刺激政策，例如減息降準、放寬樓市限購和限售、下調二套房按揭首付比例及按揭利率、支持房企融資、財政部增加1萬億元人民幣的赤字預算、人行傳藉抵押補充貸款(PSL)注資萬億元支持城中村改造等等。不過，股市對此卻無動於衷，只偶爾出現曇花一現的反彈，估值下行趨勢未見扭轉，顯示資金炒作政策行情的熾熱程度已大不如前。

目前影響市場信心的三座大山分別是內地樓市庫存過剩、內房企業償債壓力和地方融資平台去槓桿壓力。正如2023年12月召開的中央經濟工作會議也提及，須重點「統籌化解房地產、地方債務和中小金融機構等風險」然而，若要處理以上積存以久的結構性問題，絕非單靠政府推出數項措施就能一蹴而就，投資者也會對政策效用提出多個質疑。舉例說：財政部加碼發債1萬億元人民幣，即使全數用作對地方轉移支付，其規模是否足夠抵銷地方融資平台在去槓桿過程中對基建投資，以致整個省市經濟增長動力所帶來的衝擊？倘若內地當局硬性要求金融機構向財困房企擔保發債或提供無抵押融資，除了衍生道德風險外，會否導致銀行的資產質素、盈利能力和資本充足水平面臨更嚴峻挑戰？但若中央置之不理，繼續放任房企債務違約，民眾在擔憂交樓時間延誤或質素欠保證下，又如何提振新屋銷售？總括而言，中央政府如何在支持經濟增長、穩定房地產市場和化解地方債務壓力這三方面做到中間落墨，確保政策不會顧此失彼，正正是全球投資者的關注點，亦是港股和A股的估值能否顯著收復失地的主要因素。

全國兩會在3月初召開，內地的決策層是否維持「大約5%左右」的全年經濟增長目標屬會議的焦點之一。參考彭博數據，目前市場對2024年中國經濟增長的預期僅為4.5%。若中央政府能釋出「大約5%左右」的經濟增長目標，將有助穩定市場信心，避免拋售潮再現。中央經濟工作會議強調，財政政策須「適度加力、提質增效」，加上人大常委會在2023年10月審議通過新增發行1萬億元人民幣國債，並

將2023年全國赤字率提高到歷史最高水平的3.8%。既然內地當局已打破3%之傳統赤字束縛，預期2024年兩會制定的赤字率也會繼續處於較高水平。透過中央政府主動加大槓桿及增撥財政開支，再配合央行適度減息降準、重啟PSL等政策性金融工具、加快基礎建設等，相信某程度上可緩衝地方政府為化解隱性債務下對經濟增長的拖累。投資者不妨關注處於估值窪地的週期性板塊，如建築、有色金屬、能源設備等。另一方面，兩會或會聚焦高端新興產業發展，科技創新領域可望在云云眾多產業中突圍而出。潛在受益板塊包括：人工智能(AI)概念，如芯片、雲計算及數據中心、語言大模型開發、AI手機及電腦；國產替代概念，如智能手機及相關供應鏈和應用軟件；以及自動駕駛概念，如新能源車委託製造(OEM)、零部件和相關設備。

外圍利率面：居安思危

美國利率在過去兩年迅速飆升，令港股走勢舉步為艱。隨著美國在2023年第4季公布的勞工、消費及製造業等經濟數據稍見轉弱，加上一貫頑固高企的通脹指標已成強弩之末，促使美聯儲在2023年12月議息會議一改早前強硬「鷹姿」。美聯儲不但顯著下調2023年和2024年的核心個人消費開支(Core PCE)通脹預測，分別降至3.2及2.4%(2023年9月時的預測：3.7及2.6%)，最新點陣圖更顯示2024年可降息3次合共75點子。美國在2024年開始減息看似勢在必行，意味在2023年纏繞港股及A股的其中一片主要陰霾將逐漸消散。美國國債孳息曲線下移、人民幣擺脫弱勢、港元同業拆息(HIBOR)回落等因素，有望成為兩地股市估值重估的催化劑。事實上，過去30年美國共經歷過5次較明顯的加息週期，以往4次每當美國利率見頂至踏入減息週期初段(第2次減息前)的期間，恒生指數均錄得正回報，平均升幅更高達25.2%。如無意外，2023年7月為美聯儲在是次加息週期中最後一次加息，由當時至2023年12月下旬，恒生指數累計下跌14%。假如市場預測正確，美聯儲將於2024年中旬進行第2次減息，意味港股在2024年上半年潛在追落後幅度至少達中雙位數。不過，市場炒作美聯儲減息已有一段時間，根據截至2023年12月21日的利率期貨市場顯示，目前市場押注美國在2024年減息幅度高達140點子，遠遠超過美聯儲點陣圖之預測。一旦美聯儲寬鬆節奏未達市場預期股進取，不排除會引發美元匯價及美國債息率反彈，對港股來說屬潛在隱憂。

投資者欲在港股和A股捕捉美國即將進入減息週期的機遇，可留意以下3個主題板塊：

(i) 高收益價值型股份：受惠無風險利率回落，屆時股息率與無風險利率息差重新擴闊，將吸引資金從定期存款和國債等低風險資產回流至高息股。此投資主題包括本

地公用股、本地及中資電訊股、本地房地產信託基金(REITs)等。

(ii) 美元或港元計價債務總量及佔比較高股份：受惠港元及美元借貸息率及發債息率回落，相關企業得以節省利息開支，改善純利率。此投資主題包括本地地產股、本地公用股、本地綜合企業、澳門博彩股、航空營運股及租賃股等。

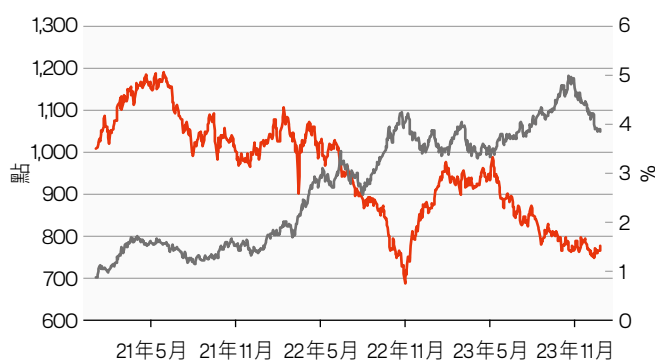
(iii) 黃金相關股份：受惠美元利率回落，持有黃金的機會成本降低，有利國際金價上揚。此投資主題包括金礦股和黃金相關交易所買賣基金(ETF)等。

過去30年恒生指數和美國聯邦利率走勢



資料來源：彭博，數據截至2023年12月27日

過去3年恒生高股息率指數和美國10年期國債收益率走勢



資料來源：彭博，數據截至2023年12月27日

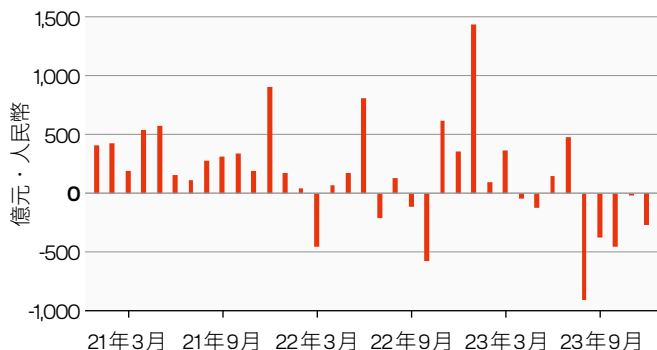
資金面：循序漸進

正如在2023年第4季的《勢均力敵》章節中所述，港股及A股的市況能否扭轉乾坤，很大程度須視乎外資對中資股的風險偏好取向。參考「滬深港通」的北向資金流數據，繼2023年第3季錄得巨額淨流出後，同年第4季的情況依

股票

然未見起色，10、11及12月（截至12月27日）分別淨走資448、18及259億元人民幣。歸根究柢，過去數月外資大舉減持A股及中資港股不外乎是因為美國債息抽升、人民幣貶值預期加劇、中國債務問題困擾及美國擴大對華單邊投資限制。展望2024年，以上各項影響外資流向的核心因素料出現不同程度之變向。其中，外圍高利率枷鎖和人民幣貶值壓力可望率先緩和。而隨著中央積極推出房地產和地方融資平台的債務化解方案，即使問題未必能迎刃而解，惟只要避免連環式「爆雷」，也至少有助穩定環球投資者信心。至於中美博弈對資金流向的影響則宜謹慎對待，因在2024年11月美國總統大選之前，相信共和、民主兩黨也會繼續以「中國威脅論」大做文章，以爭取更佳競選籌碼。在此前提下，若奢求美方鬆綁針對中國企業的「限投令」或高科技產品的供貨管制，或有點緣木求魚，故美資基金對中資股的戒心在短期難以消除。整體而言，未來數個月北向資金的流走壓力料可逐步緩解，甚至在個別月份或再出現淨流入，但外資進場的規模與持續性，仍有重大不確定性。

過去3年「滬深股通」每月成交淨額



資料來源：彭博，數據截至2023年12月27日

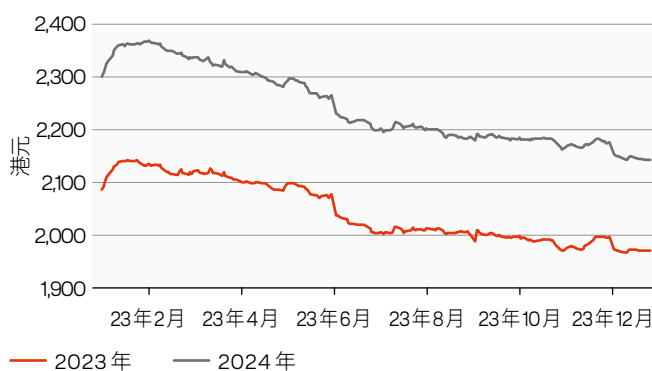
既然歐美資金對中資股熱度減退，國內資金的重要性便與日俱增。繼2023年7月中央政治局會議後，同年10月底召開的中央金融工作會議再次提及活躍資本市場的核心方向。事實上，過去數月相關決策部門已多措並舉提振市場流動性，譬如下調股票交易印花稅50%、規範企業再融資及控股股東減持行為等。此外，在提升資金供應方面也是不遺餘力，包括中央匯金宣布增持4大內銀A股及國企相關ETF、中國國新投資宣布買入科技創新央企相關ETF等、以及修訂全國社保基金投資限制，引導社保資金增加股票及權益類基金的配置。上述措施目的顯而易見，就是為了提升中長期資金配置股權類資產的水平。畢竟目前國內中長期資金持股比例少於6%，遠不及海外成熟市場普遍超過20%的水平，提升持股水平的空間相當充裕。我們預期中央各部門在2024年尚會推出更多刺激股市的「組合拳」，例如調整保險資金投資權益類資產的會計處理、增加稅務

優惠擴大商業養老金的覆蓋面、鼓勵引入更豐富央企相關ETF產品、放寬上市企業股份回購條件等。然而，長線保守型資金入市風格往往是逢低分段吸納，能為股市在低位提供承托力，但並不是令熊市轉向牛市的主要動力。另外，長線基金的股票配置次序以央企及國企為先，故相關的銀行、電訊、電力、能源板塊的防守性相對較高。

港股估值修復時機將至，給予恒生指數目標19,500點

儘管內地經濟短期仍面臨物價下行、地方去槓桿及房地產銷售疲憊等因素困擾，惟未許忽視中央決策部門或藉兩會推出更進取的刺激經濟政策及更全面的化債措施。此外，3月的業績發布高峰期將是另一考驗，中資金融、非必需消費、原材料、房地產等板塊的盈利預測下調壓力料較大，尤幸相信已屆盈利下調階段的尾聲。整體而言，我們預期2024年恒生指數之每股盈利可按年增長10%至2,170港元（目前彭博預測約2,140港元）。估值方面，恒生指數目前的預測市盈率約7.7倍，低於過去10年平均2個標準差。由於美國長期國債收益率已邁進下行趨勢，相信可觸發港股估值重估。我們給予恒生指數2024年預測市盈率目標9.0倍，恒生指數未來12個月的目標水平為19,500點。

恒生指數盈利預測趨勢



資料來源：彭博，數據截至2023年12月27日

恒生指數預測市盈率



資料來源：彭博，數據截至2023年12月27日

2024年第1季重點關注板塊：

行業/主題板塊	重點投資邏輯	看好程度 [#]
科技 (新能源車及智能手機的供應鏈)	1. 不少龍頭車企已成功推出公路領航自動駕駛 (NOA) 功能，並加快研發更高級的 (無高精地圖版) 城區領航自駕功能，預期高端智能駕駛新能源車在 2024 年的出貨量將有高速增長，有助提升智能座艙、車載感測鏡頭、智能電控設備等供應商的訂單。 2. 全國智能手機出貨量自 2023 年 9 月起顯著好轉，龍頭國產品牌的高端產品市佔率躍升，並配有自研作業系統，相信在政策引導下，2024 年手機國產替代化趨勢將加速，相關芯片、零部件及軟件供應商屬潛在受益者。 3. 受惠生成式人工智能愈趨普及，預期更多新款手機及電腦將搭載 AI 大模型相關功能，有助催生新一輪換機潮。	****
中資電訊	1. 受惠內地數碼化加速、AI 大模型訓練及應用範疇擴大，電訊行業來自雲計算及數據中心等新興企業業務收入的佔比在 2023 年已提升至 21%，料在 2024 年會維持較高速增長。 2. 工信部表示 2024 年將深化 5G 應用、推進 6G 預研，以及加快布局智能算力設施，屬政策重點支持行業之一。 3. 受惠 5G 資本開支見頂及強勁經營現金流，龍頭電訊營運商過去 3 年大幅提升派息比率，目前預測股息率高達 7.4 至 8.0%，屬波動市況中穩守突擊之選。	****
本地高息概念 (公用事業、電訊、交通運輸、綜合企業、房託 REITs)	1. 美聯儲最新議息會議已暗示 2024 年將減息 3 次，美國 10 年期國債收益率中線下行趨勢已成，本地個別的公用、電訊及綜合企業的股息率介乎 5.2 至 7%，更顯吸引力。 2. 多家本港企業的港元或美元債務佔比較高。美國債息回落，加上港元同業拆息料可於年結後逐步下調，企業再融資成本在 2024 年可望減低。 3. 本港企業的資產負債表普遍較同類型的中資股穩健，現金流亦較強勁，有助維持高派息比率、增加股份回購或提供潛在海外併購機會。	****
澳門博彩	1. 多家美資賭企負債率偏高，且美元或港元計息債務佔比較大。隨著美國利率下調，有助降低再融資成本，或可提早恢復派發股息。 2. 近月行業中場賭收已回復至疫情前水平，加上人民幣匯價轉強及酒店房價回落，預期農曆新年期間內地訪澳人次增長強勁，將帶動賭收上調。 3. 澳門博彩板塊的 2024 年預測 EV/EBITDA 平均僅為 9 倍，已低於歷史平均值超過 1 個標準差。若業績公布超預期，估值料有顯著上調空間。	***

[#] 看好程度以 * 數目作為評分，最高 5*，最低 1*。5/4/3/2/1 星分別代表非常看好/看好/審慎樂觀/持平/看淡

本章總結：

- 美國即將進入減息週期，高收益價值型股份、美元和港元計價債務總量及佔比較高股份、黃金相關股份，料可受惠
- 歐美資金對中資股熱度減退，內地資金變得更重要。內地官方資金風格為長線保守，有助股市抗跌，但並非令股市由熊轉牛的主要催化劑
- 美國國債收益率正在下跌，有望觸發港股估值重估，給予恒生指數未來 12 個月目標價為 19,500 點
- 投資者在 2024 年首季可重點關注的板塊包括：新能源車及智能手機的供應鏈、澳門博彩、中資電訊，以及本港的公用事業、電訊、交通運輸、綜合企業和房託在內的高息股

股票

東亞聯豐投資團隊

中國及亞洲股市展望 — 看好南韓及台灣科技板塊，中國內地經濟和日本貨幣政策成焦點

2024年資本市場雖然繼續充滿風浪，但相信會有所改善，並締造更多投資機遇

美國財政開支和個人儲蓄不斷下滑，加上美國服務業採購經理指數徘徊在接近50水平，相比以往55水平為低。如果這些趨勢不逆轉，東亞聯豐不排除美國經濟軟著陸可能未如市場預期般平穩。目前市場預計央行會提前結束加息週期，減息幅度更可能較預期大。我們相信，美聯儲於2024年中期才可能會透過減息刺激經濟。一旦高息環境終結，東亞聯豐認為，息口回落會同時導致美元轉弱，有助帶動非美元計價的表現，包括亞洲股票，尤其是具結構性增長的印尼和印度的股票，以及具週期性復甦動力的南韓和台灣的科技板塊。投資者亦須特別留意中國內地和日本的市場。我們關注日本是否經已走出通脹，以及會否一改其貨幣政策。另外，中國內地經濟和房地產復甦步伐，會否令當局加推救市措施等，也值得留意。



電子用品週期性復甦，利好南韓和台灣的半導體股份

隨著智能電話和個人電腦週期性復甦的預期，投資團隊看好南韓和台灣相關股份，尤其是半導體。2023年經濟放緩打擊消費意欲，供應商之前累積大量庫存未能消化。不過，近期相關公司公布業績，顯示情況似乎有所改善。投資團隊預料，電子用品週期已經觸底並將有望回升，消費者更新個人電子用品週期即將展開，同時Windows 11的推出將帶動個人和企業更新電腦設備。我們特別看好半導體製造商或生產半導體儀器等上游企業，因相關行業具結構性增長和策略性投資價值。

印度和印尼的經濟面有利投資氣氛，日本企業評級具上調潛力

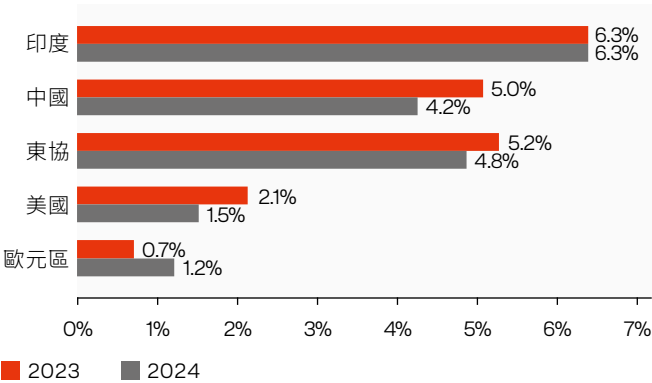
截至2023年9月的季度，印度的經濟增長較市場預期高，按年增幅達7.6%，主要因為製造業強勁和消費回升。加上，當地政府在2024年選舉前加大投資力度，經濟面改善帶動了印度兩大指數Sensex和Nifty 50屢創新高。至於印尼的經濟基調同樣穩健，當地在2023年第3季的經濟增長按年達4.94%，增長尚算不俗，但有放緩跡象，主要受到商品價格回落和出口放緩等影響。不過，市場預計印尼政府近月增加福利預算和2024年舉行大選將增加政府開支，兩者均有利當地經濟，帶動投資氣氛。

截至2023年11月底，日經平均指數上升超過25%。投資團隊預計，日本資本市場將繼續成為焦點。日本薪酬升幅持續，10月的通脹達3.3%，高於日本央行的目標，顯示該國或終走出通縮陰霾。因此，我們認為日本在2024年有條件調整債券孳息曲線控制，逐步結束貨幣寬鬆政策。雖然日圓和日股會因而受牽連，但適度的通脹有助改善企業的業績和毛利。除此之外，日本在2023年初推出企業改革，勒令股價低於帳面值的公司交代將如何提升資本效率和股本回報率(ROE)。目前，約一半日本企業的股價仍低於其帳面值，因此改革如果進展良好，我們預計日本企業的評級將有望被上調，有利投資。

中國內地的價值型股份估值吸引

中國內地方面，我們預期將繼續受到投資者關注。團隊認為，中國內地的經濟在2024年須更大力度的措施推動，但須從經濟、民生和政治各方取得平衡，大水漫灌的機會不高。我們認為，中國內地的經濟和房地產正處於一個結構性轉變，過程需時且緩慢，投資者須耐心靜觀。現時，團隊認為，中國內地的價值型股份值得留意，例如一些國企股的估值經過2023年的調整後，其市盈率已達非常吸引的水平，當中包括市盈率僅單位數的石油、銀行或電訊行業等。

環球主要經濟體的實質國民生產總值增長預測



資料來源：國際貨幣基金組織，《世界經濟展望》，截至2023年10月

經過2023年的波動，市場主要宏觀因素均出現改善，通脹亦見受控。我們預計2024年年中，利率會回落。屆時，風險資產或將會回暖。因此，2024年資本市場雖然繼續充滿風浪，但相信會有所改善，並締造更多投資機遇，值得投資者留意。

本章總結：

- 隨智能電話和個人電腦週期性復甦，看好南韓和台灣的半導體製造商或生產半導體儀器的股份
- 印度和印尼的經濟基調穩健，有利帶動當地投資氣氛
- 現約一半日本企業的股價低過其帳面值，若提升資本效率和股本回報率的改革進展良好，日股評級有望獲上調
- 中國內地的價值型股份估值吸引，包括石油、銀行或電訊行業的國企股

本文由東亞聯豐投資管理有限公司（「東亞聯豐投資」）編製，僅供參考之用。東亞聯豐投資並不以此資料邀請作任何行動，或提供任何建議或推介。本文或其內容並不構成任何促使、邀請、廣告、誘因、承諾、保證或作出任何類型或形式的代表及東亞聯豐投資就此表明並不為此負上相關責任。本文所載資料根據東亞聯豐投資認為可靠並以「現況」的基礎下提供。即使竭盡所能力求準確，東亞聯豐投資及其轄下董事/職員並不為其內容的準確性、完整性或時間性負上任何責任。所載資料乃屬東亞聯豐投資擁有。未經東亞聯豐投資事先書面同意，本文或其任何內容均不可予以複印或分發予第三者。本文未經香港證券及期貨事務監察委員會審閱。東亞聯豐投資為東亞銀行的非全資附屬公司。

等待黎明

東亞銀行財富管理處首席投資策略師 | 李振豪
東亞聯豐投資團隊



債券

等待黎明

等待黎明來到之時，投資者都不應鬆懈，因風險往往是在警覺性偏低時出現

2023年第4季的標題是《熊出沒注意》，我們當時預測美國國債仍然受到收益率遞升影響，歷史上經濟走弱前罕有的「熊式走峭 (Bear-steepening)」將會出現。美聯儲不斷加息間接協助美國財政部發行新債，私人投資者持有美國國債的佔比正在增加，而由各國外匯儲備持有的美國國債比例則相應減少，形成利誘式吸資的惡性循環。另外，我們當時預測美國10年期國債收益率將在4.8至5%附近徘徊，亦分析每當利率見頂前投資美國債市，到加息結束時離場，相關投資獲得正回報的機率非常高。同時，我們提出了「短債為先」的投資策略，因「熊式走峭」的第3階段已隱約出現，美國2及10年期國債收益率差距曾收窄至只有16點子。我們也提到以非美元國債對沖美元債市大幅波動的潛在風險。整體預測大致與今天結果相若。

2024年第1季的標題是《等待黎明》。雖然美聯儲主席鮑威爾多番重申，不會排除進一步加息的可能性，但是次長達16個月的加息週期總算在2023年12月的議息會議中謝幕，市場正期待第1次減息來臨。等待黎明來到之時，投資者都不應鬆懈，因風險往往是在警覺性偏低時出現。我們正站在歷史極端的一方，避險資金雖仍擁護債市，但官民對減息時間和幅度的看法差異，將是下一個風險所在。近月美國國債收益率的波動令人側目，預期波動性遞減後，收益率曲線將趨向正常化。利率拐點及金融狀態有利企業債，在考量風險後，以投資級別債券更為吸引。「熊式走峭」走到最後階段，債券組合的存續期分布更為重要。在首次減息出現前，存續期平衡和偏向高評級債券的多元化傳統投資組合，是最佳的債券投資策略。

基本分析：由峰值轉向谷值的預測

自2022年3月至2023年7月共16個月內，美聯儲合共加息11次，聯邦利率上限由0.25急升至5.5%。雖然美聯儲主席鮑威爾在2023年12月的議息會議後仍故弄玄虛，對繼續加息依然留有餘地，但市場普遍認為是次加息週期經已告一段落。參考過去50年數據並考慮到加息幅度及速度，是次加息的進取程度是僅次於1979年時任美聯儲主席沃爾克 (Paul Volcker) 執掌期間。暴力加息本已嚴重衝擊了信貸市場，更甚的是鮑威爾喜用官腔修辭，令市場訊息變得更加混亂，導致資金流向趨向極化，衍生出債市種種極端現象。

極端現象在2023年充斥債市

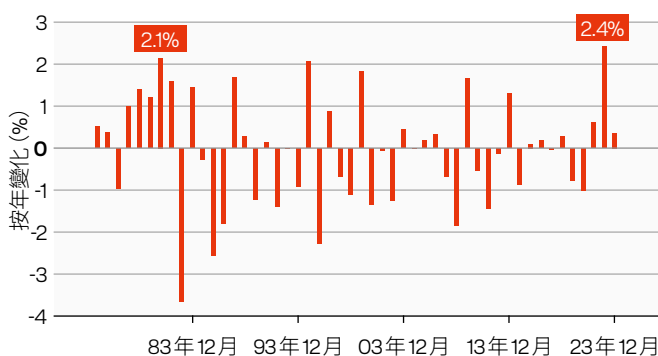
《股票》章節中探討了各地股市在2023年出現了異象，債市亦不遑多讓，並會為2024年的債市增添不穩定性：

- 在2023年，美國10年期國債收益率曾升至近5%，創下自2007年7月近16年新高。參考過去50年收益率

東亞銀行財富管理處首席投資策略師 李振豪

的按年變化，2023年是自2021年以來，連續第3年國債收益率錄得按年上升，僅次於1977至1981年間連升5年的紀錄。從升幅來看，2022年是歷年最高，升幅約2.4%，反映2023年承接了2022年急升的氣勢外，餘力有可能延伸至2024年。雖然國債收益率的升幅或將大為縮減，但投資者也不應掉以輕心；

美國10年期國債收益率



資料來源：彭博，數據截至2023年12月8日

- 美國10年期債息在2023年出現急升急跌，但其標準差只有0.47%，與1994、1995、2011及2022年，超過0.60%的水平相比，仍屬偏低。不過，若以連續性的角度分析，過去30年間只出現過4次連續兩年高於0.45%的情況，對上一次已經是13年前，故2023年的情況實屬罕見。整體數據如下：

年份	標準差 (%)	年份	標準差 (%)
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

資料來源：彭博，數據截至2023年12月8日

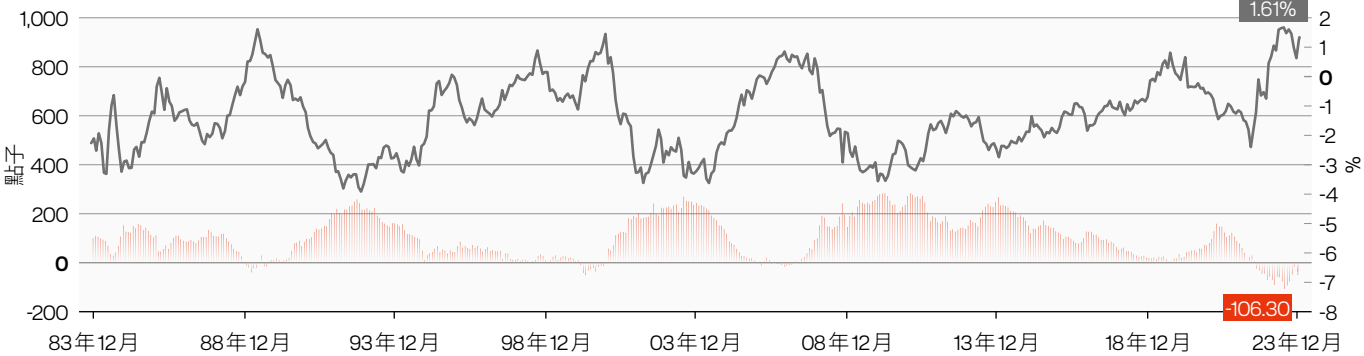
- 利用相同數據但計算按月債息變化的年度標準差，結果顯示2022年和2023年分別是0.36及0.35%，是30年來首次出現連續高於0.35%。對比2008年峰值0.40%，反映過去兩年債市的波動性與金融海嘯時期相若。整體數據如下：

年份	標準差 (%)	年份	標準差 (%)
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

資料來源：彭博，數據截至2023年12月8日

- 參考過去50年數據，美國聯邦利率與美國10年期國債收益率差距在2023年創歷史新高，報1.61%。同期美國10年減去2年期國債收益率差距（俗稱「債息倒掛」）

美國2與10年期國債息差及聯邦利率與美國10年期國債收益率差距



■ 美國2與10年期國債息差（左） — 聯邦利率與美國10年期國債收益率差距（右）

資料來源：彭博，數據截至2023年12月8日

已連續18個月出現負值，是有紀錄以來最長。當中2023年6月更創出約106.3點子的最大差距紀錄，反映當時債市正處於非常極端環境；

- 中美博弈的緊張環境為近代罕見，從兩地國債收益率差距亦可見一斑。過去中國通脹明顯較低，因此未有加息壓力，並且有通縮風險。參考中國和美國的2及10年期國債收益率差距，10年期息差在2023年創出有紀錄新高，報2.27%，略高於2006年5月時的2.20%。2年期差距曾出現2.96%，僅次於2006年5月時的3.08%。兩項息差幾近重回17年前水平，正正反映了中美利率政策南轅北轍，並折射出過去兩年資金透過套息交易，流向美元資產的現象。

中國和美國2及10年期國債息差



資料來源：彭博，數據截至2023年12月8日

債券

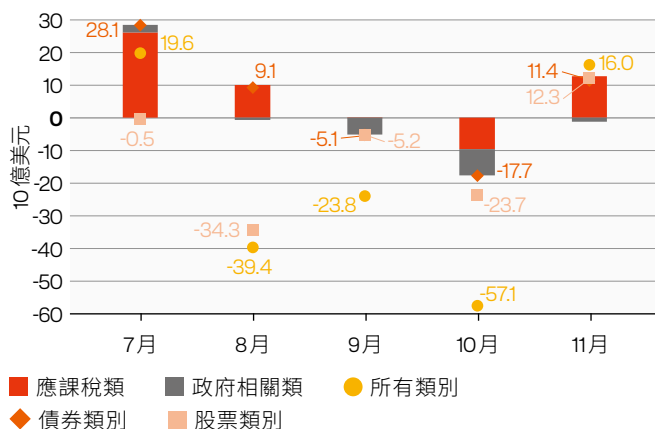
資金流：擁護者眾

縱使2023年美股一枝獨秀，但資金流向反映投資者未必完全買帳。

參考美國投資公司協會提供的美國註冊基金的資金流數據，截至2023年11月，下半年總淨流出近846億(美元，下同)，股票類基金錄得淨流出513億，佔約61%。債券類基金則錄得淨流入近257億，資金流情況高下立見。按月計的股債流量差距更為顯著，除在11月資金流入股票類基金較流入債券類基金高出9億外，其餘4個月流入債券類基金皆高於股票類基金，下半年總計更驚人地相差771億，佔所有類別總資金流近91%，佐證了本章節自2023年第2季起一直強調指，資金正暗渡陳倉，流入債市。

債券類別內的資金流向亦出現背馳現象。以企業債券為主的應課稅類別全期錄得淨流入387億，尤其在2023年11月，當市場漸漸確立2024年開始減息的共識時，單月錄得126億淨流入。政府相關類別卻全期錄得淨流出129億，而且自8月起持續流出，反映資金正有序提升可承受風險，由政府債券轉投企業債券。

2023年美國註冊基金按月資金流



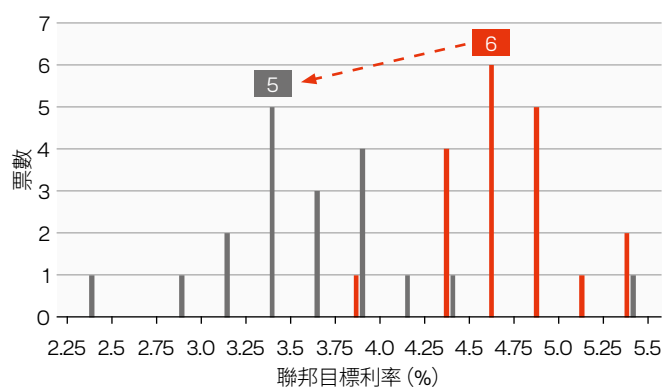
資料來源：美國投資公司協會，數據截至2023年12月10日

聯邦利率：減息由經濟而非通脹主導

美聯儲在2023年12月13日終於完成2023年全部議息會議，並符合市場預期維持利率不變。2023年12月的點陣圖顯示，2024年底利率中位數為4.625%，暗示2024年將減

息約87點子¹，幅度與市場普遍預計減125點子有點落差。美聯儲委員對息口走勢的預期也較以往分散，反映委員間未有共識，為2024年利率走勢添上不穩定性。正如會後聲明中指出，日後利率走勢都是依據經濟數據，現在妄下結論實在言之尚早。但有一點值得深思，就是美聯儲的長期利率預測為2.5%，與坊間的「自然利率(Natural rate)」²，即當經濟全面走強且通脹穩定時的實際短期利率，現報約1%，存在頗大距離，反映官民對未來經濟走勢未見共識。

美聯儲委員對息率預期的投票分布



■ 2024 ■ 2025

資料來源：彭博，數據截至2023年12月14日

本章節過去已多次提醒投資者不應對美聯儲釋出的資訊過份認真。畢竟自2022年起，投資者對美聯儲朝令夕改和各委員自說自話的做法已司空見慣，美聯儲主席鮑威爾甚至曾公開表示對點陣圖「不能盡信」³，言論與結果相違背的例子比比皆是，都令美聯儲在投資者眼中的信譽受到打擊。可惜的是，官民都認為今天正處於利率拐點⁴，現時只是為了何時及為何減息進行爭辯。

當然今天對何時及為何減息的問題暫仍沒有確實答案，但可從經濟及通脹的歷史數據推敲出利率走勢的輪廓。根據過去50年按季聯邦利率、按季國內生產總值(GDP)及按年核心消費物價指數(Core CPI)數據，抽出連續4個季度或以上加息的時段設定為「加息週期開始」，再以最後一次減息並往後維持4個季度不變或出現單次加息設定為「減息週期完結」。設定範圍目的是為了排除數據中零星利率變化的影響，令分析結果更清晰可靠。

¹ 見美聯儲網站，<https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20231213b.htm>

² 見紐約聯儲銀行網站，<https://www.newyorkfed.org/research/policy/rstar>

³ 見巴倫周刊網站，<https://www.barrons.com/articles/fed-meeting-rate-hikes-pause-6251ded0>

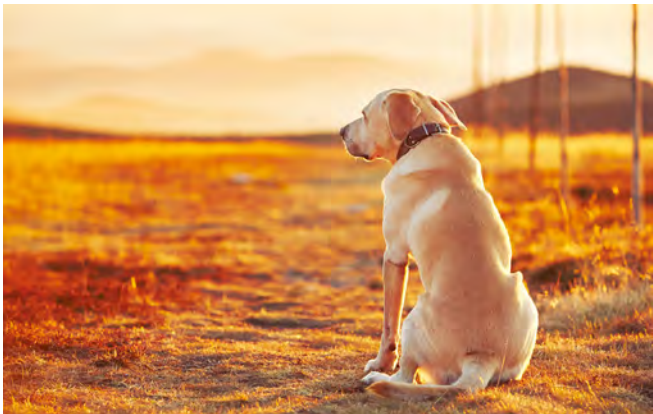
⁴ 見福布斯網站，<https://www.forbes.com/sites/dereksaul/2022/11/30/jerome-powell-says-federal-reserves-rate-hikes-could-slow-as-soon-as-december/?sh=77e520da2d67>

過去50年來符合上述條件的情況共出現了6次，從中得出以下啟示：

- 加息會否導致經濟衰退？首先以按季GDP出現負值為衰退準則，結果6次中出現5次，而且平均在利率見頂3個多季度後發生，並會維持約3季。如果剔除1976年的極端案例，衰退平均維持約兩個季度。是次利率見頂始於2023年7月，以同年第3季起計，推測2024年第1至2季便有機會出現經濟衰退，並維持至第3至4季。分析數據如下：

年份	利率見頂至出現GDP負值季數	GDP負值維持季數
1976	1	10
1986	6	2
1994	0	0
1999	3	3
2004	7	4
2017	5	2

資料來源：彭博，數據截至2023年12月8日



- GDP或核心CPI下跌多少才能令美聯儲決定第1次減息？分析顯示，由利率見頂至第1次減息期間，GDP平均下跌約1.8%便足以引發第1次減息，而且在過去6次中有5次GDP都出現下跌，佐證「加息導致GDP下跌」的悖論。同樣分析套用在核心CPI卻得出不同結果，平均值為正0.1%，反映出現第1次減息不一定要先出現通縮，而且6次中只有3次出現輕微通縮，暗示歷屆美聯儲決定第1次減息與CPI走勢的關聯性不高，或許經濟較CPI變化在美聯儲心中佔比更重。分析數據如下：

年份	第1次減息前變化(%)	
	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

資料來源：彭博，數據截至2023年12月8日

市場經常流傳美聯儲主席鮑威爾隨身攜帶上世紀70年代時任主席沃爾克的回憶錄《堅持下去：追求健全的貨幣和良好的政府》，並曾公開強烈推薦此書並有意分派給各聯儲局委員參考⁵。不難發現的是，鮑威爾執掌美聯儲後的各項利率決定，都帶有當年沃爾克的身影，尤其利用暴力加息以壓抑通脹而聞名的休克療法，又稱「沃爾克震撼 (Volcker Shock)」本章節早在2022年第4季曾分析，「沃爾克震撼」的結果是當年推升利率至20%後，按季GDP頓時由正1.3%急墮至負8.0%，及後按季GDP亦出現大幅波動，同期核心CPI升至最高13.6%後，急速且持續下跌至1983年時約3%⁶。足足用了4年多時間才成功降伏通脹，但同時攔死了經濟，後世對此評價不一⁷。

⁵ 見福布斯網站，<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 見Statista網站，<https://www.statista.com/statistics/1338105/volcker-shock-interest-rates-unemployment-inflation/>

⁷ 見聖路易斯聯儲銀行網站，<https://www.stlouisfed.org/publications/regional-economist/january-2005/volckers-handling-of-the-great-inflation-taught-us-much>

債券

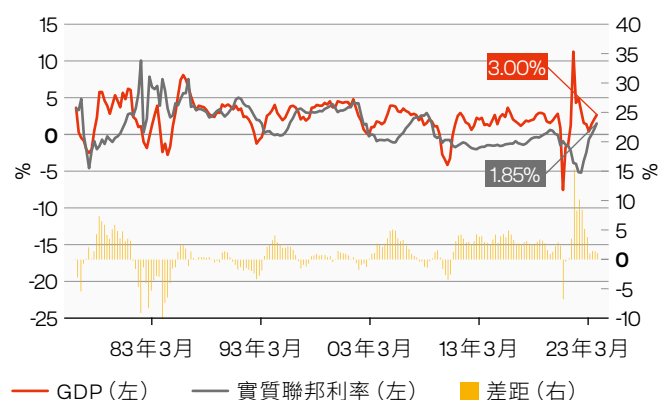
暴力加息果真能壓抑通脹？過去數十年對此的討論都未有給予確實答案，但沃爾克執掌於石油危機時代，其時通脹大部分源於高能源價格及其漣漪效應，並非完全由貨物與貨幣量差異或美國內生性經濟產生，因此貨幣政策對通脹的影響力有限，部分研究更認為當時通脹回落是因為中東戰事結束，而非暴力加息的功勞⁸。反觀今天局勢，自美國前總統特朗普開打貿易戰，高關稅間接推升美國通脹，連同逆全球化浪潮及地緣戰事等因素，導致全球生產成本攀升並影響到各行各業，相關情況在短期內難以逆轉，但美聯儲仍以過去的經濟條件訂立出2%的通脹目標。美聯儲執意加息至今未能如願將通脹大幅壓低，但卻已扼殺了美國實體經濟，例如美國企業申請破產個案在過去短短1年躍升3成，2023年首3季數據更打破近13年紀錄⁹，其他國際知名的經濟學家均指出，美國在2024年將會迎來經濟衰退¹⁰。

雖然美國財長耶倫多次公開表示對美國經濟軟著陸抱有信心，但參考沃爾克時代結果推算，2024年將出現經濟衰退且通脹仍會高於目標水平。正如上述分析，歷史上美聯儲減息決議上更關注GDP而非CPI走勢。截至2023年12月10日的芝商所利率期貨預示，未來第1次減息將在2024年5月發生，部分市場參與者看法更加進取，預期美聯儲最早在2023年3月便開始減息，年內至少會減息5次¹¹，個別投資銀行更預測美聯儲須減息275點子來挽救經濟¹²。

回歸基本分析，減息時間受制於經濟下滑的速度，幅度上可透過實質利率去預測。理論上，GDP反映某國的實質生產力，在減去核心個人消費支出 (Core PCE) 的實質利率，便可更清晰反映其國力。在過去50年，美國GDP與實質利率走勢相若，除了疫情或金融危機等極端時期，兩者差距保持平均在1.17%。截至2023年第3季，差距為1.15%，反映實質GDP及利率大致平衡，換句話說，美聯儲根本沒有加息壓力。根據美聯儲在2023年12月對2023年及2024年全年經濟增長預測分別為2.6及1.4%，而核心PCE則是2.8及2.4%。假設最終預測屬實，同時差距保持平均值1.17%，以此預計2023年及2024年的實質利率理論上應分別是4.23及2.63%，代表應減息160點子，高於市場普遍預期減息125點子的幅度，暗示美聯儲減息能力其實較表面言論更大。

當然經濟與通脹是互動的。依上述分析，2024年上半年美國經濟大有可能開始下滑，而通脹受外圍因素影響下，短期內難以降至目標水平，理論上減息幅度需要有序提升，以達至經濟及通脹平衡。

美國GDP及實質聯邦利率



資料來源：彭博，數據截至2023年12月11日

美聯儲對2023年及2024年GDP及核心PCE預測：

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

資料來源：彭博，數據截至2023年12月8日

最後一個考慮因素是美國總統大選。在上述6個案例中，只有2004年一次屬於總統大選年，故以此推測2024年出現減息潮的機會不高。加上，美國總統大選年間若經濟出現下滑反而更有利現任總統連任，因此輕微減息且經濟適度放緩，將會是11月5日總統選舉投票日前美國利率走向和經濟好大可能出現的情形。美國總統選舉對經濟影響的詳細分析，可參閱《宏觀策略》章節。

⁸ 見波士頓大學網站，<https://www.bu.edu/econ/files/2011/01/GKcr2005.pdf>

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

¹⁰ 見華爾街日報網站，<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 見CNBC網站，<https://www.cnbc.com/2023/12/05/fed-should-cut-rates-at-least-5-times-next-year-portfolio-manager-says.html>

¹² 見雅虎財經網站，https://finance.yahoo.com/news/recession-hit-us-2024-ndash-175051903.html?_guc_consent_skip=1702298005

收益率：以數據說話

2023年第2季起，本章節多次強調應以美國2年期國債收益率5%為買入短債的指標，否則高收益率將會向隅。當時預測收益率難以突破5%，結果是收益率短暫下跌至近4%後便一直走高，直到2023年10月達到5.2%的高位後再次放緩，最後以大約4.4%的水平步向年結。2023年下半年已預測美國10年期國債收益率將在5%見頂，並呼籲投資者應有序買入美國10年期國債以提升債券組合的平均存續期。兩項收益率走勢預測與結果相當吻合，詳情可參閱2023年第2季至第4季的本章節內容。

美國2及10年期國債收益率



資料來源：彭博，數據截至2023年12月8日

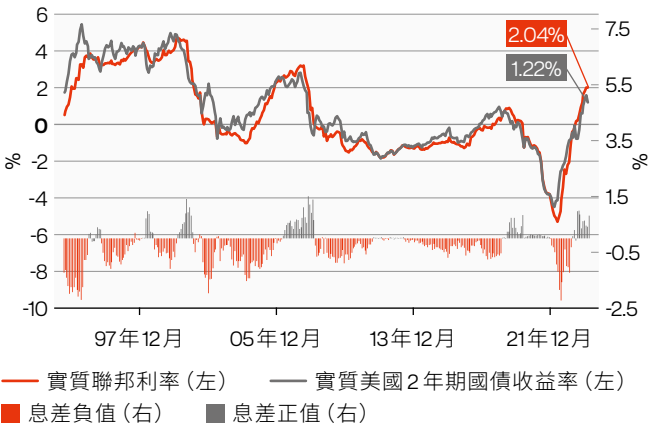
今天市場焦點已由加息轉向減息，未來預測重點亦應由利率峰值轉至利率谷值。

市場利率確實存在一定的牽引性，在考量投資成本後的套息交易將吸收過份的息差，最終達至平衡，這是債市的

基本操作。以下將透過不同數據和分析角度，綜合預測2024年的收益率水平。

首先是實際利率概念。聯邦利率及美國2年期國債收益率，減去美聯儲作為通脹指標的核心PCE，得出兩者實質利率並作比較。根據聯邦利率上限為5.5%，預測2024年核心PCE預測為2.4%，加上點陣圖預示2024年將減息75點子，故2024年實質聯邦利率應是2.35%。雖然過去30年來，實質聯邦利率較實質收益率平均低約0.57%，但此差距出現正值大部分發生在減息期間。因此，假設截至2023年11月30日的差距約正0.82%不變，最後推算出實質美國2年期國債收益率應為1.53%，轉化為正常收益率應是3.93%。相比2023年12月初約4.7%的收益率，暗示2024年美國2年期國債收益率將會下調約77點子。同樣分析套用在美國10年期國債收益率，實質收益率應是1.18%，而正常收益率是3.58%。相比2023年12月初時約4.2%，暗示美國10年期國債收益率在2024年將會下調約62點子。

美國實質聯邦利率及美國2年期國債收益率與兩者息差



資料來源：彭博，數據截至2023年12月11日

其次，可透過上文聯邦利率分析中6大案例，找出利率見頂至其後第1次減息期間，美國10及2年期國債收益率變化，以推算未來收益率走勢。整體數據如下：

年份	全期減息幅度 (%)	利率見頂至第1次減息期間變化 (%)		與全期減息幅度佔比 (%)	
		10年期債息	2年期債息	10年期債息	2年期債息
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
整體平均	-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

資料來源：彭博，數據截至2023年12月8日

債券

在所有案例中美國10及2年期國債收益率全數下跌，反映利率見頂至第1次減息前收益率較聯邦利率先行向下。另外，期間美國10及2年期國債收益率分別下降1.2及2.1%。根據2023年兩項收益率在5及5.2%見頂，以上分析預示各收益率將分別降至3.8及3.1%水平。如剔除1976年極端情況，預期收益率將分別為4.0及3.8%。

再者，數據上兩項收益率在減息開始前下調幅度較當時聯邦利率的全部減幅佔比約43及52%。根據市場普遍預期2024年減息總幅度為125點子，並以5及5.2%為美國10和2年期國債收益率下降起點，以此推算，在第1次減息前，美國10及2年期國債收益率將分別下降至4.5及4.6%。如剔除1976年極端案例，預期兩項收益率將分別是4.4及4.6%。

最後是透過多項式線性迴歸模型預測兩項收益率的理論水平，此模型在2023年第4季準確預測美國10年期國債收益率落在4.8至5%之間。同樣以過去50年按季數據為基礎，考量風險因子及利用聯邦利率、按年CPI及按年GDP為自變數(Independent variable)，並以美國10年期美國國債收益率為應變數(Dependent variable)，最後透過3維度矩陣得出綜合預測。維度範圍包括：

- 根據市場預測減息125點子，把聯邦利率由5.5%以每25點子的幅度下降至3.75%；
- 截至2023年9月底按年CPI報3.5%為起點，以每25點子的幅度下降至2.0%為通脹目標；
- 截至2023年9月底按年GDP報3.0%為起點，以每50點子的幅度下降至1.5%為市場預測水平。

美國10年期國債收益率預測矩陣

		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
聯邦利率 (%)	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%	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
聯邦利率 (%)	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	

資料來源：彭博，數據截至2023年12月11日

美國 2 年期國債收益率預測矩陣

		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
聯邦利率 (%)	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
聯邦利率 (%)	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	

資料來源：彭博，數據截至 2023 年 12 月 11 日

在每個矩陣中找出平均值、標準差及峰谷值，最後得出美國 10 及 2 年期國債收益率的各項預測平均值。整體結果如下：

GDP	矩陣 (10 年期)			矩陣 (2 年期)		
	平均值	標準差	峰谷值	平均值	標準差	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

資料來源：彭博，數據截至 2023 年 12 月 8 日

以上美國 10 及 2 年期國債收益率分析設定的信賴區間 (Confidence interval) 為 95%，判定系數 (R 平方) 結果分別高達 84 及 95%，反映除非未來 3 項經濟數據超出分析範圍，否則分析結果可信度偏高。



債券

綜合上述分析結果，列出所有條件的推算，並總結出收益率最終預測值，結果如下：

分析指標	美國國債收益率 (%)	
	10 年期	2 年期
實質利率	3.58	3.93
利率見頂至第1次減息前幅度 (全數)	3.80	3.10
利率見頂至第1次減息前幅度 (剔除 1976 年案例)	4.00	3.80
與全期減息幅度佔比 (全數)	4.50	4.60
與全期減息幅度佔比 (剔除 1976 年案例)	4.40	4.60
迴歸分析結果 (平均值)	4.40	3.71
平均	4.11	3.96

資料來源：彭博，數據截至 2023 年 12 月 8 日

除非經濟數據在未來大幅波動或市場預測超出上述設定範圍，否則美國 10 及 2 年期國債收益率的合理水平應是約 4.11 及 3.96%。另外在近 68% 機率 (1 個標準差) 下，美國 10 年期國債收益率將浮動在 3.76 至 4.46% 之間，而 2 年期則為 3.54 至 4.38%。

市場分析：顛簸中上揚

當確立聯邦利率及國債收益率的預測，下一步再分析企業債券違約率的信貸息差在利率拐點及金融狀態下的變化，從中預測投資評級企業債券及高息企業債券的走向。

利率拐點：高息企業債券波動較大

參考彭博美元累計企業債指數及彭博美元高息企業債信貸息差指數，分別作為投資級別企業債及高息企業債違約風險的溢價指數，息差愈高代表違約風險愈高，溢價走高代表債價走弱。

選取截至 2023 年 12 月 14 日的過去 30 年按月數據，剔除 2022 年起最近 1 次的加息週期後，期間共出現了 4 次利率見頂後減息的週期 (簡稱「利率拐點」)，分別是 1995、

2000、2006 及 2018 年。當中抽出兩項指數及聯邦利率變化作分析。整體數據如下：

年份	信貸息差 (%)		利率變化 (%)
	投資級別企業債券	高息企業債券	
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
中位數	0.00	0.34	-0.75
標準差	0.40	1.12	0.43

資料來源：彭博，數據截至 2023 年 12 月 14 日

在利率拐點期間，投資級別企業債及高息企業債的信貸息差平均變化分別只有正 0.01% 及負 0.01%，同期平均利率下降 0.88%。表面上減息未有提高整體企業債券的違約風險，但以中位數分析，高息企業債明顯較受影響，其信貸息差中位數為 0.34%，而標準差則報 1.12%，是投資級別企業債的 2.8 倍。上述數據反映減息對投資級別企業債違約風險未有太大影響，但對高息企業債明顯較大，而且其信貸息差的波動性偏高，顯示其債價波動性較大。

是次加息週期中，利率在 2023 年 7 月見頂，截至 2023 年 12 月 14 日，投資級別企業債及高息類企業債之信貸息差已分別下跌約 0.13 及 0.33%，反映利率見頂後兩類企業債的違約風險正在下降，投資者樂觀情緒刺激相關債價上升。由於現況與以上分析結果並不匹配，故須注意當市場冷靜過後，兩項息差有可能出現反彈，令債價出現回吐。

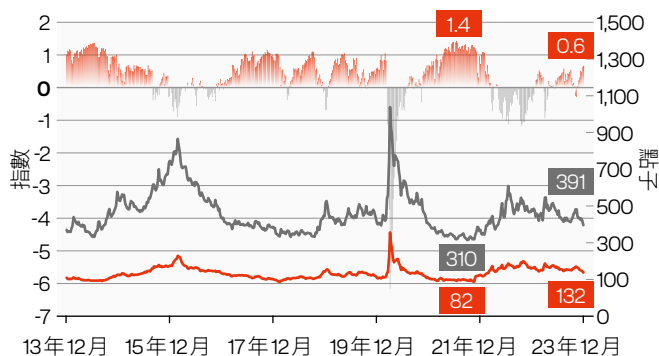
金融狀態：寬鬆狀況支持企業債市

投資者樂觀情緒從何而來？彭博美國金融狀態指數反映美國金融系統中流動性狀態，正值代表偏鬆，負值代表偏緊。例如 2023 年 3 至 4 月間持續 4 週出現負值，當中 3 月 17 及 24 日兩週分別報負 1 及負 0.8，較過去 10 年單計算負值的平均值錄得負 0.6 更高，顯示當時金融流動性極為緊張，該時期正正爆發了美國地區性銀行危機。

以金融狀態與美元信貸息差作比較，不論是投資級別企業債或高息企業債都呈現反比走勢，即是流動性愈緊，息差便愈高，反映違約風險遞升，較顯著的例子分別是在2015年的加息週期及2020年疫情大流行期間。集中觀察2023年7月7日至12月15日共24週數據，當美聯儲停止加息之後，金融狀態平均值為0.6，與過去10年平均值一樣，就算當中曾有1週出現負值，但都只是負0.3水平，反映金融狀態正處於不慍不火狀態。在該段時期，投資級別企業債及高息企業債的信貸息差分別下降17及42點子，跌幅近11.3及9.61%，有利債價表現。

美聯儲在2023年12月議息會議後，暗示在2024年將啟動減息程序，不論最終減幅如何，未來金融狀態預期將趨向寬鬆。參考2021年7月2日當週金融狀態指數最高達1.4，數週後投資級別企業債及高息企業債的信貸息差分別報82點子及310點子，與2023年12月15日當週水平相比，潛在降幅分別達38.9及20.7%，反映短期內投資級別企業債或高息類企業債價具上升空間。

美國金融狀態指數及各美元債的信貸息差



■ 彭博美國金融狀態指數：正值（左）
■ 彭博美國金融狀態指數：負值（左）
— 美元信貸息差（投資級別企業債券）（右）
— 美元信貸息差（高息企業債券）（右）

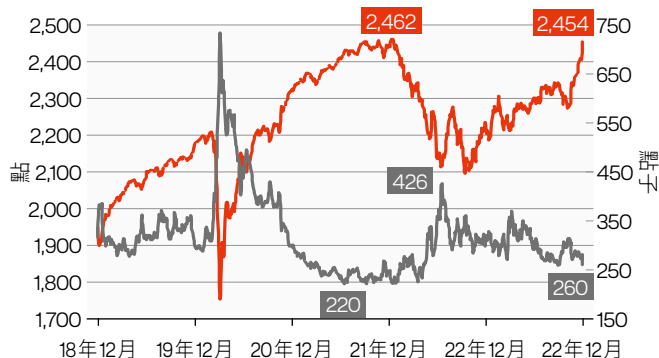
資料來源：彭博，數據截至2023年12月15日

企業債券：風險考量後投資級別較吸引

利率拐點與金融狀態都有利企業債券，投資級別及高息哪類較好？簡單把高息企業債減去投資級別企業債計算出信貸息差，結果反映有機會是高息企業債風險溢價下降或投資級別企業債風險溢價上升，兩者均對高息企業債的債價有利。該差距由2022年7月5日升至426點子後反覆下滑，截至2023年12月14日報260點子，降幅近39%。比較過去5年最低220點子，只有約40點子或不足15%的下行空間。

參考彭博美國高息企業債券指數過去5年走勢，2023年12月14日報2,454水平，較峰值2,462只差8點，或0.33%。結果反映高息企業債優勢將近達峰，相反投資級別企業債反彈機會較高，並有較大上升空間。

美國高息企業債券指數及與投資級別信貸息差的差距



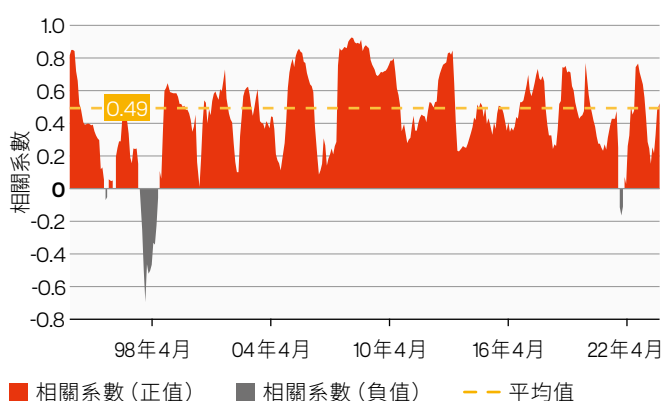
— 彭博美國高息企業債券指數（左）
— 美元高息減去投資級別信貸息差的差距（右）

資料來源：彭博，數據截至2023年12月15日

股債對壘：決定在於行業而非指數

投資者經常利用債券對沖股票的波動，但以美銀美債期權波動率（MOVE）代表債券波幅，標普500波動率（VIX）指數代表美股波幅，發現過去30年間，兩者的相關係數之正值佔比近95%，負值只集中在1997及2021年，反映股債對沖的理論未能成立。

美銀美債選擇權波動率與標普500波動率指數之相關係數



■ 相關係數（正值） ■ 相關係數（負值） — 平均值

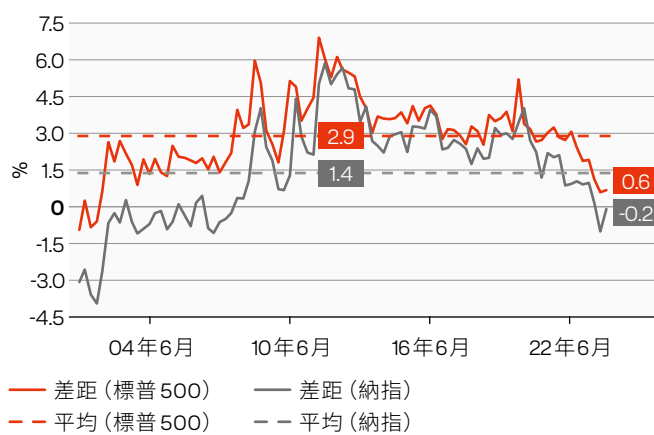
資料來源：彭博，數據截至2023年12月15日

從回報角度來看，以美國10年期國債收益率代表投資債券的回報率，並以標普500及納斯達克100指數（簡稱「納指100」）的股本收益率代表投資股票的回報率，最後把股票回報率減去債券回報率作分析。

債券

因應納指100數據所限，以下分析始於2001年。以回報率差距的平均值比較，兩項股票指數都低於數據平均值，反映長線而言，現時投資債券較為吸引。截至2023年12月15日，美國10年期國債收益率與標普500和納指100的回報率差距分別是正0.6及負0.2%，若純以回報率比較，投資標普500較納指100吸引。

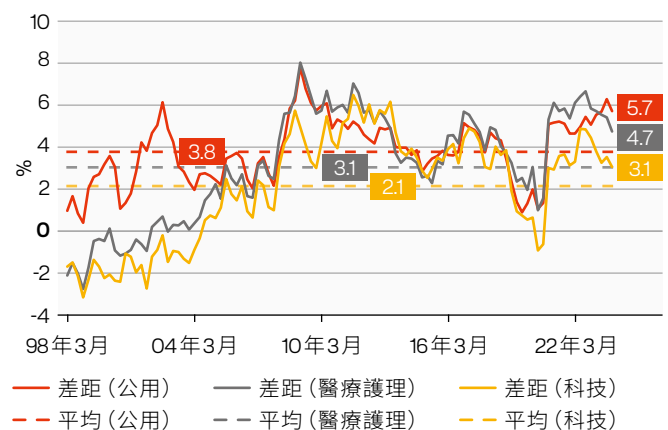
標普500及納斯達克100指數與美國10年期國債收益率差距



資料來源：彭博，數據截至2023年12月15日

同樣分析套用在3項標普行業分類指數，公用及醫療護理行業的回報率差距較平均值分別高出1.9及1.6%，較科技行業高平均值1.0%更吸引。結果與《股票》章節分析中提到，具防守性、價值型及高息的股票較為吸引的觀點一致。

標普公用、醫療護理及科技指數與美國10年期國債收益率差距



資料來源：彭博，數據截至2023年12月15日

其他美股及相關行業的詳細分析，可參閱《股票》章節。

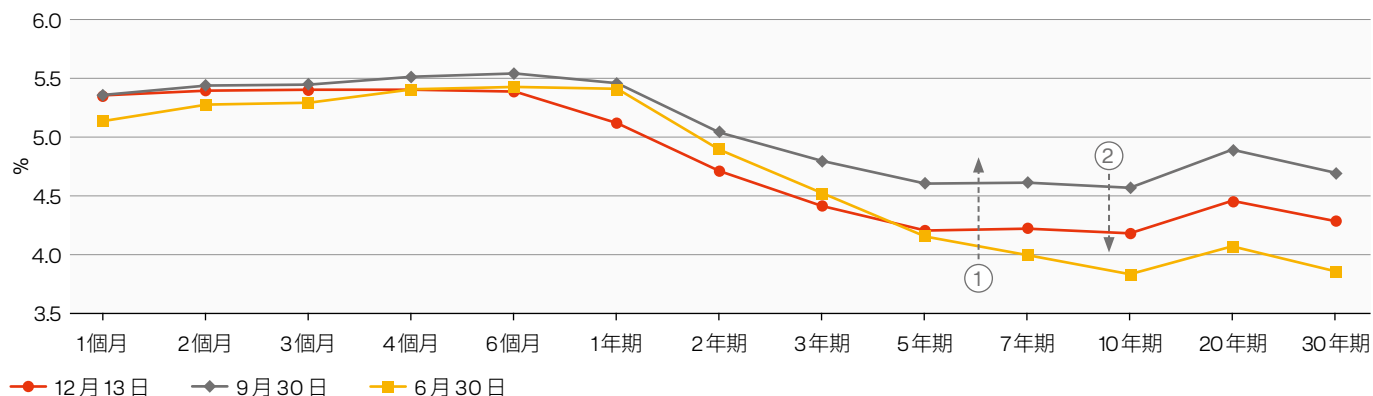
投資策略：坐言起行

曲線正常化：最後探戈

2023年曾分享過美國國債收益率曲線正常化的過程（意謂朝往正向斜率的演變過程）中，普遍會出現4個階段：首先曲線在倒掛狀態下會跟隨加息步伐平行移動（Shift），投資者應減少債券持倉，以盡量減低組合中存續期風險；第2階段是曲線會以某年期為支點，長及短期收益率作相反扭動（Twist），兩端波動性偏高，投資者可以透過「存續期中性（Duration-neutral）」策略，同時持有長短倉以平衡風險，並在曲線波動中賺取回報；第3階段是加息週期進入尾聲，利率敏感的短期收益率將較長期收益率趨向穩定，並錨定在接近利率預測峰值，長期收益率受利率預期變化的漣漪效應影響而波動性較大，形成長端較短端明顯波動的「熊式走峭」狀態。投資者可在演進過程中，有序提升組合中平均存續期，以增加投資組合總體收益率。



美國國債收益率曲線走勢



資料來源：彭博，數據截至2023年12月13日

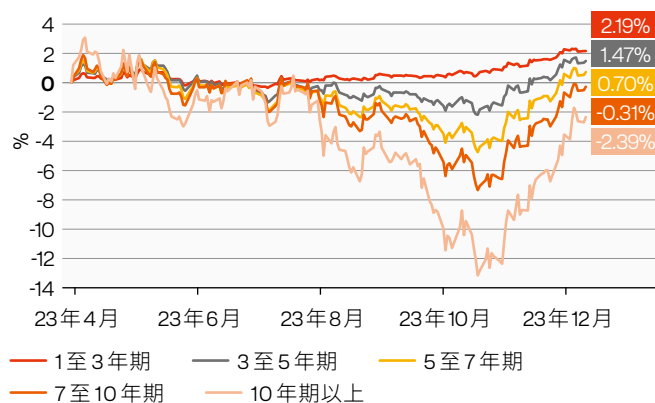
參考2023年3月30日至12月12日，彭博美國累計債券系列中以不同年期劃分的各指數表現，1至3年期指數不但是期內表現最佳，而且波動性亦是最低。回報與年化標準差比例顯示它是眾年期中最高，反映過去3季不斷呼籲「短債優於長債」的策略奏效。整體數據如下：

指標	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
全期回報(%)	2.19	1.47	0.70	-0.31	-2.39
年化標準差	2.07	4.62	6.47	8.36	13.38
比例	1.06	0.32	0.11	-0.04	-0.18

資料來源：彭博，數據截至2023年12月12日

另外，在2023年第4季建議有序加長債券組合的存續期，以爭取較佳回報。雖然同期美國10年期以上債券指數的回報仍是負2.39%，但單看第4季由底部反彈近12.7%，是所有年期分類中表現最好，凸顯了「熊式走峭」策略的威力。

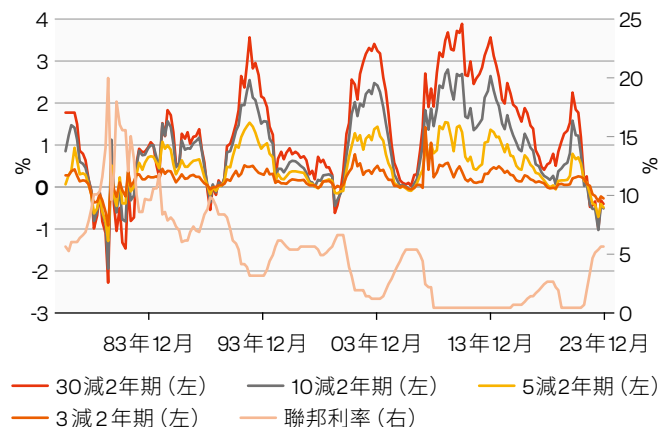
2023年彭博美國累計債券指數表現



資料來源：彭博，數據截至2023年12月12日

細心觀察上文對美國10及2年期國債收益率的預測，不難發現收益率曲線在經濟、利率及通脹的3維度互動變化中逐漸完成了正常化。在收益率曲線正常化過程的最後階段，投資者應如何提前部署？

美國聯邦利率與各收益率差距



資料來源：彭博，數據截至2023年12月13日

參考過去50年美國聯邦利率及各主要年期與2年期的收益率差距，結果顯示各差距與聯邦利率走勢明顯背馳，當中以30年期的波幅最大，呈現出對利率變化的存續期風險，即年期愈長波動愈大的事實。再抽出各差距在減息時與聯邦利率的相關係數，結果如下：

收益率差距	相關係數
30 減 2 年期	-0.77
10 減 2 年期	-0.83
5 減 2 年期	-0.81
3 減 2 年期	-0.57

資料來源：彭博，數據截至2023年12月12日

債券

值得注意的是，5 減 2 年期的敏感度較 30 減 2 年期更高，與 10 減 2 年期系數相近，暗示減息時曲線正常化過程中，美國 5 年期國債價格的下行壓力其實不下於美國 10 年期國債。再觀察 2023 年下半年美國國債收益率曲線變化，波動集中在 10 年期以上區域，預期當長端正常化漸入佳境，波動性會轉至相關系數偏高的 5 年期曲線中端區域。換作形象化表達，好比「U」型的底部將在最後階段裡以比其他區域更迅速地反彈，以完成曲線正常化的最後 1 公里。

投資策略上，投資者應先等待美國 10 年期國債收益率遞減式反彈後，便會追上 2 年期水平，屆時 10 減 2 年期收益率差距將如 2023 年下半年般再次收窄。就算未至於趨於平衡，但相信在接近平衡時，5 年期為主的中端區域便會追上，風險便會由長端移至中端。故此，債券組合的存續期分布應以長短兩端為重，形成槓鈴形態，並把平均存續期維持偏短狀態。參考 2023 年收益率曲線的形態變化，相信 3 年期將是較佳選擇。

最後要注意 3 個重點：

- 未來曲線變化是以動態並下降走勢為主，即扭動過程中整條曲線將有序下滑。根據上文對 10 及 2 年期國債收益率的預期值分別約 4.11 及 3.96%，暗示在收益曲線下滑過程中完成曲線正常化；
- 美聯儲在 2022 年啟動加息週期後，各年期與 2 年期收益率的差距由 2022 年 12 月起全線出現負值並持續至今，長度僅次於上世紀 70 年代「沃爾克震撼」期間共 7 季的紀錄，反映今天債市正處於極端狀態。參考當年利率由加息轉向減息後，各收益率差距急升的速度和幅度都是紀錄中最高，暗示投資者應多加注意未來收益率差距有可能急速反撲時，導致債市大幅震盪；
- 以上分析是以季度數據計算，反映歷史上完成曲線正常化是以季甚至年數計算，策略部署亦然。市場普遍預期美聯儲將在 2024 年 5 或 6 月才開始減息，即暗示曲線正常化最快要到同年底才有機會完成。投資者應耐心跟隨曲線變化進行倉位調配，參考 2023 年本章節的債券策略結果，回報有可能超乎想像。

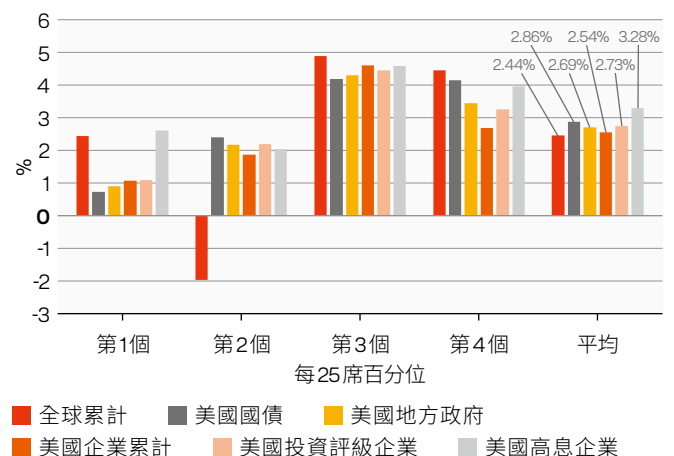
利率拐點：簡單就是美

另一個更直接的策略，就是把握利率拐點帶來的機遇。根據上文聯邦利率分析採用的 6 大利率週期，並以彭博債券指數系列代表 15 種不同類型債券，再分析利率見頂至第 1 次減息之間（簡稱「利率拐點」）各指數表現，分析如下：

首先，6 大利率週期分別在 1976、1986、1994、1999、2004 及 2017 年出現，整體指數結果表現正面，15 項指數在共 4 個階段中，平均回報為 2.86%，標準差約 1.89%，兩者比例為 1.51。60 組數據中，正值佔比 95%，加上最高及最低回報分別是 9.09（新興市場美元累計指數）及負 1.97%（全球累計債券指數），其比例為 4.6 倍，反映利率處拐點時，投資債券的整體值博率非常高，回報亦相當吸引。

因利率拐點的時間長短不一，利用統計學中每 25 席百分位（25th percentile）概念，平均分成 4 個階段以統一分析時區，再觀察指數按階段表現。首先觀察美國地區債券，包括國債及企業債券，整體平均回報為 2.82%，較全球累計債券的 2.44% 回報更為出色，而且所有美國債券指數在全部階段報捷，錄得正回報率達 100%。整體回報的分布集中在第 3 及 4 階段，反映愈接近減息，表現愈好，而且較第 1 及 2 階段回報高出近 1 倍。最佳表現的指數為美國高息企業債券指數。

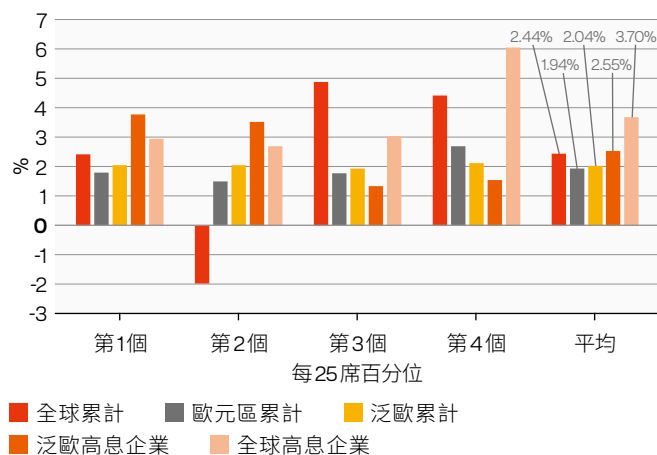
利率見頂至第 1 次減息之間全球與美國債券指數表現



資料來源：彭博，數據截至 2023 年 12 月 11 日

歐洲地區方面，包括歐元區及泛歐債券。整體平均回報為 2.56%，較全球累計債券的 2.44% 回報更加優勝。如美國債券指數一樣，錄得正回報率達 100%。整體回報分布較為平均，未見有某一階段表現相對突出，反映投資時間不大影響最終回報。單看泛歐高息企業債券較國債表現出色，但較全球高息企業債券遜色。另外，首兩階段回報較尾兩階段高出近 1.5 倍，波動性是區內指數最高。

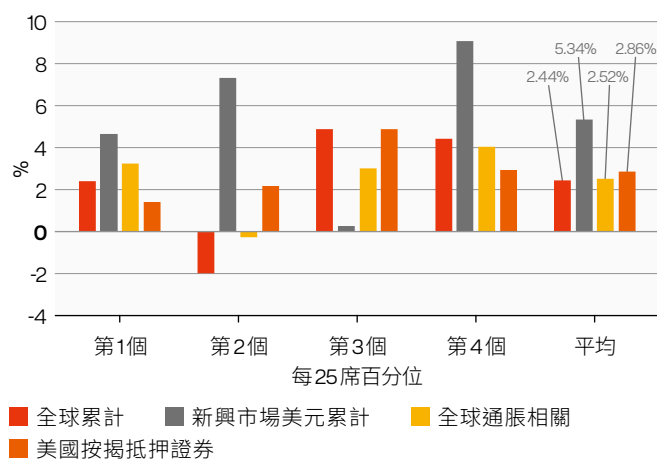
利率見頂至第1次減息之間全球與歐洲債券指數表現



資料來源：彭博，數據截至2023年12月11日

其他類別中，以新興市場美元累計債券表現最好，亦是在所有指數中排名首位，但波動性非常大，意謂買入後並一直持有至第1次減息出現時較理想。全球通脹及美國按揭證券類別沒有明顯走勢特色，回報亦未見特別吸引，反映利率拐點時投入傳統債券指數的簡單操作便可。

利率見頂至第1次減息之間債券指數表現：全球與其他類別



資料來源：彭博，數據截至2023年12月11日

綜合而言，整體債券指數表現，不論回報率及值博率都相對吸引。美國地區債券表現較佳，而且在下半階段表現更為突出。平衡之選是歐洲地區，投資時間影響性較低，尤以當地企業債券較好。新興市場美元累計債券表現拋離其他指數，適合可承受較高風險的投資者。



本章總結：

- 2023年債市異象是暴力加息的後遺症，但資金流反映投資者信心仍在
- 預期2024年將出現衰退，同時通脹仍高於目標，歷史上美聯儲減息決議上關注GDP多於通脹走勢
- 市場狀況有利企業債券，當中投資級別較為吸引
- 預測美國2及10年期國債收益率為3.96及4.11%，浮動區間分別是3.54至4.38%，及3.76至4.46%之間
- 國債收益率曲線正常化進入最後階段，利率風險將集中在曲線的中端區域。耐心部署的成果可以超乎想像
- 利率拐點出現時有利整體債券指數表現，最傳統而簡單的部署有著回報理想，風險上更是豐儉由人

債券

東亞聯豐投資團隊

中國及亞洲債市展望

經濟、通脹、貨幣政策和金融市場等基本因素多方面均已取得進展，惟實際走勢可能要在2024年中才明朗化。不過，這並不意味投資者應該消極應對

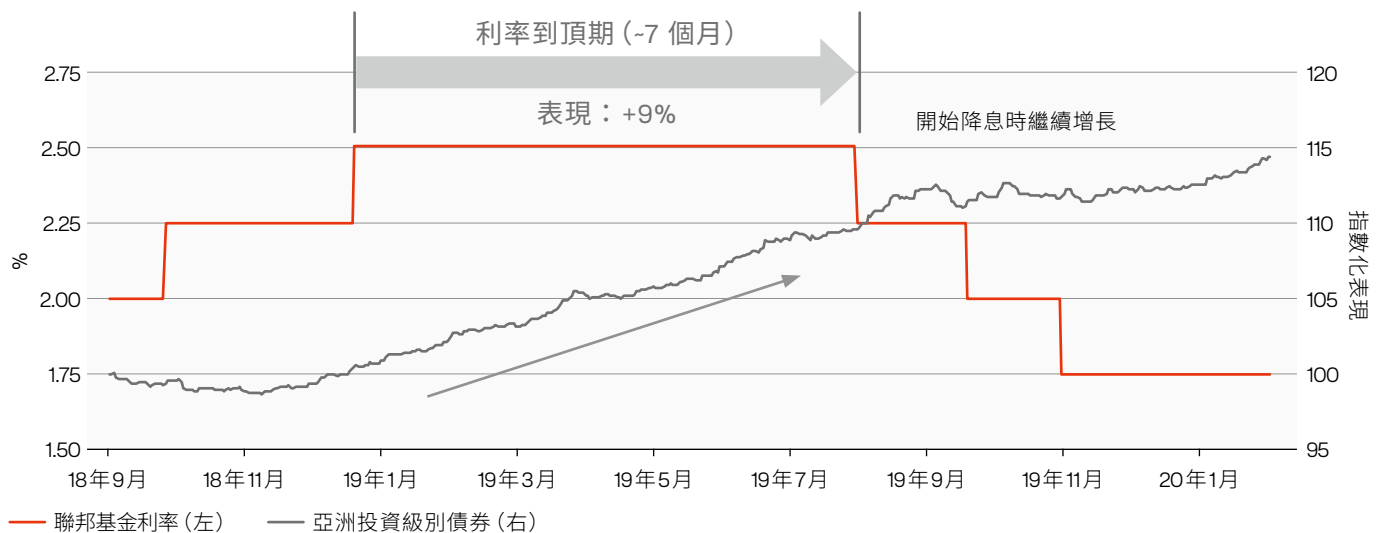
2024年亞洲投資級別和高收益債券表現有望較平均

油價放緩帶動美國核心通脹持續回落，消費物價指數尚未完全反映當地疲軟的房屋市道。隨著投資者對美聯儲在2024年減息的預期增加，美國國債息率在2023年11月突然大幅回落。亞洲債券息率持續吸引，而宏觀和信貸基調亦向好，加上以美元計價的債券發行量預計遠低於債券到期贖回量和票息，利好技術層面。受到高息環境影響，2023年亞洲投資級別債券的表現遠較高收益債券勝一籌。隨著通脹回落和減息預期，投資團隊預料高收益債券和投資級別債券的表現在2024年會變得較為平均。除了宏觀因素為高收益債券帶來支持外，亞洲高收益債券信貸質素持續改善，以及可選擇的板塊和市場甚廣，因此團隊對亞洲高收益債券在2024年的走勢感到樂觀。

繼續看好南韓和中國的科技、媒體和電訊板塊，以及金融的投資級別債券

雖然中國經濟復甦遜預期，但個別投資級別債券質素高，債券息率約5.3至13%，具投資價值。一些BBB評級的銀行和資產管理公司債券估值吸引，其中有個別發行人擴大投資者基礎，令公司技術層面得以改善，也有一些因受惠中國經濟增長預期，信貸評級有被提升的可能。我們也看好監管風險回落兼估值吸引的科技、媒體和電訊(TMT)。該板塊當中一些A評級的投資債券息率接近7%，能媲美同一板塊的BBB評級債券。為分散投資，我們也看好個別息率吸引的石油和租賃公司。

南韓投資級別債券供求技術層面持續穩健。其他國家例如中國，由於在岸發債成本遠低於離岸市場，企業因此偏向以人民幣發行在岸債券。但對於南韓企業來說，兩個平台發債成本差別較少，加上在岸債市波動較美元計價的債券高，因此南韓企業亦願意發行美元債券。



資料來源：彭博，2018年9月1日至2020年1月31日。亞洲投資等級債券代表指數為ICE美銀亞洲貨幣投資等級企業指數。

印尼和印度高收益債券選擇多，澳門博彩債券吸引

投資團隊對2024年亞洲高收益債券前景感樂觀，除了因為收益率高，也兼具質素良好和投資機遇分布在不同市場和板塊的優勢。撇除中國內地，該區息率達9%，相當不俗。團隊尤其看好印度和印尼的高收益債券，因為存續期及板塊選擇甚廣。

印度在亞洲高收益債券市場佔比於2023年達30%，較2020年的13%有明顯上升，更超越中國內地成為亞洲最大發行市場。團隊看好印度不同範疇的高收益債券，包括機場、鋼鐵、非銀行金融類別和再生能源。其中，再生能源債券的供應量少加上容易於在岸市場進行融資，故其表現持續強韌。另外，基於機場旅客流量已回到疫情前水平，助盈利提升，故機場營運商債券備受看好，個別機場營運商更由於財務狀況改善獲信貸機構上調信貸評級。

印尼企業同樣地能從在岸市場融資，包括較早前受惠於商品價格高企的能源公司。這些企業手頭現金充裕，因此能提早贖回美元債，有效管理其資產負債表。除了商品和能源板塊受團隊青睞之外，地產債券也具吸引力。直至2024年6月，當地政府會豁免11%房屋增值稅，以刺激當地房地產市道。

中國內地高收益債券中，團隊會關注消費和石油天然氣的行業，對於內房債則維持審慎，但會以策略性態度留意一些國企地產債券。目前一般房屋銷售額來自二手市場，地產商尚未走出陰霾。2023年8月及9月所推出的房屋政策只為樓市帶來短暫反彈，並不能持續。對於中國內地當局鼓勵銀行為地產商提供無抵押短期貸款，成效仍有待觀察，因為這並非銀行一貫做法。投資者信心、經濟復甦情況以及就業市場狀況等因素才是樓市回暖的關鍵。另外，團隊繼續看好澳門博彩業前景。受惠旅客反彈，博彩營運商業績和現金流將持續向好。

總括而言，資本市場在2024年仍將要面對地緣政治風險和美國總統大選等眾多潛在挑戰。然而，經濟、通脹、貨幣政策和金融市場等基本因素多方面均已取得進展，惟實際走勢可能要在2024年年中才明朗化。不過，這並不意味投資者應該消極應對。消費物價放緩，央行勢將把焦點由控制通脹轉移到刺激經濟增長之上，相信資本市場因此會出現更多投資機會。



本章總結：

- 看好中國內地的科技、媒體和電訊板塊、金融行業的投資級別債券
- 宏觀因素和信貸質素持續改善，對亞洲高收益債券帶來支持
- 亞洲高收益債券看好印度機場、鋼鐵、非銀金融和再生能源，以及印尼的能源和地產
- 中國內地高收益債券可留意消費、石油天然氣和澳門博彩營運商

本文由東亞聯豐投資管理有限公司（「東亞聯豐投資」）編製，僅供參考之用。東亞聯豐投資並不以此資料邀請作任何行動，或提供任何建議或推介。本文或其內容並不構成任何促使、邀請、廣告、誘因、承諾、保證或作出任何類型或形式的代表及東亞聯豐投資就此表明並不為此負上相關責任。本文所載資料根據東亞聯豐投資認為可靠並以「現況」的基礎下提供。即使竭盡所能力求準確，東亞聯豐投資及其轄下董事/職員並不為其內容的準確性、完整性或時間性負上任何責任。所載資料乃屬東亞聯豐投資擁有。未經東亞聯豐投資事先書面同意，本文或其任何內容均不可予以複印或分發予第三者。本文未經香港證券及期貨事務監察委員會審閱。東亞聯豐投資為東亞銀行的非全資附屬公司。

免責聲明

免責聲明及重要通知

本文件由東亞銀行有限公司（「東亞銀行」）和東亞聯豐投資管理有限公司（「東亞聯豐投資」）編製，僅供客戶參考之用。其內容是根據大眾可取得並有理由相信為可靠資料製作而成，惟該等資料來源未經獨立核證。

有關資料所表達的預測及意見只作為一般的市場評論，並不構成任何投資的要約或有關要約的招攬、建議、投資意見或保證回報。本文件所表達的資訊、預測及意見以截至發佈之日期為依據，可予修改而毋須另行通知，及不可被視為就任何投資產品或市場的建議。有關資料未經香港證券及期貨事務監察委員會、香港金融管理局或任何香港監管機構審核。

東亞銀行會按需要更新已發佈之研究。除了定期發佈的報告外，東亞銀行亦會按需要不定期發佈其他報告，不作另行通知。

東亞銀行對本文件內有關資料的準確性及完整性或任何所述的回報並不作出任何代表或保證、陳述或暗示及對有關資料所引致的任何問題及/或損失（不論屬侵權或合約或其他方面）概不負責。投資涉及風險，投資產品之價格可升亦可跌，甚至變成毫無價值。投資產品之過往業績並不代表將來表現。閣下在作出任何投資決定前，應詳細閱讀及了解有關投資產品之銷售文件及風險披露聲明，並應謹慎考慮閣下的財務情況，投資經驗及目標。

投資決定是由閣下自行作出的，但閣下不應投資任何產品，除非中介人於銷售該產品時已向閣下解釋經考慮閣下的財務情況、投資經驗及目標後，該產品是適合閣下的。

本文件是東亞銀行的財產，受適用的相關知識產權法保護。未經東亞銀行事先書面同意，本文件內的資料之任何部分不允許以任何方式（包括電子、印刷或者現在已知或以後開發的其他媒介）進行複製、傳輸、出售、散佈、出版、廣播、傳閱、修改、傳播或商業開發。

本文件所有內容均已由中文翻譯成英文。如中、英文版本有任何抵觸或不相符之處，應以中文版本為準。

東亞聯豐投資為東亞銀行的非全資附屬公司。

東亞銀行（中國）有限公司（「東亞中國」）是東亞銀行在內地註冊成立的全資附屬銀行。