

循序渐进

东亚银行经济研究部



2024年第2季经济展望

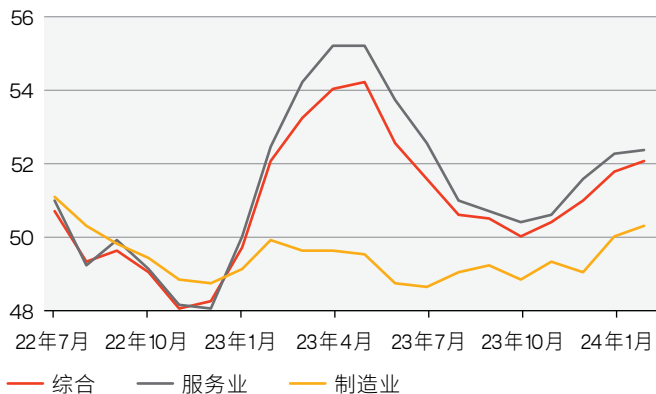
先进和新兴经济体今年将呈双轨复甦走势

环球经济展望

环球经济续现韧性，通胀大致保持回落走势

全球经济增长动力渐趋平衡。今年第1季，环球经济各个环节均取得积极发展。首先，环球制造业采购经理指数显示工业活动恢复扩张，结束了长达16个月的收缩走势，这反映环球需求经过一段时间去库存后，逐步恢复稳定。加上，人工智能蓬勃发展推动了相关产业链的产出、出口和投资。第二，环球服务业采购经理指数显示服务业活动保持较快增长，主要受到旅游活动进一步扩张，特别是中国内地游客出境游人次增长加快，以及先进经济体私人消费保持平稳所支持。第三，金融状况在加息周期见顶的预期下轻微放松，减低了高利率对消费和投资所构成的制约。

全球采购经理指数



资料来源：彭博，数据截至2024年3月22日
>50表示扩张

通胀大致保持回落走势。随着主要经济体实施紧缩货币政策、市场供求状况回复基本平衡和企业的定价策略趋于审慎，环球通胀整体保持降温走势。今年初，美国通胀略有反覆，但通胀预期保持大致稳定。加上，2023年的楼价和租金增幅从高位放缓料将逐渐引导住屋通胀回落，让整体通胀压力得到缓解。欧洲的高通胀问题在能源供应稳定和经济增长疲弱下持续改善。至于亚洲通胀则普遍维持温和。目前，环球经济已进入对抗通胀的关键阶段，未来的通胀走势或会起伏不定，特别是欧美通胀有机会徘徊在其央行的政策目标之上一段时间。此外，地缘政治紧张局势构成的通胀风险仍未消退，如红海事件持续已令国际航运费用显著上升。

环球主要央行将为调整货币政策作出准备。2022年以来，本轮环球货币紧缩周期历时大约两年，并以近数十年来最进取的速度加息。显然，随着通胀逐步回落，大部分主要央行的利率水平已明显高于通胀，长期维持紧缩货币政策的必要性也随之下降。我们预期欧美主要央行将于今年年中前后开始减息，减息速度料倾向审慎有序，这同时为亚洲央行提供减息空间。由于日本正从超宽松的货币政策走向正常化，预计日本央行会以缓慢的速度趋向紧缩货币政策，与其他主要央行趋向减息的取态截然不同。

在外贸回升、服务活动畅旺和劳工市场稳健的支持下，环球经济的复甦势头有望更趋平衡。再者，我们预期大部分主要央行于今年年中前后启动减息，环球紧缩货币环境有望得到纾缓，有助促进消费和投资信心改善。整体而言，我们预期先进和新兴经济体在今年将呈双轨复甦走势，料美国经济增长轻微放缓至接近2%，欧洲则有望走出停滞并回复低增长。而中国内地、香港和亚洲的经济将稳中有进，实现平稳增长。



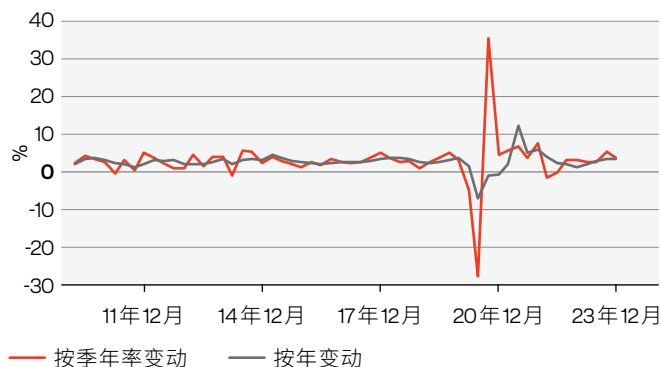
宏观经济

美国经济展望

美联储维持减息3次中位数预测，核心通胀保持黏性

2023年美国经济增长表现稳健，预料今年将温和放缓。2023年美国经济增长较2022年有所加快，其第4季增长以按季年率计算达3%左右，显示美国经济就算在货币环境快速紧缩下，因消费者和家庭开支受到强韧的就业市场所支持，连同投资和政府开支，能继续为经济增长带来正面贡献。纵使月度之间的数据或有反覆，但今年初多项美国领先经济指标，如密歇根大学消费者情绪指数、供应管理协会及标普全球采购经理指数等，均显示其经济大致保持稳步增长。然而，持续高息环境势将制约美国经济表现，特别是对商业投资的打击，而私人消费亦料会受到就业市场降温 and 早前宽松财政政策复归正常等所影响，我们预期今年美国的经济增长将温和放缓。

美国国内生产总值增长率



资料来源：彭博，数据截至2024年3月22日

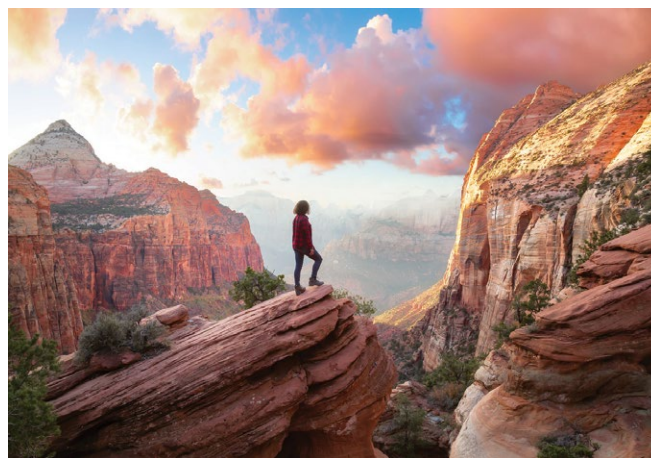
通胀回落至政策目标的最后一公里仍具挑战。美国通胀自2022年上半年见顶以来，一直维持回落趋势，于2023年下半年更受惠于高比较基数、供应链和需求回复正常而以较快速度回落，惟近月通胀回落的速度则有所减慢，显示通胀（特别是核心通胀）回落至政策目标的最后一公里仍具挑战。以个人消费开支（PCE）物价及其核心指数计算的通胀，已分别从2022年的高位7.1及5.6%回落至2023年底2.6及2.8%，惟今年首两个月两者回落的速度明显放慢。在各通胀组成项目中，核心服务价格（扣除租金）仍具黏性，与就业市场保持韧力有关。虽然各项就业数据已从疫情后的高位有所放缓，但失业率处于较低水平、新增非农职位数目稳健、平均时薪持续高于与通胀目标相适应的水平，均可能为通胀（特别是核心通胀）持续回落至政策目标带来压力。

美国个人消费开支物价指数



资料来源：彭博，数据截至2024年3月22日

美联储再次保持息率不变，点阵图亦维持今年减息3次的中位数预测。美联储在今年3月的议息会议继续维持利率不变，其公开市场委员会的点阵图则上调了今年至2026年经济增长及今年个人消费开支价格核心指数的中位数预测，并维持了今年减息3次合共75基点，以及下调2025年减息4次至3次的中位数预测。目前，美联储指出需要更大信心确信通胀将持续回落至2%目标才会开展减息，但美联储主席鲍威尔曾指距离获得该信心已经不远，且在议息会议后的记者会亦提到今年1及2月的通胀较预期为高是通胀回落过程中的一些反覆，料不致令美联储对通胀和息率走势的评估产生太大影响。我们预期美国将在今年年中前后开始减息，随后减息的步伐约为每季25基点。此外，鲍威尔亦指出会于不久将来开始放慢缩表步伐，以减低货币市场或因流动性紧张而可能受压的风险。

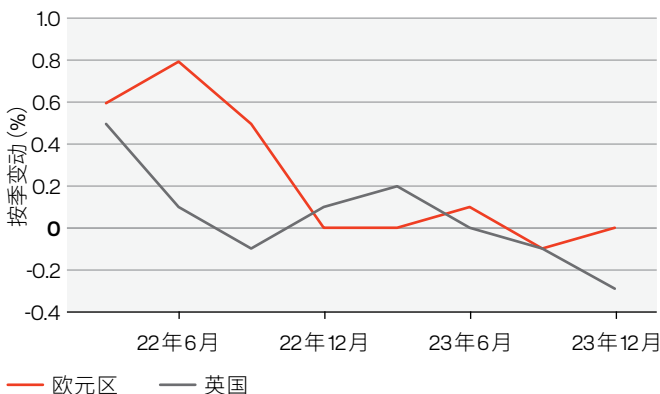


欧洲经济展望

欧洲经济从2023年秋冬季黯淡前景略有改善

欧洲经济大致停滞的趋势未变。受制于利率高企、财政提振力度减弱及地缘政治紧张局势升温等困扰，2023年下半年欧元区经济动力疲弱。继2023年第3季经济实质按季收缩0.1%后，同年第4季表现持平。2023年全年，欧元区经济虽然轻微增长0.4%，惟各主要成员国表现分化。其中，德国经济受制造业疲弱所拖累，全年收缩0.1%；法国及意大利经济分别温和增长0.9及1.0%；西班牙经济则受惠于旅游等服务业表现强劲所带动，全年增长2.5%。英国方面，2023年第4季净出口表现恶化，加上家庭和政府消费开支疲弱，拖累英国经济在2023年下半年连续两季录得收缩，陷入技术性衰退。2023年全年，英国经济仅轻微增长0.1%。不过，今年初的商业调查指标显示，欧元区及英国的综合采购经理指数双双回升，反映区内经济正从2023年秋季低迷水平逐渐复甦，而西班牙及意大利等依赖服务业的南欧经济体表现则仍较具韧性。

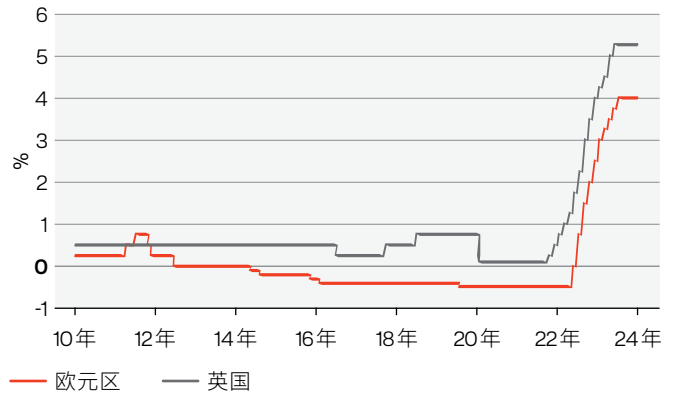
欧元区及英国经济增长



资料来源：彭博，数据截至2024年3月22日

欧洲通胀需时回落至政策目标水平，央行维持审慎的货币政策取向。欧元区及英国通胀延续温和和放缓趋势，主要受惠于能源价格持续下滑，以及部分商品价格低企。不过，鉴于劳工市场偏紧及工资增长较快，服务相关的通胀压力持续，显示两地通胀回落至2%政策目标的最后一英里的道路并不平坦。因此，欧洲央行及英伦银行自2023年10月维持利率不变以来，虽然皆认为通胀有放缓之势，但两地央行皆表示需要获得更多劳工市场状况、工资增长和服务业价格等证据，才能有更大信心确认通胀正持续返回其政策目标。我们预期欧洲央行或于今年年中前后具备下调政策利率的空间。英国则鉴于其通胀水平仍然偏高，预料英伦银行或会稍迟才开始减息。

欧元区及英国政策利率



资料来源：彭博，数据截至2024年3月22日

展望未来，欧洲经济从2023年秋冬季低迷之中已见略有改善，或可支持当地经济走出大致停滞的困局，并有望录得轻微增长。通胀回落及工资增长较快均有助改善家庭实质收入，巩固消费开支。另外，在减息预期升温，货币环境从紧缩逐渐走向中性下，亦有助提升企业投资意欲。然而，地缘政治局势紧张则可能影响全球供应链稳定，并拖慢其贸易复甦的进程。



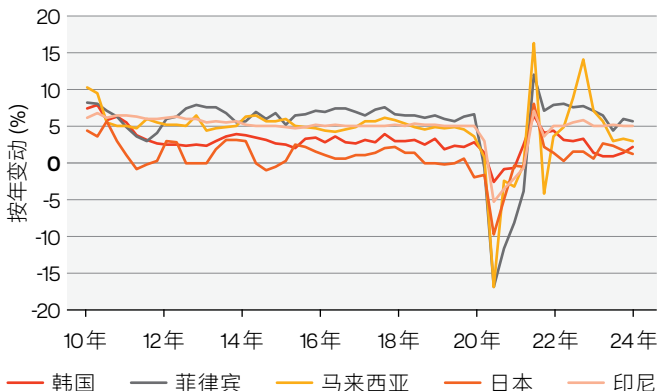
宏观经济

亚洲经济展望

随着出口回升，亚洲经济复甦势头进一步稳固

在利率持续高企下，2023年环球商品需求放缓，加上电子产品周期仍处于调整阶段，令多个亚洲出口导向型经济体持续受压。亚洲经济体的经济在2023年普遍放缓，但日本的经济则受惠于汇率下滑、大宗商品价格回落和汽车出口稳健的刺激而有所加速。不过，2023年第4季以来，环球贸易活动渐见回稳，尤其是半导体产业在人工智能需求急增的带动下显著复甦，同时区内旅游业活动亦见活跃，让亚洲经济体的出口呈逐步回升势头，并成为稳定区内经济增长的重要力量。

亚洲个别经济体的国内生产总值



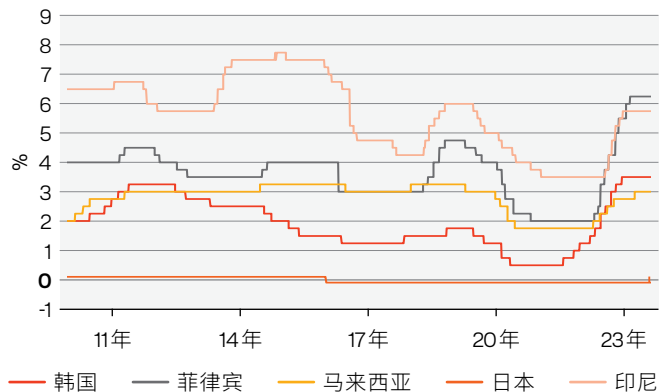
资料来源：彭博，数据截至2024年3月22日

今年第1季，亚洲出口延续回升趋势，区内大部分经济体的商品出口录得按年上升，反映外围需求持续回暖。此外，随着签证互免政策生效和国际航线恢复，中国内地旅客出境旅游的需求快速复甦，不少亚洲城市均是中国内地旅客的热门旅游市场，这为亚洲经济复甦注入了更多新动力。再者，亚洲劳工市场保持稳健，失业率持续处于较低水平。整体而言，我们预计亚洲经济可延续稳步增长。

亚洲通胀持续放缓，并逐步趋向通胀目标水平。受惠于大宗商品的低基数效应和食品价格回落，今年第1季区内通胀问题进一步改善，大部分亚洲经济体的消费物价通胀已放缓到2至3%左右的央行通胀目标水平。事实上，亚洲没有出现欧美市场的经济过热问题，加上汇率基本稳定，区内潜在通胀压力大致平稳，料亚洲整体通胀有望进一步受控，并回落至各亚洲央行的目标区间。

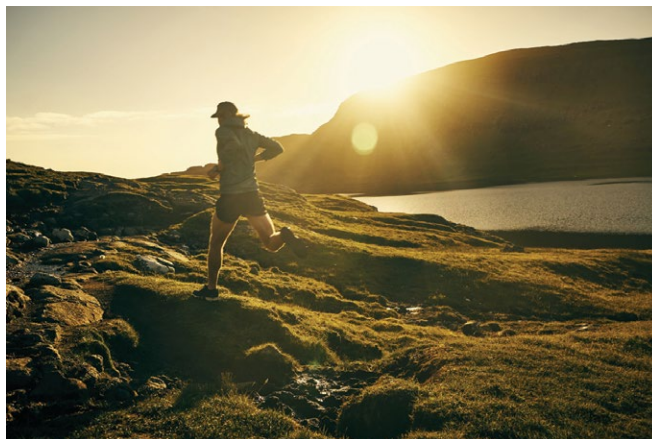
除日本央行外，其他亚洲央行有望放宽货币政策。即使通胀显著回落，今年第1季大部分亚洲央行仍维持利率不变，主要是考虑美联储和欧洲央行等主要央行仍未采取放宽行动，特别是外汇市场有机会因货币政策转变而大幅波动。随着美联储和欧洲央行在下半年或会启动减息周期，大部分亚洲央行将有空间跟随放宽货币政策。另一方面，日本央行于今年3月宣布结束负利率政策，将基准利率上调至0至0.1%区间，并同时结束控制孳息曲线及购买交易所买卖基金和房地产投资信托基金等。纵使日本央行结束了负利率政策，但未来任何进一步紧缩的举措料只会审慎和有序地进行，整体金融状况将维持宽松。

亚洲个别经济体的政策利率



资料来源：彭博，数据截至2024年3月22日

在出口回升和内部需求稳固的带动，加上美联储和欧洲央行预期在今年年中减息，将有助刺激跨境投资活动，预计亚洲经济可保持稳中向好的发展势头，区内经济增长动力有望逐步加强，并于下半年加速。整体上，我们预料今年亚洲经济体的经济增长速度将较2023年有所加快。

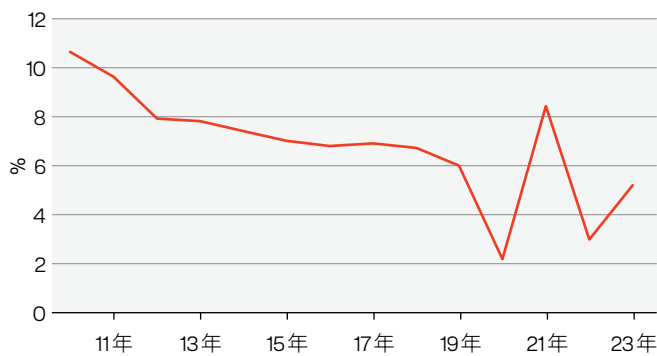


中国内地经济展望

2024年初内地经济起步平稳

2023年中国内地经济稳步复甦。随着经济及社会活动于疫后有序复常，内地于2023年实质国内生产总值增长5.2%，超出5%左右的政府工作目标。年内，最终消费支出是推动经济增长的最大动力，其次为资本形成总额，两者共同抵消净出口对经济增长的拖累。

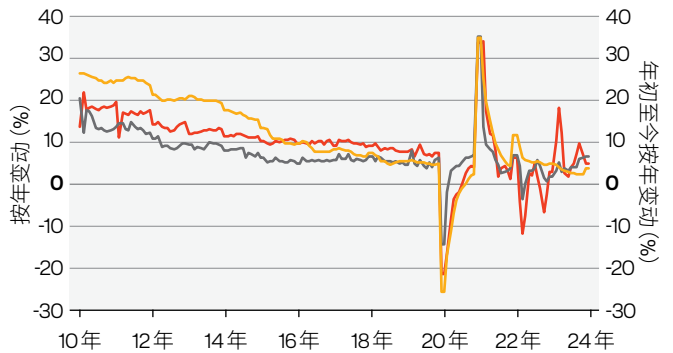
中国内地经济年度增长



资料来源：彭博，数据截至2024年3月22日

今年内地经济起步平稳并延续回升向好态势。在经济有序复常和内地当局加大宏观政策支持的背景下，今年首两个月主要经济指标大致优于预期。受惠于春节假日畅旺气氛，餐饮、住宿、交通等活动录得显著增长，1至2月的服务业零售额按年上升12.3%。同时，零售销售表现稳健，首两月社会消费品零售额按年增长5.5%。工业生产亦持续向好，首两月按年增长7.0%，较2023年12月的6.8%升幅为高，主要受到高技术制造业（如：电子及通信设备制造业）、消费相关的制造业及工业出口改善所支持。另外，固定资产投资亦有改善迹象，按年增速从2023全年3.0%加快至今年首两个月4.2%，其中民间投资扭转了跌势，于首两月录得0.4%按年升幅。按行业划分，制造业及基建投资增长分别加快至9.4%及6.3%，抵销了房地产投资疲弱的拖累。此外，上述数据尚未反映国务院于今年3月中发布《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》，预料方案将推动升级类商品（如：汽车、智能家电）及先进设备相关的消费及投资需求。

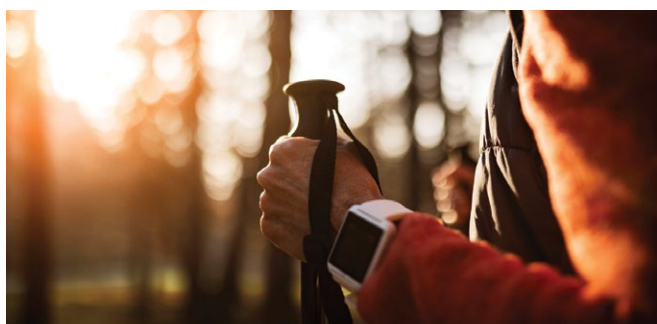
中国内地零售销售、工业生产及固定资产投资



资料来源：彭博，数据截至2024年3月22日

房地产市场仍处于低位整固阶段。今年1至2月，商品住宅销售、住宅新开工面积及房地产开发商到位资金分别按年下跌32.7、29.7及24.1%，反映房地产市场仍大致处于低位整固阶段。不过，个别指标略有回稳迹象，如一线城市二手楼价按月跌幅收窄，以及住房相关的零售销售表现有所改善等。事实上，自2023年以来，内地当局持续加强对房地产市场的支持力度，以保交楼、提振购房者信心、为优质房地产开发商提供稳定资金环境，以至加大发展保障性住房等为目标，推动房地产行业平稳健康发展。具体措施包括：下调5年期贷款市场报价利率、降低各类按揭贷款利率、重启抵押补充贷款、建立房地产项目“白名单”以提供融资支持等。

增强宏观政策取向一致性，巩固和增强经济回升向好态势。今年政府工作报告将经济增长目标设定于5.0%左右，既考虑了促进就业增收、防范化解风险等需要，亦与“十四五”规划和基本实现现代化的目标相衔接，也考虑了经济增长潜力和支撑条件。内地当局将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加强政策工具创新和协调配合。财政政策方面，今年的预算赤字率设于3%；地方政府专项债发行目标上调1,000亿至3.9万亿元人民币；并再次发行超长期特别国债1万亿元人民币，以支持国家重大战略发展项目。货币政策方面，将保持流动性合理充裕，社会融资规模、货币供应量与经济增长和价格水平预期目标相匹配，促进综合融资成本稳中有降，并大力发展科技金融、绿色金融、普惠金融、养老金融和数字金融等，故我们预期今年将尚有进一步下调存款准备金率和政策利率的空间。总体而言，我们预期今年内地经济动力将更趋平衡，并聚焦加强新质生产力及推动高质量发展。



宏观经济

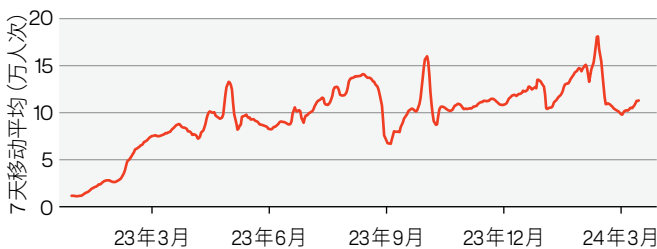
香港经济展望

香港经济复甦将趋更加平衡

在私人消费和访港旅游复甦的支持下，2023年香港经济录得3.2%的稳健增长，预期今年将迈向更平衡的复甦。踏入2024年，私人消费及访港旅游业将继续是香港经济复甦的主要动力，当中劳工市场稳健，以及香港特区政府推出的吸纳人才和提振经济措施奏效，均有助支持私人消费表现。此外，市场预期环球主要央行将于今年年中前后开始减息、《财政预算案》推出有利经济、股市和楼市复甦措施，并推动大型基建项目上马，再加上，中国内地经济延续回升向好趋势，以及外贸表现有望逐步靠稳等，将支持香港整体经济表现并迈向更平衡的复甦。香港特区政府最新预测今年全年经济增长将介乎2.5至3.5%。

访港旅客数据

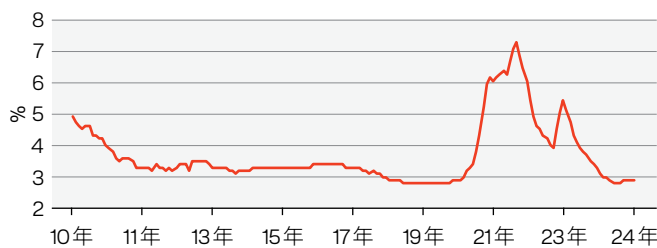
每日入境人次



资料来源：彭博，数据截至2024年3月22日

访港旅游业料将进一步复甦。今年1月及2月访港旅客合共约780万人次，达2018年同期七成以上水平。从今年3月起，个人游计划扩展至西安市和青岛市，再加上香港特区政府计划推动盛事经济及多元特色旅游活动，将进一步带动入境旅游复甦。

香港失业率



资料来源：香港政府统计处，数据截至2024年3月22日

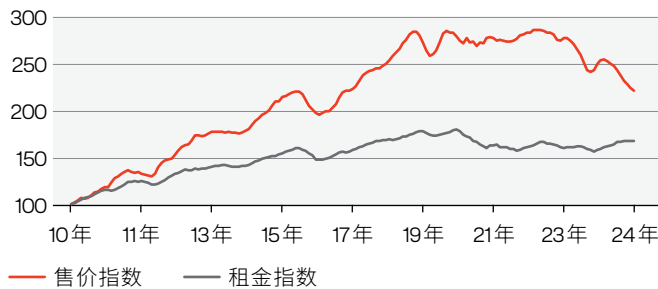
就业市场靠稳有利支持本地消费。今年初香港失业率一直维持于约3%左右的接近全民就业水平，就业不足率则维持在1%左右。为应付经济长远发展的人才需要，香港特区政府推出多项人才计划，成效显著。2023年全年约有9万名人才来港，超出全年输入3.5万名人才的目标。当中，经高端人才通行证计划来港的人才约有3.6万名，大量海内外人

才来港势将为本地消费带来新的需求，有助部分抵销近期港人北上消费热潮的影响。

息率回落及政策措施出台预期将推动香港经济更平衡发展。目前，市场普遍预期主要央行将于今年年中前后开始有序减息，港元利率亦将见顶回落，香港货币环境有望逐渐宽松，既有助推动资产市场回稳，亦可促进商业投资和私人消费信心恢复。再者，2024至25年度《财政预算案》公布多项家庭和企业支援措施、一系列涉及金融业、创科和大湾区建设的政策措施，以及多项大型基建项目等，为香港经济创造大量业务和就业机会。

香港住宅售价及租金指数

2010年1月为基数100



资料来源：差餉物业估价署，数据截至2024年3月22日

楼市政策放宽有利住宅物业交投回升。在货币政策快速收紧的环境下，香港住宅楼市经历两年的有序整固（住宅楼价指数于2022年及2023年分别按年下跌15%和7%，2024年1月录得按月下跌1.6%），并于2023年创下住宅买卖宗数的纪录新低，令部分准买家持观望态度。2024至25年度《财政预算案》撤销所有住宅物业需求管理措施，随后金管局亦对物业按揭贷款逆周期宏观审慎监管措施及相关监管政策作出调整。在措施推出后的数星期内，住宅楼市交投有明显回升的迹象，或有助于缓和楼市下行压力。我们预期美联储在今年年中前后开始减息，香港住宅楼价料将逐步回稳，全年呈先低后稳趋势。

本章总结：

- 全球经济复甦动力更趋平衡，通胀延续回落走势，主要央行料于今年年中前后开始调整货币政策
- 美国经济增长料温和放缓，通胀回落至政策目标仍具挑战，美联储维持今年减息3次的中位数预测
- 今年中国内地经济起步平稳，内地当局将增强宏观政策取向一致性，延续经济回升向好的态势
- 今年香港经济将迈向更平衡复甦，住宅楼价将呈前低后稳趋势

派对之后

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



股票

东亚银行财富管理处首席投资策略师 李振豪

派对之后

屡创新高之际，调整好投资心态较依赖冰冷的技术分析来得重要

上季标题是《乾坤挪移》。当时全球股市异象处处，资金偏重于成熟市场，尤其是科技相关的增长型板块。可是历史数据显示，当成熟市场多次加息后，经济势将出现衰退，经济表现与股市走势背驰仍是现时的核心投资风险之一，但此情况对防守类股份反而有利。减息一直只闻楼梯响，高利率依然压抑资金流，为高息股及价值股提供了反扑空间，金融股随着美国地方银行问题的阴霾逐步消散，料有望成为逆市奇葩。对于本季的股票投资策略，投资组合中仍应继续配置气势如虹的科技股，但同时须进一步多元化美股组合。历年美国总统大选年间，美股表现完胜其他主要股市，尤以防守性及价值型股份表现较为突出，历史数据与现况分析不谋而合。过去预测大致与现在结果相若。

本季标题是《派对之后》。今天“唯恐错过 (Fear of Missing Out, FOMO)”心态营造出狂欢炽热的氛围，全球投资者前仆后继地涌入3大投资主题，分别是美股、日股及科技股。

美股创历史新高，资金流向显示个人投资者持续涌入之际，机构投资者和国际资金却已率先转战亚洲股市。短期动态预示，美股向上的动力正在减弱，尤幸的是当前估值尚算合理，科技股以外的板块轮动，才是美股真正的主菜。日股同样创历史新高，各动态指数反映日股正气势如虹，惟估值已严重偏离基本因素，技术指标亦预示升势将会放缓。同时，日股的盈利预测十分参差，真正支持当前升势的行业寥寥可数，政经因素若变得不利，或成为日股的索命符。

科技狂热笼罩全球，颠覆创新的垄断成为部分科技股的护城河，当中人工智能 (AI) 及芯片行业更是牢不可破。“别无他选 (There is No Alternative, TINA)”心态诱使资金流入各地的科技股份。历史上创新产业链的演进主导行内企业的盈利表现。科技股屡创新高之际，调整好投资心态较依赖冰冷的技术分析来得重要。

美股、日股及科技股3大派对内，各人情绪仍正亢奋，但当音乐蓦然停止一刻，众人势将尽兴而归，依然留恋派对的余温者，最终只会感到落寞萧杀。更不幸的是，若派对突然出现任何闪失，嘉宾慌忙逃跑，互相踩踏造成血流成河，结果只会令人惋惜。乐极生悲的警惕在激昂情绪中，总是忠言逆耳。

美股创新高：高处不胜寒

截至今年3月12日，标普500指数收市报5,175点，创出自1957年3月4日成立以来的新高，预计未来好大可能再创高峰。回顾该指数的里程碑，首次突破100点整数大关共用了约11年。其后再足足花了近30年时间，在1998年才突破1,000点大关。往后美国经济腾飞及央行多次推行量化宽松政策，带动该指数拾级而上，升破2,000及3,000点关口只分别用了17及5年时间。让人难以置信的是，标普500指数是全球疫情的“受害者”，当时各国央行齐心再大幅提高流动性，以挽救受疫情重创的经济，令资金涌入美股，最后只花了约两年时间便升穿4,000大关，破关的时间一次较一次短。适逢近年AI大行其道，标普500指数在突破4,000点后，仅花掉约3年时间，在今年2月9日成功升穿5,000点大关。

AI行业正颠覆全球，FOMO心态驱使全球资金在千禧年科网泡沫后，再次蜂拥挤进美国科技股。不过，2000年科网泡沫爆破的教训仍历历在目，投资者心底里不禁反问：科技股现时只升不跌的神话式走势何时逆转？

标普500指数历史数据：

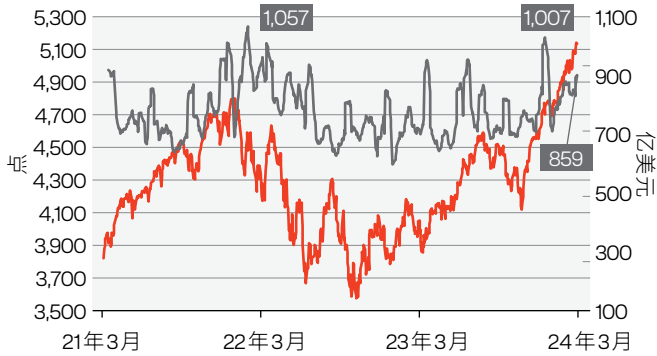
日期	收市价(点)	与上一重要关口相距年数
1957年3月4日	44.1	不适用
1968年6月4日	100.4	11.3
1998年2月2日	1,001.3	29.7
2014年8月26日	2,000.0	16.6
2019年7月12日	3,013.8	4.9
2021年4月1日	4,019.9	1.7
2024年2月9日	5,026.6	2.9

资料来源：彭博，数据截至2024年3月4日

资金流向：美股升势料将放缓

标普500指数升势很大程度上是受惠于投资者FOMO的心态，驱使全球资金汇聚美股。参考标普500指数每天成交金额数据，年内10天滚动平均值约766亿(美元，下同)，较3年平均712亿高约7.6%。截至今年3月4日，年内标普500指数同样上升约7.6%，走势与成交量升幅吻合。在3月4日当日，成交金额的滚动平均值报859亿，相较上一次高位约1,007亿，仍有17%的潜在上升空间，距3年峰值约1,057亿更有23%的距离，反映资金仍有力带动指数再创高峰。

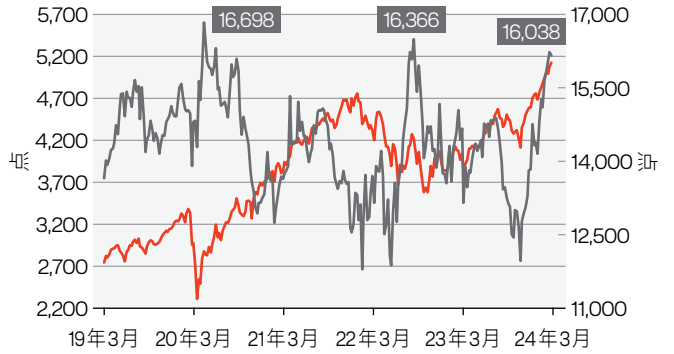
标普500指数走势与每日成交金额(10天滚动平均值)



— 标普500指数(左) — 每日成交金额 — 10天滚动平均值(右)
资料来源：彭博，数据截至2024年3月4日

再参考以机构投资者为主的“精明钱”资金流指数，得出的结果却截然不同。过去3年该资金流指数的走势与标普500指数背驰，反映“精明钱”在股票指数弱势时不断趁低吸纳股票，为推动股市由弱转强的先驱。当“精明钱”意识到指数将近见顶，每每是个人投资者入场接力延续指数升势之时，“精明钱”的交投同时减少，甚至悉数获利离场。若当个人投资者的交投都出现呆滞时，股市往往会应声下跌。截至今年3月1日，“精明钱”资金流距离上次高峰只差约2%，距离3年峰值亦仅差4%，反映机构投资者开始收紧缰绳，预期股市升势仍有余温，但风险却正暗暗上升。

“精明钱”资金流指数与标普500指数走势

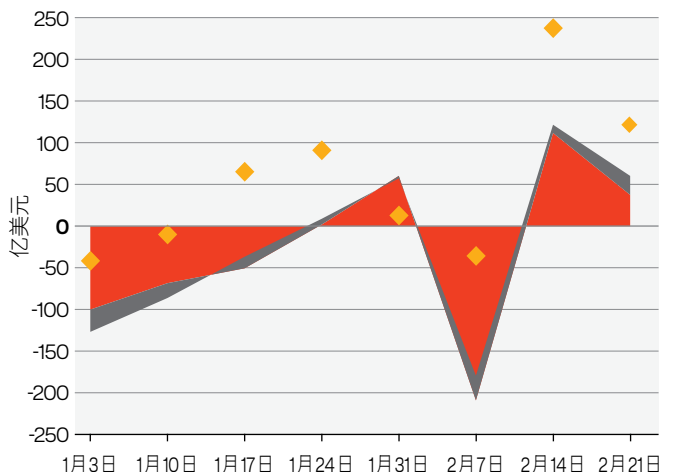


— 标普500指数(左) — “精明钱”资金流指数(右)

资料来源：彭博，数据截至2024年3月3日

除了现货交投数据，由美国投资公司协会提供在美注册长线基金及交易所买卖基金(ETF)的资金流数据亦具参考价值。年内所有基金(包括股票、债券、混合及商品4大类别)合计录得549亿(美元，下同)净流入，但股票基金则录得净流出182亿，反映基金投资者普遍对股票存有戒心。其中，美国本土股票基金的净流出更高达220亿，环球股票基金则有约38亿的净流入，显示出基金界对美股升势存疑，先行离场者与上述“精明钱”资金流分析结果相若。再观察年内首8星期的数据，各星期的股票基金资金流表现皆逊于整体数据，反映股票基金资金流量的弱势并非投资者一时冲动所致。而美国本土股票基金有约一半时间出现资金流出，特别是在今年2月7日单周流出209亿，当时市场正炒作通胀数据反弹，美联储未来应加息而非减息，令美国10年期国债收益率随之攀升至年内高位4.31%，反映美股走势明显受到利率预测所影响(下文将有详细分析)。

美国注册基金今年首8周之资金流数据



■ 美国本土 ■ 环球 ◆ 所有基金

资料来源：美国投资公司协会，数据截至2024年3月4日

股票

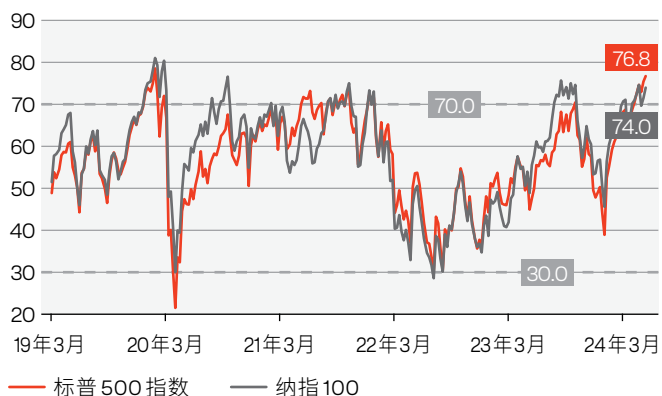
另一研究机构公布的数据却呈现霄壤之别。EPFR (Emerging Portfolio Fund Research) 在今年2月的报告显示¹，年内有超过650亿美元资金流入国际股票基金，是2023年同期流入量逾5倍。当中，中国、日本和印度的股票基金录得持续最多流入。

综合两间机构数据结果，投资在股票基金的资金正流向非美市场，反映长线及被动资金大多认为美股现时的升势难以维持，尤其是美国经济有可能转弱，令资金转投经济有望持续增长或更具潜力的亚洲股市。

短期动态分析：有序减速

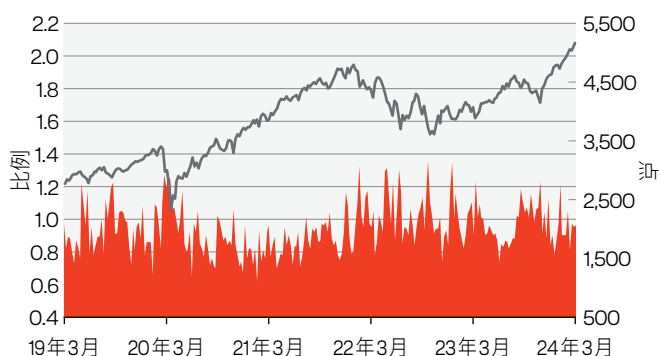
除了通过成交额及资金流来分析投资者现时FOMO的投资取向之外，相对强弱指数(RSI)亦可折射出个中玄机。RSI为短期资金流入或流出市场的热度指标，普遍以数值70及30水平代表“超买”及“超卖”。截至今年3月4日，过去5年共261周的数据中，标普500指数及纳斯达克100指数之RSI同时高于70的超买水平只有22周，占总数约8.4%。两项指数超过1周连续同时处于超买水平的情况集中出现于2019年12月至2020年1月、2021年7至9月及2024年1至3月，分别各维持了6、7及5周。数据反映近期市况炽热实属罕见，而且有可能在短期内降温。RSI的分析预视两项指数升势将有机会出现放缓，与上述资金流分析结果相若。

相对强弱指数 — 标普500指数及纳指100



短期指数走势亦可参考标普500指数认沽期权除以认购期权合约量的比例。以1为参考水平，高于1为认沽偏重，看淡资金较多，反之亦然。截至今年3月1日的过去5年数据，该比例与标普500指数走势呈背驰，即当看淡资金偏多令该比例上升时，标普500指数在未来3个月内好大可能下跌。今年标普500指数屡创新高时，同期该比例徘徊在1水平，平均值约0.96，反映好淡资金仍在争持角力，对指数走势未有明显启示，相信与年内通胀敏感的经济数据好坏参半有关。市场正静待美联储之后的议息会议及更新利率点阵图，利率预期变化的结果将成后市关键，投资者也应紧盯期权比例的变化，助判断后市去向。

芝加哥期权交易所标普500指数认沽期权和认购期权合约量比例与标普500指数走势



■ 标普500指数认沽期权除以认购期权的合约量比例(左)
— 标普500指数(右)

资料来源：彭博，数据截至2024年3月3日

坊间亦常参考一项由传媒机构CNN提供的恐惧与贪婪指数(The Fear & Greed Index)²。该指数是根据7种不同市场指标，综合加权计算并设定范围介于0至100之间。数字愈小，代表市场愈恐惧，反之即愈贪婪。投资应用上以相反理论为基础，即当市场极度贪婪时，投资者应先套现离场，反之亦然。

在今年3月5日，该指数报79点，即市场正处于“极度贪婪”状态。而且不论前一天、前一周或前一个月，皆处于“极度贪婪”状态，投资者或会开始获利离场，暗示市场出现调整的风险偏高。参考过去1年该指数走势，由2023年12月起已徘徊在“极度贪婪”状态，同样情况在2023年6至7月间亦曾经出现。

¹ 见EPFR网站，<https://epfr.com/insights/global-navigator/for-equity-investors-plenty-of-sunlit-uplands-equity-fund-flows-bond-flows-money-market-fund-flows-esg-fund-flows-investor-sentiment-financial-markets-data/>

² 见CNN商业网站，<https://edition.cnn.com/markets/fear-and-greed>

该指数内7种不同市场指标中，有5项处于“极度贪婪”领域，分别是标普500指数与其125天移动平均线走势、纽约交易所中创52周新高及新低股份的比例、5天平均认沽期权除以认购期权比例、过去20天美国综合股债回报差距，以及高评级与高息债券的信贷息差差距。虽然衡量市场超买和超卖水平的麦氏综合指标只处于“贪婪”状态，而标普500波动率(VIX)指数与其50天移动平均线更只评为“中性”，两者反映短期内股市未必即时应声下跌，但迫近逆转的拐点已不容争辩。

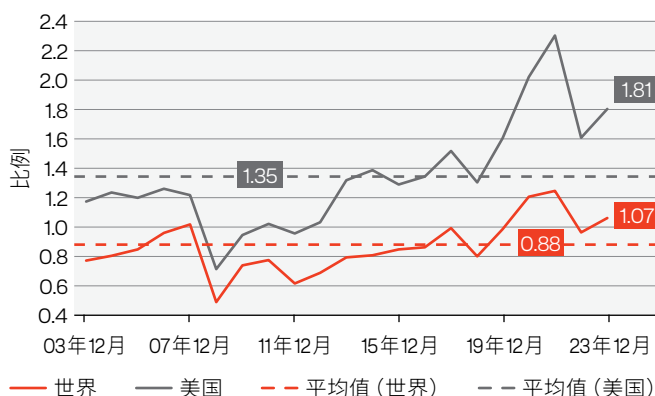
市值及估值：经济前景 vs 盈利预测

上季分析美国经济与美股指数走势背驰是近50年罕见的现象，在此不再赘述。2023年第3及4季美国按季国内生产总值(GDP)由4.9下降至3.2%，预期今年第1季的GDP将进一步下跌。不过，由2023年下半年至今年3月4日，道琼斯工业平均指数、标普500指数及纳指100分别上升了16.6、26.7及48.2%，升幅惊人，正进一步与经济走势脱轨。

巴菲特指标(Buffett Indicator)是计算该国家整体股市的总市值除以其GDP的比率，以此反映股市市值是否受到实体经济支持。参考过去20年世界及美国股市的巴菲特指标数

据，美国的指标长期高于世界，主因美国经济体量及主导全球经济能力较强，高于世界指标尚算合理。然而，2023年数据显示，美国与世界的指标相差近7成，较两者的20年均值差距约5成为高。另外，现水平世界指标高于其20年均值约22%，但美国却高于其20年均值近34%。以上反映美股整体市值已偏离实体经济，与上季本章节分析结果相若。以此推算，当美国经济在未来如预期般有序下跌，美股市值理论上应下调15至20%，才算是回归至相对合理水平。

巴菲特指数 — 世界及美国股市



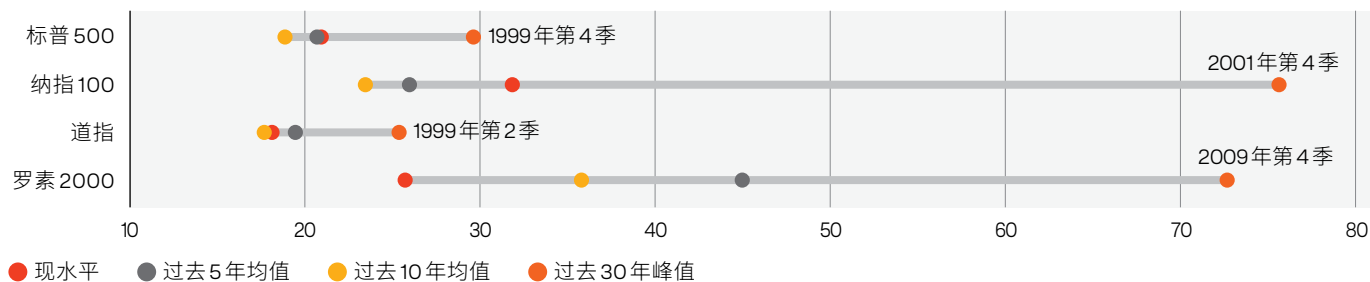
资料来源：彭博，数据截至2024年3月4日



股票

另外，市场多以预测市盈率作为评估股市估值合理与否的指标。参考过去30年数据，并以美股4大指数为代表，分别是标普500指数、纳指100、道指及罗素2000指数。数据如下：

未来12个月预测市盈率(倍)



资料来源：彭博，数据截至2024年3月6日
以上剔除2020年数据

高与低是相对概念。剔除2020年疫情期间因非经济因素引致的极端数据后，截至今年3月6日，美股中预测市盈率最高理所当然的是盈利增长潜力较高的纳指100，最低是传统行业偏重的道指。

集中观察市场焦点的纳指100，该指数在今年3月6日的未来12个月预测市盈率为32.9倍，与其过去5或10年均值分别高出约22及38%，估值偏高常常成为淡友狙击的目标。如考虑所谓“工业革命4.0”的AI因素，较合适作估值比较时区应该是对上一次科技领域的突破点，即千禧年代的互联网普及化。数据上标普500指数、纳指100及道指的30年峰值皆出现在此时区，而三者现时预测市盈率分别低过峰值约29、57及25%，显示美股今天估值未算夸张，背后原因是科技突破令不少企业盈利能力大增。今天的AI较千禧年代的互联网普及化更胜一筹，毕竟AI在应用层面上给投资者的感受较当时互联网概念更见实在(下文将有详细分析)。

不难理解由AI所延伸的多个产业均能受惠今轮的AI狂热，例如新一轮软件研发及应用硬件更换潮等。标普500指数及道指的成份股也有包含该类股份，有助推升指数及其估值，但幅度上当然不及纳指100。另外，罗素2000指数的

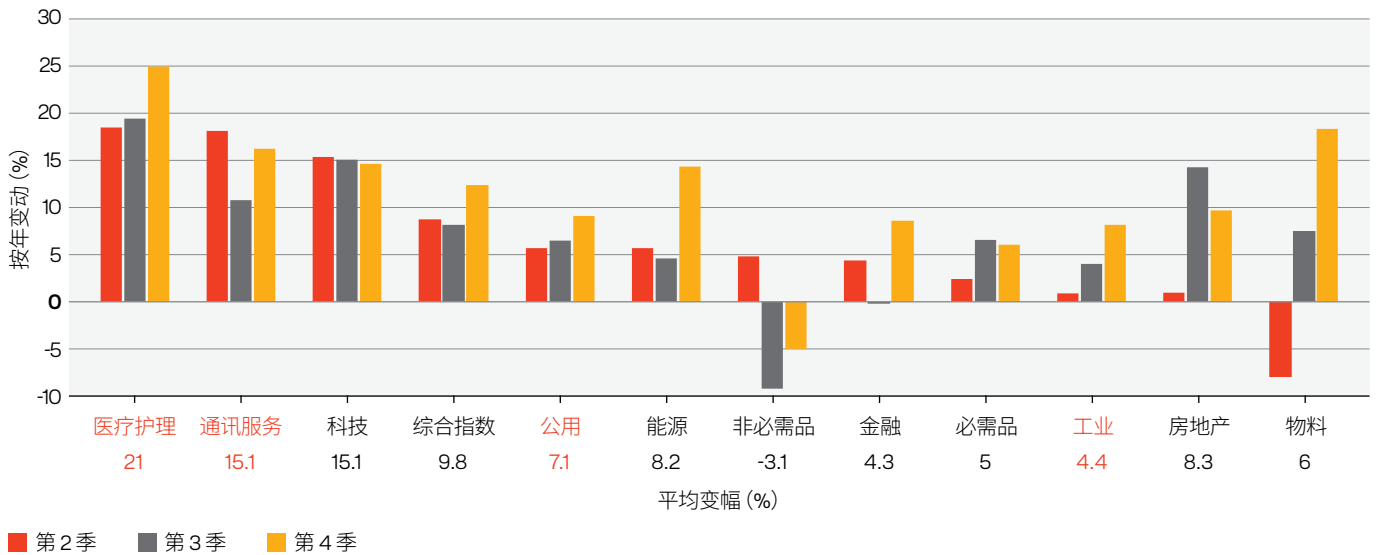
预测市盈率峰值出现在2009年，即金融海啸时区，反映小型股一般难在大型经济改革的过程中即时受惠，反而在热切的金融炒作或财技衍生的时代下，才会成为投资者追捧的宠儿。再者，数据上不论如何比较，罗素2000指数的变化都是最大，反映小型股份波动性及对市场变化的敏感性均偏高的特性，投资者应多加注意。

盈利预测：科技股以外的选择

科技股飙升建基于盈利增长。截至今年3月6日，参考标普500指数的11项行业分类指数，今年第2至4季科技行业的盈利按年增长预测分别为15.4、15.1及14.7%，反映未来数季科技行业盈利增长速度将大致持平，亦暗示借盈利增长带动的股价升势将会放缓。

亮丽的盈利预测并非科技行业独有，投资者可从其他行业中寻宝。盈利增长预测按季持续上升且是正回报共有3个行业，分别是医疗护理、公用及工业行业。另外，抽出盈利预测在未来3季全数录得双位数按年增长及增长幅度优于综合指数的行业也有3个，分别是医疗护理、通讯服务及科技。若以未来3季行业盈利预测的平均增长计算，首3位按次序分别是医疗护理、通讯服务及科技。

标普500各行业分类指数季度盈利增长按年变动预测



资料来源：彭博，数据截至2024年3月11日

标普500行业分类指数年内表现亦大致反映出以上盈利预测的结果。截至今年3月6日，科技行业表现众望所归，紧随其后是通讯服务，医疗护理及金融行业指数的表现亦步亦趋，与综合指数表现叮当马头。

标普500各行业分类指数年内表现：

指数或行业	年内表现 (%)
科技	11.1
通讯服务	10.6
金融	7.6
综合指数	7.4
医疗护理	7.1
工业	7.0
必需品	4.4
能源	4.4
物料	4.1
非必需品	2.4
房地产	0.0
公用	-0.2

资料来源：彭博，数据截至2024年3月11日

上季已分析在历次美国总统大选年间，美股整体表现优于其他地区股市。加上，年内美国经济有序下滑及憧憬美联储将启动第1次减息，将有利美股中的高息、价值型和防守型股份。而从行业分析，预期金融、必需品及医疗护理行业的相关指数表现会较为优胜。以上结果与早前预测相若。

本季《宏观策略》章节中分析提及，如果未来美国经济有序调整，价值型股份将会受惠，有利相关行业指数未来的走势。综合以上分析，反映美股中除科技行业以外，其实还有很多其他行业可供选择。

在万夫莫敌的科技热潮下，其实“春江鸭”早已另有部署。在此再重申绝非一股不留科技股，只是在投资美股时应更加讲求风险与回报的平衡，将更多的仓位调配至不同行业，分散科技股有可能回撤的风险，实在刻不容缓。

股票

日股创新高：浮沙上的荣耀

日经225指数在今年3月4日收市报40,109点，首次突破4万点，也是自1989年12月29日报38,915点后，事隔近34年再创出新高，这是一个历史里程碑。日股在过去30年历经折腾，今日登顶的荣耀确实得来不易，令人振奋之余，也心怀黯然。

日股在上世纪80年代末达峰后无以为继，陷入“失落的30年”困境，日经225指数在2009年3月10日更跌至7,055点的低位。股市触底后经过多任首相的经济改革及全球经济逐步走出金融海啸的阴霾，日股才明显反弹。自2009年的低位起计，日经225指数花了约5个月时间重上1万大关，但突破2及3万点大关，却分别花了近6及8年，经济不振的局面前后共花掉约14年时间才渐渐有所突破。

当前日股最大的风险是不消1年时间便升穿4万点大关，升势之急令人质疑，尤其是经济层面上未见较过去30年有突飞猛进之处，实体经济未有足够基础支持股市迅猛的升势。日经225指数历史数据：

日期	收市价(点)	与上一重要关口相距年数
2009年3月10日	7,055	不适用
2009年7月27日	10,089	0.4
2015年5月19日	20,026	5.8
2023年5月17日	30,094	8.0
2024年3月4日	40,109	0.8

资料来源：彭博，数据截至2024年3月4日

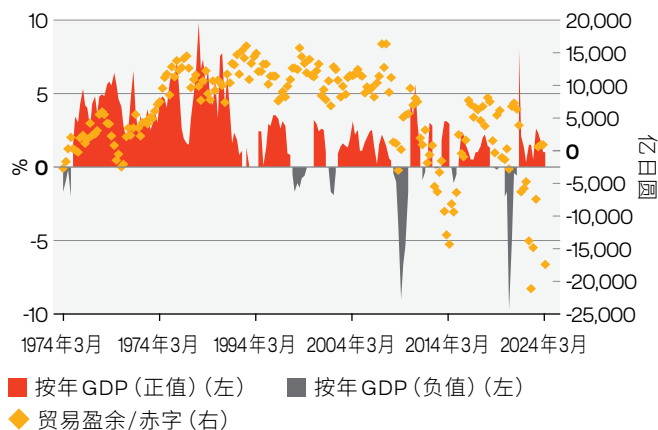
日股飙升脱离经济因素

历史上普遍认为《广场协议》(Plaza Accord) 是日本经济由盛转衰的转折点。上世纪80年代，日本创新工业出口强劲，例如家电、汽车、光学、医药等行业可说在全球首屈一指，带动当地经济持续高速增长。直到1985年9月22日，

美国、日本、英国、法国及德国5个国家的财金代表于美国纽约的广场饭店签署协议，同意联合干预外汇市场，使日圆兑美元及当时的德国马克等主要货币有序升值，以解决美国巨额贸易赤字对全球的影响，但同时严重打击高度依赖国际贸易的日本经济。

签署协议同年第4季，日本GDP仍报升7.2%，甚至在1990年第3季的增长仍高见7.7%。可是，协议后10年间，美元兑日圆由近252水平大幅下跌至85，跌幅近66%。日圆长期飙升严重削弱其出口能力，顽强的经济底子未能抵御持续的冲击，最终磨灭了经济核心动力，再拖垮本土楼市，继而经济出现崩溃。其后的亚洲金融风暴、科技泡沫爆破、中国经济崛起等外围因素均令日本经济反弹乏力。贸易问题更见明显，上世纪90年代起，日本的贸易盈余反覆下跌，尤其在2008年后，多国央行推出量宽政策，间接令量宽“鼻祖”的日本央行的宽松货币政策威力大减。就算日本央行在2016年9月宣布实行负利率政策，但始终返魂乏术。及至疫情期间，当地的贸易赤字更大幅扩大至近代高点。截至今年3月4日，贸易赤字高见1.8万亿日圆，对照上世纪80年代当时得令的贸易盈余高峰约1.8万亿日圆，今昔情况令人唏嘘。

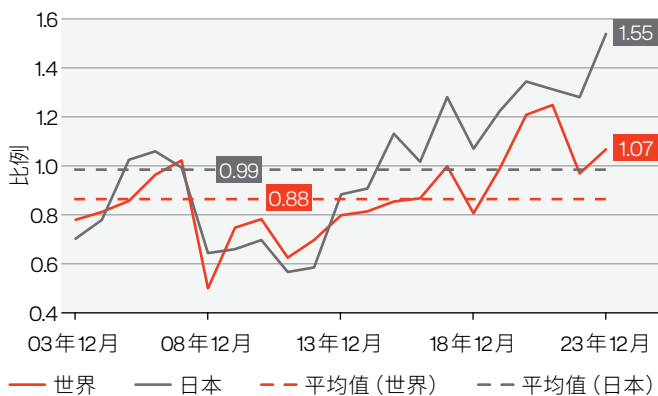
日本按年GDP变动及贸易盈余



资料来源：彭博，数据截至2024年3月4日

到了今年，日经225指数再次创出历史新高，但日本经济与过去30年有何显著改善之处？参考以股市总市值与当地经济体量比较的巴菲特指数，日股在2023年底的数值为1.55，除了是过去20年最高，亦与世界股市的指标相差近45%，再与两者20年均值差距约13%作比较，明显偏高。此外，现时世界股市的指标高于其20年均值约22%，但日股却高于其20年均值近57%，反映日股整体市值已严重偏离实体经济。若日本经济增长往后不似预期，以此推算，日股市值将要下调近3成，才算是回归至相对合理水平。

巴菲特指数 — 世界及日本股市

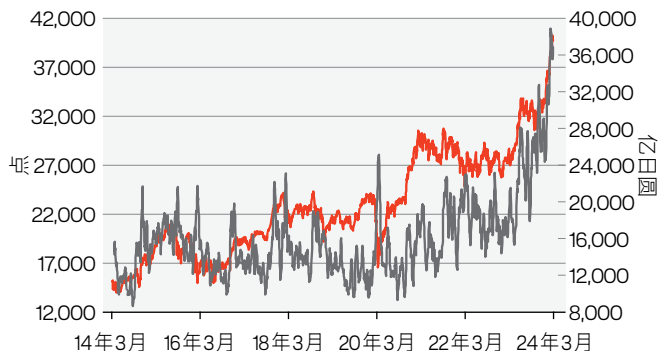


资料来源：彭博，数据截至2024年3月4日

短期动态分析：热辣滚烫

日股是全球FOMO情绪的受害者。引述上文全球资金流分析，显示资金正有序由美股流出，改为流入亚洲地区股市，日本是录得3大净流入的国家之一。参考日经225指数在过去10年每日成交金额的10天滚动平均值，在2020年前走势相对平稳，但其后成交金额有序上升，到2023年更是急速攀升，带动股指同步拾级而上。日经225指数在2014至2023年的平均每日成交额约1.5万亿日圆，但2023年至今年3月7日期间的日均成交额则大增至约2.4万亿日圆，升幅近6成，显示出资金由2023年起不甘后人大举转投日股。

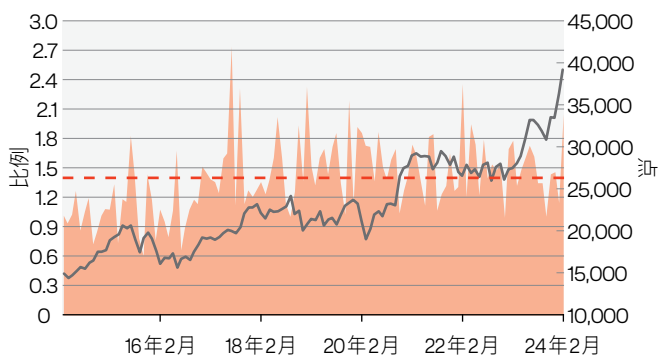
日经225指数走势及每日成交额之10天滚动平均值



资料来源：彭博，数据截至2024年3月7日

京都证券交易所日经225指数认沽期权除以认购期权合约量的比例与日经225指数的走势图显示，该比例自2017年起长期处于1以上水平，反映较多投资者看淡日股。不过，有趣的是同期日经225指数却屡屡破顶，迫使持仓者再大量投入认沽权证以对冲风险。过去10年该比例平均值为1.39，截至今年2月29日，比例为2.04，高于均值近47%。虽然情况已非比寻常，但仍未达2017年7月创下的5年峰值2.73，及2022年2月时的2.35。投资者炽热的情绪未见降温，对下行风险早已抛诸脑后。

京都证券交易所日经225指数认沽期权和认购期权合约量比例与日经225指数走势

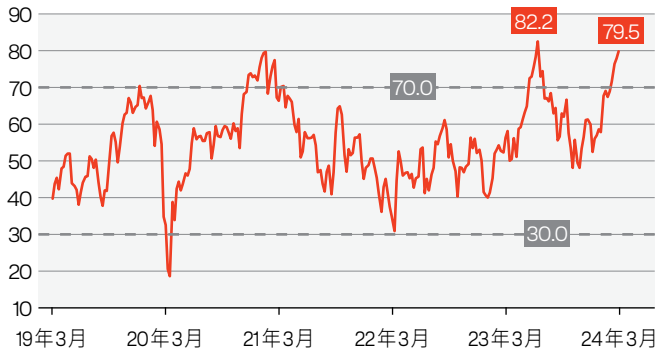


资料来源：彭博，数据截至2024年2月29日

股票

相对强弱指数 (RSI) 显示结果相若。截至今年3月1日，日经225的RSI报79.5，为过去5年第2高水平，峰值出现在2023年6月，当时达82.2，两者相距甚近。再者，近5年高于70超买水平的比率只有9.6%，反映RSI升至近80已届严重超买程度，火热的市场气氛持续，投资者依然义无反顾地涌入已呈超买的日股。未来如日本的经济或利率走势有任何闪失，日股出现人仰马翻，互相踩踏的情况将会非常惨烈 (利率分析详情可参阅《外汇》章节)。

相对强弱指数 — 日经225指数



资料来源：彭博，数据截至2024年3月1日

技术分析：预示走势将会放缓

除了短期动态指标外，日经225指数的基本因素指标也同样为指数强势带来一定支持。参考彭博的综合预测数据如下：

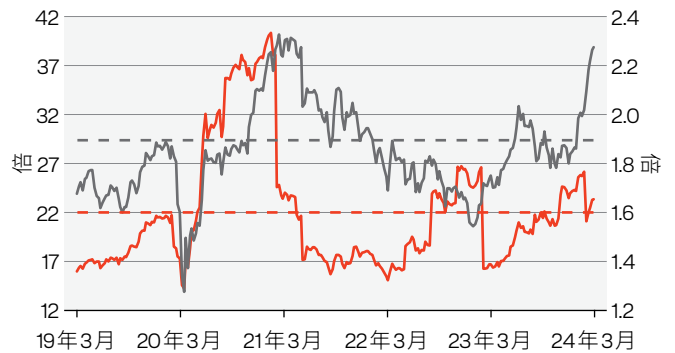
日经225指数基本因素指标	未来12个月预测	未来24个月预测
每股盈利增长 (%)	17.6	11.7
市盈率 (倍)	23.4	21.0
市账率 (倍)	2.2	2.1
股息率 (%)	1.6	1.9

资料来源：彭博，数据截至2024年3月7日

基本因素指标中最耀眼的是每股盈利增长预测，未来12个月预测增长达17.6%，超越当前炙手可热的纳指100约16.1%的增幅，亦抛离标普500指数约9.0%的增长，更大幅跑赢每股盈利预测约1%负增长的欧斯托克50指数。日股的基本因素预期较其他股市更好，为国际资金流入的其中一个原因。

基于盈利料有强劲增长，日经225指数的未来12个月预测市盈率现约23倍，与其10年均值22倍相差不远，但较5年峰值近40倍仍有一段距离，估值仍算合理，支持当前升势。不过，其市账率现水平约2.3倍，明显高出10年均值1.9倍约两成，反映日经225指数成份股的资产升值幅度未及股价上涨幅度，重资本企业的股价或有较大的调整压力。至于日经225指数股息率现水平约1.6%，与未来12个月的预测一样，但未来24个月的预测股息率则料会升至1.9%，较现水平股息率多约19%，侧线支持今日日股的升势。

日经225指数之预测市盈率及市账率



— 预测市盈率 (左) — 现价市账率 (右)
 - - 过去5年预测市盈率平均值 - - 过去5年现价市账率平均值

资料来源：彭博，数据截至2024年3月7日

根据彭博的分类指标，把日股另一主要指数东证股价指数 (Tokyo Stock Price Index, 简称TOPIX) 拆分成11项行业指数，各行业在今年第2至4季的预测盈利变化数据如下：

行业指数	预测盈利变化 (%)		
	第2季	第3季	第4季
公用	148.8	115.3	159.8
非必需品	41.5	22.8	1.6
物料	27.9	13.7	-3.5
工业	23.3	-2.2	27.8
综合指数	21.9	-6.7	10.3
能源	21.9	16.6	-7.5
金融	20.7	10.9	17.8
房地产	17.4	1.3	-4.7
必需品	10.9	6.1	8.9
科技	6.7	-0.5	-12.8
医疗护理	3.8	-10.3	-10.5
通讯服务	-43.7	-99.2	35.8

资料来源：彭博，数据截至2024年3月7日

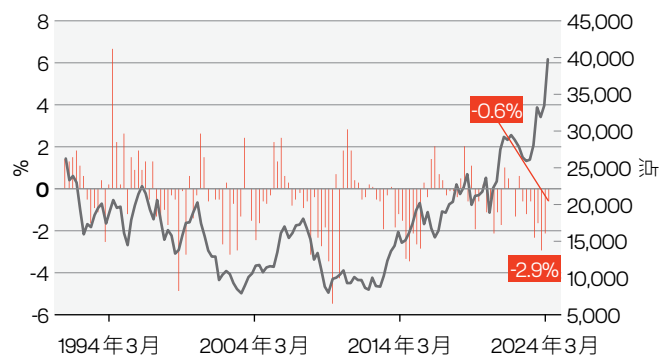
上述数据显示各行业的预测盈利变化非常参差，而且按季波动非常大。另外，以上共36项预测中，有11项为负值，反映近3成行业指数的盈利有倒退危机，将拖累当前指数的升势。再者，市场预期没有1个行业能够连续3季录得盈利上升，情况与指数凌厉的走势大相径庭，或预示当前日股的升势将会放缓。在第2季的盈利预测中，盈利增长有望高于综合指数的有4个行业，分别是公用、非必需品、物料及工业。至于在未来3个季度均有机会录得盈利增长的行业共有4个，分别是公用、非必需品、金融及必需品。由此可见，公用及非必需品在盈利预测向好的支持下，其表现有望较其他行业更佳。

政经因素：回归基本面

日本经济在上世纪80年代如日中天，但其后在内忧外患冲击下，当地经济盛极而衰。日本今天“败部复活”，在炽热的投资情绪加持下，其股市井喷式上升，但投资者的热情总有一天会冷却。回归基本分析，政治、经济和利率因素皆突显日股的处境其实相当被动：

- 政治方面，日股触底反弹始于2009年下旬，其时受惠时任首相鸠山由纪夫大力推行“东亚共同体”³，这是崭新且突破传统思想框架的战略构想。“东亚共同体”的宗旨是“先经济，后政治”的综合概念，目标是日本须在中美两大势力中采取平衡角色，而且是等距的三角关系。风险是只要日本倒向中美任何一方，都会造成美国势力的干预或中日关系紧张。“东亚共同体”属双刃剑，它虽有望让日本重拾政治大国地位，但也可让日本陷入进退维谷的困境。鸠山由纪夫的高瞻远瞩，仿佛预言当前中、美、日3国的状况。
- 经济方面，在每年春天，日本的劳资双方都会讨论未来1年加薪幅度，即所谓“春斗”。日本大型企业同意在今年平均加薪5.28%，为1991年以来最大的加幅。过去30年，日本实质按月平均工资增长与日经225指数虽有数月滞后，但走势相若，即工资变化的影响将在数月后在日股走势中反映出来。日本的工资变幅由近年低位负2.9%，上升至今年3月初的负0.6%，但仍未出现正值，而且过去30年来，录得负值的占比高达六成，反映雇员收入长期萎缩，直接打击以内需为主的日本经济。另一大原因是当地近年通胀受进口价格上升及汇率下跌推升，间接压下实质经济增长。今日日股升势已与工资升幅脱轨，今年“春斗”结果料有助日本内需增长并利好日本经济，投资者对日股的热情短期仍会持续。

日本按月平均实质工资增长及日经225指数



■ 日本按月平均实质工资增长 (左) — 日经225指数 (右)

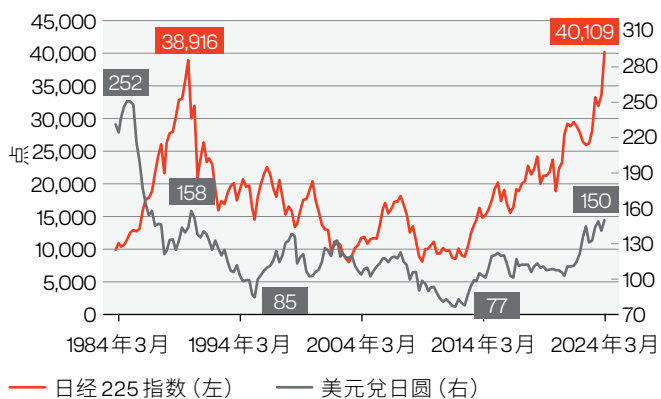
资料来源：彭博，数据截至2024年3月7日

³ 见海峡评论网站，<https://haixia-info.com/articles/5520.html>

股票

- 利率方面，已故前日本首相安倍晋三推动的“安倍经济学”，是先利用激进的货币政策大量释出流动性，最著名的是在2016年9月日本央行实施负利率政策，并再配合进取的财政政策及刺激私人投资，稳住了当时经济的颓势，亦刺激到日股节节上升。不过，美联储在2023年开始停止加息，日本的利率优势渐退，以日圆积弱来支持经济的如意算盘已不奏效，更甚是欧美等成熟市场央行有意在今年启动第1次减息，反观日本央行在通胀高企时取消实施多年的负利率政策。此消彼长下，日圆反弹的机率递升，对日股来说不是正面因素。

日经 225 指数走势及美元兑日圆走势



资料来源：彭博，数据截至2024年3月4日

综合以上政治、经济和利率的风险因素，再参考过去40年日经 225 指数、美元兑日圆及日本经济数据，与上次日股创出高峰时的状况比对如下：

日期	日经 225 指数 (点)	按年 GDP (%)	贸易盈余 (亿日圆)	美元兑日圆
1989年12月29日	38,915	6	8,950	144
2024年3月4日	40,109	1	-17,600	150

资料来源：彭博，数据截至2024年3月4日

日本GDP增长幅度明显大不如前，但中美博弈下，美国刻意在中国科技发展上“卡脖子”⁴，并鼓励其他国家的科技企业在日本设厂，例如2023年5月在日本广岛举行的“七国集团”峰会中，环球各大芯片巨企均称有意落户日本⁵。日本首相岸田文雄也立刻回应指，会在政策及财政上给予支持⁶。近日美日联合军演更触动了中国的神经⁷。正如上述鸠山由纪夫的观点，如何拿捏中美之间的平衡，是艺术而非科学的考验。日本在国际关系上正如履薄冰，任何失误将直接打击日股走势。

利差是互动的，国际利率的话语权早已落在欧美央行手中，他们的决定将会影响日本央行的利率政策。毕竟日本的经济体量已被德国超前，也被印度紧追在后⁸。日本自身经济低迷了30年，逆转利率政策无疑是押上各前任首相奋斗的成果，何况过去数十年全球大量资金透过日圆进行套息交易，利率由负转零对全球资产的冲击不容忽视。

参考上次日股达峰时，美元兑日圆报144，今天报150水平。日股与日圆汇率走势相关性偏高，日本央行在2022年底曾在汇率约150水平时宣布有限度修正国债收益率曲线控制 (Yield Curve Control)⁹，其后美元兑日圆顿时下跌，市场认定此乃日央行可接受的上限。如今又见150水平，现任央行行长植田和男会否萧规曹随？与上世纪80年代签署《广场协议》后的高峰近158水平只差一线，央行会否放手令汇率任意上升？又如何平衡海外资金投资日本资产的汇兑风险，以及逆向套息交易的冲击？汇率的反噬仿如投资日股头上的利刃。

撇开所有金融分析，以上的政治、经济和利率阴霾如未能消散，日股屡创新高的荣耀，只会犹如建于浮沙之上，随时一夕塌落。

⁴ 见路透社网站，<https://www.reuters.com/technology/ahead-g7-summit-japan-pm-says-he-expects-more-investment-global-chipmakers-2023-05-18/>

⁵ 见日经亚洲网站，<https://asia.nikkei.com/Business/Tech/Semiconductors/Chips-at-center-of-G-7-discussion-of-how-to-counter-China-s-rise>

⁶ 见经济时报网站，<https://economictimes.indiatimes.com/tech/technology/japan-pm-fumio-kishida-expects-more-investment-from-global-chipmakers/articleshow/100318934.cms?from=mdr>

⁷ 见日本海上自卫队网站，<https://www.mod.go.jp/msdf/en/release/>

⁸ 见政客网站，<https://www.politico.eu/article/germany-now-world-third-largest-economy-japan-recession/>

⁹ 见日本央行网站，https://www.boj.or.jp/en/mopo/mpmdeci/mpr_2022/rel221220h.pdf

科技股飙升：摆好投资心态

美国上市的科技股仿如宇宙中的黑洞，由FOMO及TINA引发的巨大引力，让科技股吞噬全球资金，主动或被动资金都莫问因由，只能顺应潮流买入科技股。随着科技股的股价腾飞，截至今年3月7日，全球市值超过2万亿（美元，下同）的4间巨无霸企业中，有3间为科技企业¹⁰。2万亿是什么概念？其体量相当于全球主要经济体中排名第11的国家，并超越了墨西哥、俄罗斯、南韩及澳洲等国。若该3间科技巨企的市值进一步膨胀至3万亿的话，其在全球主要经济体中排名将会晋升至第8位，仅次于法国，可说是富可敌国¹¹。

采取顺势而为或是逆势而行的投资策略是投资界的世代之争。人称“股神”的投资巨匠巴菲特（Warren Buffett）过去近30年对投资科技行业取态的转变可作参考。根据美国全国广播公司（CNBC）在2018年的报导¹²，巴菲特于1996年公开表示偏好变化不大的行业，也不太了解科技行业的营运。直到2011年他才开始投资电脑公司，于2016年始首次投资智能手机公司。在火红的年代里兼股东褒贬交杂，同时抵住股价飙升的诱惑，巴菲特仍能保持谨慎且平衡的作风，这才是真正“高难度”的操盘。正如与他合作无间的已故合伙人芒格（Charlie Munger）在“穷查理的普通常识”一书中常用到“鲁拉帕路萨效应”（Lollapalooza Effect）来指出“偏见叠加时被增大”的理论，投资者应警惕把事情形容得“一面倒”的偏见。

以史为鉴：冠名式投资的风险

科技世界里多以缩写来表示概念，例如企业对企业（B2B）及物联网（IoT）等。投资世界里也常对科技行业冠以易于琅琅上口的简称，例如2017年面世的“FAANG”，用来描述当时美国上市5大最受欢迎和表现最佳的科技公司；仿倣上世纪60年代经典电影《七侠荡寇志》而将AI相关且在2023年表现最佳的7只美国上市科技股称为“科技七雄”（M7），到今天综合全球5只芯片制造及研发商龙头股份，名为“AI-5”¹³。

今次投资市场的科技狂热始于2020年全球疫情大流行之时，在家工作普及化，以及人与人减少接触后，对视频、串流和游戏等网络服务需求急增，带动新一轮更换手机及电脑潮。加上，各国央行释放大量游资以力保下行的经济，但副作用是令大批投机资金炒作在疫情期间盈利爆发式增长的科技股。截至今年3月7日，参考过去5年炙手可热的冠名式科技行业指数之表现如下：

各冠名式科技相关行业指数表现之变动



资料来源：彭博，数据截至2024年3月7日

指数	起始年份	数据初值至达峰所需周数
彭博“FAANG”2.0指数	2019	163
Solactive“元宇宙”指数	2019	142
BITA“NFT”与区块链精选指数	2021	7

资料来源：彭博，数据截至2024年3月4日

投资者耳熟能详的FAANG、元宇宙及非同质化代币（NFT）或区块链，莫问当时如何火热，被指数公司冠名推出指数的FAANG及元宇宙相关指数，在指数面世后平均大约在153周便会升至顶峰，其后走势无以为继。最夸张的是欠缺盈利支持的NFT主题，只维持了7周后便急挫，截至今年3月7日之表现仍报负48%。当前M7及AI-5走势仍然凌厉，AI概念实质由2023年起炒上，至今维持了62周，是上述分析约一半时间。

注意的是，为热炒股份冠名目的之一，显然是要令投资者更加容易理解及记起，尤其是个人投资者对冠名式投资一般较机构投资者受落。在传媒高调地广泛宣传下，个人投资者鱼贯进场，及后市场充斥着高杠杆衍生产品，往往便是音乐的尾声。传统智慧提醒，放在眼前看似美味的奶酪，往往令人忽略了头上的铁夹。冠冕仿佛成为了投资界的魔咒。

¹⁰ 见全球排名网站，https://companiesmarketcap.com/#google_vignette

¹¹ 见福布斯网站，<https://www.forbesindia.com/article/explainers/top-10-largest-economies-in-the-world/86159/1>

¹² 见CNBC网站，<https://buffett.cnbc.com/2018/04/02/over-time-buffett-softens-stance-on-tech-stocks.html>

¹³ 见纳斯达克网站，<https://www.nasdaq.com/articles/spotlight-on-the-ai-5-microsoft-tsmc-broadcom-nvidia-and-amd>

股票

盈利的迷思：寻找阶段性受惠者

投资科技行业是基于憧憬或信念，往往利用能够颠覆生活的愿景，令人乐意成为投资先驱。千禧年代时憧憬无远弗届的网络巨变，最后花了多少年才真正出现？由概念转化成收入甚至盈利是以年数计算，要在日常生活中普及须更多时间。历史上科技泡沫爆破后投资者才如梦初醒，投资科技股的痛点在于忽略了科技行业盈利的演进及如何引流资金及股价，解决痛点的关键是查找各阶段性的受惠者。

简单而言，AI核心是芯片，好比人类大脑的硬件，需要透过芯片运算深度学习等高端程式，才能产生人工智能。AI产业发展初期受惠者是垄断芯片科技的数间生产商，再销售至程式研发商，这是真金白银赚到的盈利。及至发展中段，当研发商发展至一定程度，相关高端且昂贵的产品便会推出市场，研发商才开始获利。尾段的主角是普惠民间的终端仪器，例如智能手机或平板电脑，终端生产及服务商才真正受惠。其后不断循环创新突破至更换终端产品，产业的盈利链才会完整。近代最好的案例是自2007年手机生产商公布第1代智能手机后，缔造了超过10年的智能手机盛世，亦带挈相关产业链的辉煌成绩。

近月美国科技公司公布的业绩反映，在AI产业的初始阶段，芯片昂贵，垄断技术的芯片商盈利极高，不幸的是这代表AI产业链的下游公司成本便愈高。投资者认清事实后，M7中两间主打手机及电动车的生产商的股价由年初至今出现双位数下跌。机构投资者愈来愈看重科技股的盈利，长仓具盈利增长的科技股，同时短仓低盈利增长甚至亏损的科技股。此举除了打击了部分盈利欠说服力的科技股的股价之外，其影响更蔓延至其他徒具AI虚名，甚至是浑水摸鱼的股份¹⁴。

科技及AI相关指数与世界股票指数表现之变动



资料来源：彭博，数据截至2024年3月7日

参考过去6个月AI相关的股票指数，在2023年底时整体走势相若。不过，自今年起，半导体及仪器工业股明显跑出，其次是程式研发商，之后才是综合AI指数。截至今年3月7日，半导体指数升幅已超出后者超过1倍，更较纳指100及MSCI世界股指超出3倍。“胜者全取”是科技行业的特色，技术垄断的护城河一天仍在，芯片巨企的股价相信难以大幅下跌，毕竟更高端的芯片将推陈出新，高盈利增长令投资者欲罢不能。

最后，细心分析不难发现到，现今除了AI大行其道，其实通讯服务亦是不可或缺的，当中6G将是兵家必争之地。试问再高端昂贵的AI仪器，如果不能上网或网速不足，将是英雄无用武之地。AI愈普及，通讯服务供应商将以黄雀在后之势等待“食糊”。截至今年3月7日，年内标普500行业指数中，科技行业升幅居首，报升13.2%，次席为通讯行业，升约10.6%。当市场仍未为通讯概念冠名之前，聪明钱其实已早着先机。

技术分析：观点与角度之辩

除了在质化及历史分析上摆好投资心态，分析数据时都要辨清当中异同。数据高低是相对的，取决于比较对象。眼前科技股飙升令人回忆起千禧年科网泡沫，非理性亢奋带来的痛楚仍犹有余悸。以下陈列各基本因素分析与当时状况作对比：

- 今天AI独霸武林，当中芯片生产商更是天之骄子。FOMO心态下吞噬全球资金外，市宽狭窄情况值得小心。回顾千禧年代，网络热潮席卷全球，资金蜂拥流入软件及网络营运商。以标普500科技行业指数成份股的市值数据，比较2000和2024年3月11日市值首5名总和占整体之百分比，结果如下：

指标	2000年 3月11日	2024年 3月11日
首5名市值总和 (万亿美元)	1.8	8.8
指数总市值 (万亿美元)	4.1	13.2
占整体指数之百分比	44.2	66.5

资料来源：彭博，数据截至2024年3月4日

¹⁴ 见Investing.com网站，<https://www.investing.com/analysis/hedge-funds-continue-betting-against-big-us-tech-stocks-200644968>

数据显示今天首5名科技股的市值占总体科技股市值近67%，反映今天资金的集中度较当年更高，暗示未来行业指数甚至整体大市走势的兴衰，将依赖该5只股份的表现，市宽非常狭窄且极不健康。今天科技行业指数的市值是当年约3.2倍，行业发展神速是其他行业望尘莫及，个别行业高度集中将为整体后市带来更大的潜在波动风险；

- 除了市值，科技及通讯行业指数表现抛离其他行业指数，扭曲了综合指数的表现。截至今年3月8日，美股此轮急升由2023年起持续至今，维持超过5季。以标普500指数剔除科技及通讯行业指数作为传统行业代表，并与纳指100表现差距比较作为测量市宽的标准，时间上同样以千禧年峰值前5季表现作比较，历史数据发现当年两项指数表现差距约137个百分点，反映当时资金非常集中，令纳指100大幅抛离传统行业指数。截至今年3月8日，该差距约47个百分点，反映市宽已经偏窄但仍远低于千禧年时状态。另外，注意当年达到峰值后，纳指100便出现急坠，峰值之后5季表现差距约为负68个百分点，而传统行业仍录得正回报，突显当年纳指100急升急跌的疯狂表现；

当年与今天各指数表现及差距：

时段	指数变动		
	标普500除科技及通讯行业指数	纳指100	差距
2000年3月31日之前5季	2.9%	139.5%	136.7 百分点
2000年3月31日之后5季	9.6%	-58.4%	-68.0 百分点
由2023年至2024年3月8日	17.4%	64.7%	47.3 百分点

资料来源：彭博，数据截至2024年3月8日

- 部分的分析认为，今天科技狂热并非千禧泡沫，主因当时是炒作欠缺盈利前景的科技概念，而今天的科技股已有坚实的盈利数据，特别是芯片生产商，故现时科技股的估值仍属合理水平。以预测市盈率作比较如下：

时段	纳指100	标普500 科技行业指数	标普500 通讯行业指数
未来12个月预测市盈率(倍)			
千禧泡沫时峰值	75.9	69.4	33.9
2024年3月11日	26.7	37.6	18.8
差距	184.3%	84.6%	80.3%
前1年之未来12个月预测市盈率平均值(倍)			
千禧泡沫时峰值	62.0	56.2	32.7
2024年3月11日	34.9	32.7	18.7
差距(%)	77.7%	71.9%	74.9%

资料来源：彭博，数据截至2024年3月11日



股票

以上数据突显了当年炒作科技概念的疯狂，纳指100及标普500科技行业指数的预测市盈率被炒至约70倍的水平，今天仅约20至30倍水平只属九牛一毛，当年纳指100数值更是今天的1.8倍以上。通讯行业的情况不遑多让，当年数值高出今年约80%，就算取1年平均值得作比较，当年该3个指数的预测市盈率平均值都超出今年超过约70%。须留意的是，以上分析存在一定的缺憾，例如今天数据仍未知是否已经达峰，故并非以“峰值对峰值”比对；

- 科技行业吸引投资者之处是其业务具有高速增长潜力。参考2000和2024年3月11日，标普500科技行业指数成份股的每股盈利增长分别为134及105%，反映当时整体行业的爆炸性及创新科技的颠覆性超越今天水平，但首5大市值的巨企，其每股盈利增长分别约4.4及951%，反映今天行业增长非常集中在数间巨企，较当年百花齐放的状态乃天渊之别，或许今天“胜者全取”较过去更甚，风险亦较当年更高。

当年与今天标普500科技行业指数的每股盈利增长及差距：

时段	每股盈利增长		
	整体平均值	首5名平均值	差距
2000年 3月11日	134.0%	4.4%	129.6个 百分点
2024年 3月11日	104.7%	950.9%	-846.2个 百分点

资料来源：彭博，数据截至2024年3月8日

以上的分析反映出今天与当年的投资市场状态各有千秋，科技股炒作炽热背后，同样具一定风险，仅是风险定位各有不同。简单而言，基本因素分析显示今天科企的估值正存在泡沫，但未至于失控。当前乐观的盈利预测刺激市场投资情绪，而且暂未有如过去泡沫爆破时高杠杆投资产品违约的情况出现，短期内科技股出现崩塌式下坠的机会不大，但不排除较明显的调整已经临近。

科技股屡屡破顶，令投资者对科技行业欲罢不能，刻下控制好投资情绪和调整心态，较冰冷的数据来得重要。

本章总结：

- 美股创历史新高，资金流及动态分析预示股市调整将至，但盈利增长及经济乐观情绪暂支撑着后市走势
- 日股创历史新高，但撇开金融分析，如政经阴霾未能消散，日股的荣耀犹如建于浮沙之上
- 屡屡破顶的科技股令投资者欲罢不能，但控制情绪和调整心态较冰冷的数据来得重要



香港及中国内地股市展望：乍暖还寒

市况回暖之际，也须采取严格控制注码、分散风险、选股为先的投资规律

上季题为“砥砺前行”，意谓短期市况纵然崎岖不平，投资者只要沉稳以待，捕捉市场恐慌抛售之后的见底时刻，仍可斩获不俗回报。现时回望，结果与预期相差不远。

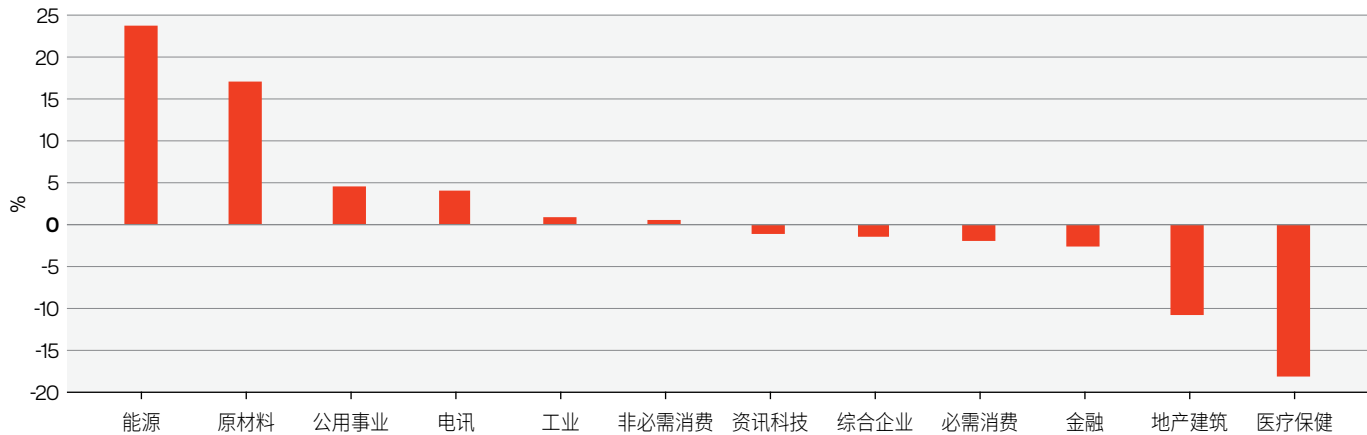
今年首季港股与中国内地A股市场上演了先低后高的“过山车”式走势。1月开局不利，主要受到内地经济不振及疲软的通胀数据拖累，加上市场显著下调美联储年内降息的预期幅度，触发外资继续大举沽售中资股，恒生指数及沪深300指数曾分别急坠12.2%和9.4%，最低曾各跌至14,794点和3,108点，走势与环球股市大相径庭。

在市场千呼万唤下，中央政策方向渐转吹暖风。多个部委接二连三加码推出稳增长措施，包括超预期降准50点子、下调5年期贷款市场报价利率(LPR)25点子、重启抵押补充贷款(PSL)支持“三大工程”、建立房地产项目融资白名单、放宽一线城市的楼市限购令等。此外，为缓和股票市场的沉重沽压，一系列提振资本市场的政策亦接踵而来。例如，国资委宣布将市值管理纳入央企负责人业绩考核指标，市场憧憬大型央企和国企未来会进一步增加派息比率和股份回购规模。另配合中央汇金、社保基金及保险资金等“国家队”的中长期资金积极入场撑市，在一众高收益价值型“中特股”领涨下，港股及A股绝地反击。截至2月底，恒指和沪深300指数从低点分别反弹最多14%和13.1%。

及至3月上旬，内地的两会顺利召开，期间公布的经济政策目标及方向大致与市场预期相若，如年度经济增长达5%及通胀约3%的目标、发行1万亿人民币特别国债和地方专项债发行规模达3.9万亿人民币、货币政策偏宽松方向、支持新质生产力发展等。整体而言，尽管未能令投资者感到特别惊喜，但仍无碍股指延续反弹势头，恒指和沪深300指数一度分别升至期内高位的17,214点及3,605点，资金亦从价值型板块切换至科网、消费、有色金属等增长型及周期性板块。

截至3月21日，恒指及沪深300指数在首季分别下挫1.1及上升4.4%。港股板块表现方面，能源、原材料、公用事业、电讯、工业及非必需消费均能跑赢大市并逆市走高，其中能源和原材料板块更分别上升24及17%。反之，医疗保健及地产建筑业分类指数敬陪末席，分别下跌18及11%。至于上季建议的重点关注板块，当中评为“看好”的中资电讯股和本地高息概念股，以及评为“审慎乐观”的澳门博彩股，表现均走俏。

2024年第1季恒生综合行业分类指数表现



资料来源：彭博，数据截至2024年3月21日

股票

股市能见度偏低，后市看中央经济政策及资金流

本季题为“乍暖还寒”，意谓A股及港股的寒冬已过，但走势预期仍将犹如初春天气般变幻莫测，早春薄寒。投资者在享受市况回暖之际，也须采取严格控制注码、分散风险、选股为先的投资规律，方可有备无患。

国务院总理李强在两会期间发表的《政府工作报告》，大抵确立了稳增长的经济增长主线，但在个别范畴上依然未能成为投资者拨开云雾。未来刺激经济政策推出的时间与规模将继续主导资金流向和大市走势，下文将详细拆解。

1. 产业监管政策料减辣，支持估值修复

李强在《政府工作报告》中强调“宏观政策一致性评估”，意味实施任何经济或产业政策前，有关当局须作出综合性和全局性评估，并提升政策透明度，确保政策推出后不会对经济稳定性及市场预期稳定性带来明显副作用。我们相信内地决策层将以稳字当头为短期的施政方针。因此，过去数年曾令国际投资者闻风丧胆的产业监管和整顿措施即使未有太多松绑空间，也至少不会在现阶段再度“加辣”，有助降低股票因政策不明朗而带来的额外风险溢价，从而支持估值修复。互联网、游戏视频、教育、医疗护理、餐饮消费等板块将是监管政策风险降低的潜在最大受惠者。

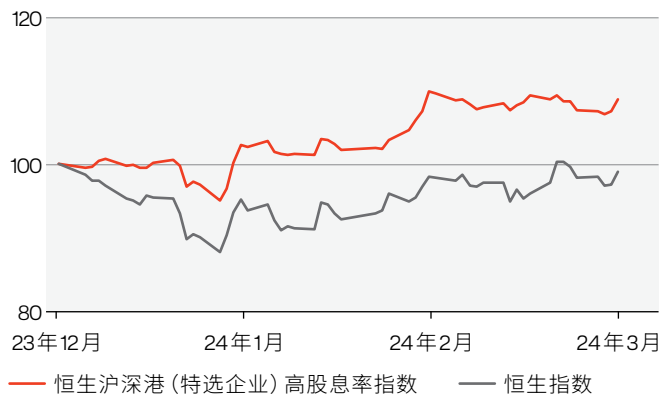
2. 中央预算赤字审慎克制，关注财政资金投放领域

财政政策方面，今年中国内地的预算赤字率设为3%，相较于2023年底调升后的3.8%或市场普遍预期的3.3至3.5%，无疑是有点落差，反映中央扩大财政开支仍较克制。但与此同时，当局宣布今年将续发行3.9万亿人民币地方债，以及总额高达1万亿人民币的超长期特别国债，用于国家重大战略产业实施及工程项目建设，且表示这类长期特别国债拟今后连续几年发行，意味广义财政将会持续扩张。我们认为，目前内地的低利率环境正正是中央适度增加杠杆率以稳增长的绝佳时机，料可为港股及A股带来一定托底支持作用。惟不能忽略的是，地方政府卖地收益大减的颓势未止，加上融资平台去杠杆压力，可能某程度上摊薄了中央加杠杆对刺激实体经济的边际效益。整体而言，投资者须观望年内长期债券的实际发行进度，以及资金主力投放在哪些领域，方可制定更全面精准的投资方向。

3. 低利率宜选高收益国企，通胀重临可振风险胃纳

货币政策方面，《政府工作报告》内的措辞表述跟2023年相差无几，例如“灵活适度、精准有效”和“社会融资规模需与经济增长和价格水平预期目标相匹配”。然而，两会期间人民银行行长潘功胜于记者会上的发言，其中包括“把推动物价温和回升作为货币政策的重要考量”和“目前银行存款准备金率平均在7%，后续仍有降准空间”，似乎暗示着一旦内地的通缩风险威胁增加，人行将会当机立断进一步降准、减息及加大PSL的净投放。短期来说，随着货币政策偏宽松方向未变，内地市场利率料于较低水平徘徊，如中国10年期国债收益率近期一度下试历年新低2.3%水平，令保守型固定收息资产的吸引力已大不如前。收益率下跌的情况或加速引导中长线资金重新调配其投资组合的资产分布，即减持国债及投资级别企业债，转投至高收益价值型股票上，尤其以增持现金流稳定、净负债率偏低或处净现金水平、派息比率较高的大型央企及国企股票为主。符合上述条件的股份大多在内银、能源、电讯、公用、公路等板块。事实上，随着中国10年期国债收益率从2023年底的2.6%降至现时约2.3%，恒生沪深港(特选企业)高股息率指数呈现强势，年初至今(截至3月21日)升幅达8.7%，表现凌驾于恒生指数。即使前者现时的股息率已回调至约8%，惟仍远高于内地的无风险利率，预期待股价出现轻微调整后，将会继续获得内地中长期资金青睐。除此之外，投资者须紧盯内地未来两季的通胀数据，受益于过去数月人行大举放宽银根之成效逐步显现，加上按年基数回落，我们相信中国内地的消费物价指数(CPI)和生产物价指数(PPI)于本季将会走出谷底，前者更有望扭负转正。若市场确认内地通缩阴霾消退，势将提振市场风险胃纳，其中消费及原材料板块可望成为最大赢家。

恒生沪深港(特选企业)高股息率指数和恒生指数走势



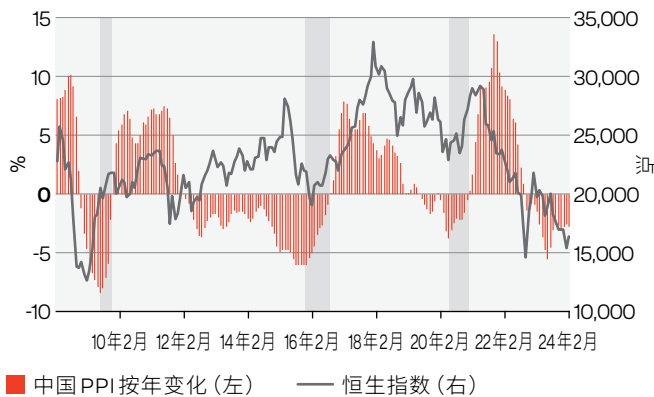
资料来源：彭博，数据截至2024年3月21日
注：2023年12月29日为基数100

恒生沪深港(特选企业)高股息率指数与中国国债债息走势



资料来源：彭博，数据截至2024年3月21日

2008年至今中国PPI与恒生指数走势



资料来源：彭博，数据截至2024年3月21日

4. 新兴创科行业有危有机，警惕美国制裁风险

产业政策方面，新质生产力发展成为今年两会重中之重的主题。具体可分为三大领域：

- i) 产业链及供应链优化升级，旨在推动传统产业迈向高端化、智能化、节能化转型；
- ii) 积极培育新兴产业和未来产业，包括智能网联新能源车、氢能、生物制药、高端装备、商业航天等；
- iii) 推进数字经济创新发展，开展“人工智能+”行动，料惠及半导体设备、数据中心、云计算、生成式人工智能(AI)大模型开发、AI智能硬件设备等。

国策支持固然是一大优势，但不能忽略的是，以上部分创新产业近期发展面临多重挑战，导致相关股票价格一沉百踩。当中最大的“紧箍咒”莫过于是美国政府或国会频繁针对中国创科企业施加的各种禁令。继2023年收紧对中国半导体企业的生产设备供货管制，以压制中国AI技术发展后，近月又通过《生物安全法案》，旨在禁止中国生物科技公司与美国药企的业务来往。今年11月美国总统大选举行之前，华府会否进一步通过制裁法案，以钳制中国的智能电动车、商用电脑、智能手机设备、6G电讯设备在内的高科技产业发展，实属投资市场短期的最大风险。

5. 以旧换新成效视乎细节，消费及工业股择优而取

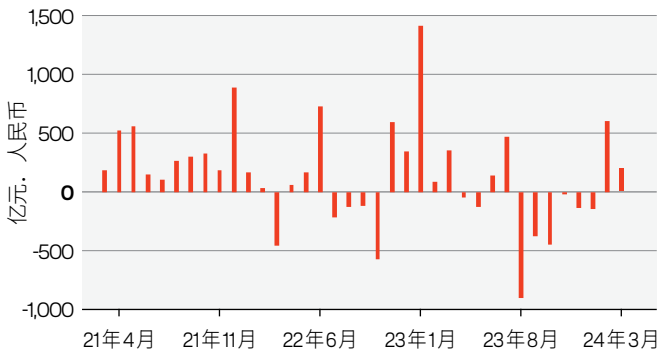
今次《政府工作报告》在促消费和扩投资上也着墨不少。当中以“推动消费品以旧换新”及“大规模推动各类生产和服务设备更新”属重头戏。一如以往，消费品以旧换新的主要目标为家电及新能源汽车，可惜的是，今次报告并未提及政府具体补贴额度。观乎国务院其后发布的相关行动方案，仅以鼓励车企开展促销活动、优化汽车限购措施、提供税务及信贷支持等方式推行，刺激力度似乎略逊一筹。当然，个别城市如上海，早前就发布新一轮汽车以旧换新及智能家电消费补贴政策，单次最大资助额分别为1万元和1千元人民币。我们不排除未来会有更多一、二线城市仿效这类真金白银之补贴活动，故宜伺机择优吸纳非必需消费股。至于在生产设备更新的一环，则聚焦于工业、建筑、交通、农业、医疗等行业，透过引导企业升级换代，目标于4年内将以上各范畴的设备投资规模增长25%。当局所订目标固然进取有余，惟企业实际投资进度将取决于具体补助范围及规模。若最终推出的方案令市场感到惊喜，料可提振液化天然气(LNG)重卡设备、铁路机车设备、建筑机械、电力设备、船舶制造等板块。

股票

资金面：外资沽压收敛，国家队功成身退？

经过2023年8月起连续6个月外资撤离中国股市后，今年2月终于迎来转机。参考“沪深港通”的北向资金流数据，今年2月和3月（截至3月21日）分别录得净流入607亿和197亿元人民币，2月净加仓A股的规模更创下13个月新高。我们不排除部分北向资金实际上是由离岸“国家队”贡献，欧美资金对A股和港股的看法仍相对谨慎，惟至少已扭转过去年大举抛售和极度低配中资股的格局。至于未来数月外资会否进一步增持中国股票，还须视乎内地物价回升的进度、稳增长政策的力度、中美关系发展等因素，但整体而言，仍具有不少阻力。此外，近期多个亚太区或新兴市场股市表现气势如虹，自然吸引海外长仓基金持续加仓，也分薄了资金配置中资股的比例。

过去3年“沪深股通”每月成交净额



注：2024年3月的数据截至3月21日

资料来源：彭博，数据截至2024年3月21日

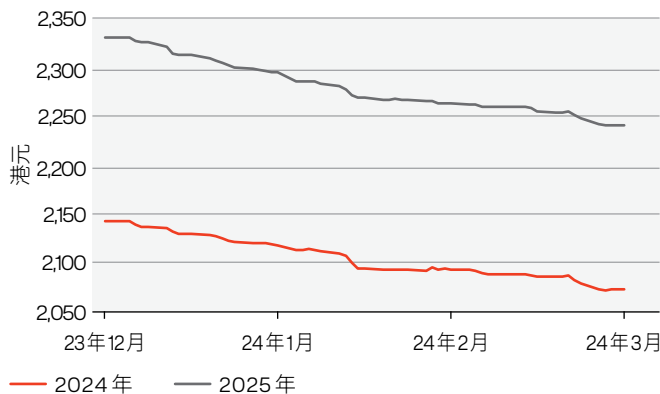
另一边厢，A股和港股在今年1月见底回升，“国家队”资金自然是功不可没。正如上季在《砥砺前行》的章节中所预测，中央将多管齐下提升中长期资金配置股权类资产的比例，过去3个月就从多方面兑现，包括：i) 中央汇金表示扩大对交易所买卖基金(ETF)的增持范围和规模；ii) 中证监宣布引导公募基金、私募基金、证券公司、社保基金、保险机构等各类机构投资者更大力度入市；iii) 国资委宣布启动国企公司市值管理考核，鼓励国企透过增加派息或股票回购比例，以提升中长期资金入市的回报。由于“国家队”资金进场护盘多以增持A股指数ETF为主，故近月相关指数ETF的资金净流入屡创新高。根据彭博数据，截至3月

22日，沪深300指数及中证500指数的ETF产品，年内暂分别录得360亿及60亿美元的净流入，分别约占过去1年两者净流入额度的60%及76%，反映“国家队”资金在今年首季的参与程度远较2023年活跃。然而，参考以往经验，“国家队”资金往往在市场信心极度虚怯，甚至出现恐慌性抛售之际才会挺身而出，即是以低位吸纳为目标，而非持续提供上升动能，故当市场气氛趋于稳定之后，可能就是“国家队”资金鸣金收兵之时。大市此后能否再往上冲，说到底其他不同的资金仍属关键。

下调港股盈测与估值倍数，恒指目标18,500点

尽管内地经济仍受到房地产行业销售疲软、房企违约风险持续、地方政府去杠杆等因素拖累，预期企业盈利向上修复需时，惟中央在货币、产业及资本市场相关政策上渐吹暖风，加上“国家队”资金护盘态度坚决，相信可稳住估值进一步下调的压力。整体而言，我们将恒指今年的每股盈利预测从上季的2,170港元下调至2,100港元，略高于目前彭博的市场预测共识约2060港元。估值方面，恒指目前约8倍的预测市盈率已低于过去10年平均值2个标准差，若满足以下条件：i) 美国今年中开始减息；ii) 内地加大刺激经济的力度；iii) 中美关系改善，相信可触发港股估值重估。我们给予恒指今年的预测市盈率目标为8.8倍，因而将恒指今年的目标水平由上季预测的19,500点下调至18,500点。

年初至今恒生指数盈利预测趋势



资料来源：彭博，数据截至2024年3月21日

2024年第2季重点关注板块：

行业/主题板块	重点投资逻辑	看好程度 [#]
中资电讯	<ol style="list-style-type: none"> 受惠内地数字化加速、AI大模型训练及应用范畴扩大，电讯行业包括云计算及数据中心等新兴企业业务收入在2023年录得按年增长19%，收入占比提升至21%，今年料可维持较高速增长。 中国工信部表示，今年将深化5.5G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，龙头电讯运营商在2023年均能提升派息比率至介乎55%至71%，更预期未来两年可持续增加。目前相关股份的预测股息率高达6.2至8.0%，属波动市中稳守突击之选。 	****
本地高息概念 (公用事业、电讯、 交通运输、综合企业)	<ol style="list-style-type: none"> 美联储料最快于本季开始降息，美国10年期国债收益率中线下行趋势已成，本地部分公用、电讯及综合企业的股息率介乎5至9%，更显吸引力。 相关企业业绩能见度较高。大部分海外公用事业项目，如供电、供水及供气等，受到利润管制协议保障，收益与通胀率挂钩。同时，资产负债表稳健，普遍可提升派息，并有充裕杠杆空间未来作潜在收购。 香港《财政预算案》致力推动更多盛事刺激本港旅游业发展，另外内地更多城市或获纳入“自由行”名单，预期将提升航空及铁路等交通运输客运量。 	****
工业设备 (铁路设备、LNG重卡、 机械、电力及氢能设备)	<ol style="list-style-type: none"> 国策支持大规模生产设备更新换代，未来或推出金融信贷或税务补贴措施，并收紧耗能及排放等环保要求，刺激新一代建筑、交通、工业、能源等设备销售。 国家能源局发布《2024年能源工作指导意见》，目标于今年内提升非化石能源发电装机占比至55%，并多方面推进氢能产业发展，料有利相关能源设备订单。 行业内的龙头企业多具有国企背景，其资产负债表相对稳健，且颇受内地长期资金青睐，估值具上调空间。 	***
网络游戏	<ol style="list-style-type: none"> 国家新闻出版署网站今年1月移除了网络游戏管理办法(草案征求意见稿)，另当局在2023年10月至今年2月期间，每月平均批出115个新游戏版号，已超越2021年(停止新游戏版号发放前)的平均月度水平，反映审批流程已趋正常化，政策风险降低。 多只重磅手机游戏预期于今年第2或3季推出，例如《射鵰》、《燕云十六声》、《永劫无间》、《地下城与勇士：起源》、《Need for Speed》等，预期可提振龙头企业的流水收益，成为下半年盈利增长的主要动力。 板块龙头企业在今年的预测市盈率平均仅为14至16倍，远低于历史平均值。若新游戏发布后反应理想，估值料有显著上调空间。 	***

[#] 标注：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：

- A股及港股的寒冬已过，但走势预期仍会反覆，投资者须严控注码、分散风险、选股为先
- “国家队”资金令A股及港股止跌回升，海外资金仍属后市能否进一步向上的关键
- 给予恒指今年每股盈利预测2,100元，预测市盈率8.8倍，对应今年指数目标为18,500点
- 本季可重点关注的板块包括中资电讯、本地高息概念、工业设备、网络游戏

股票

东亚联丰投资团队

保持投资 亚洲股市具增长和收益机会

利用亚洲独有的低通胀及经济增长条件，部署具结构性增长及发展潜力的板块

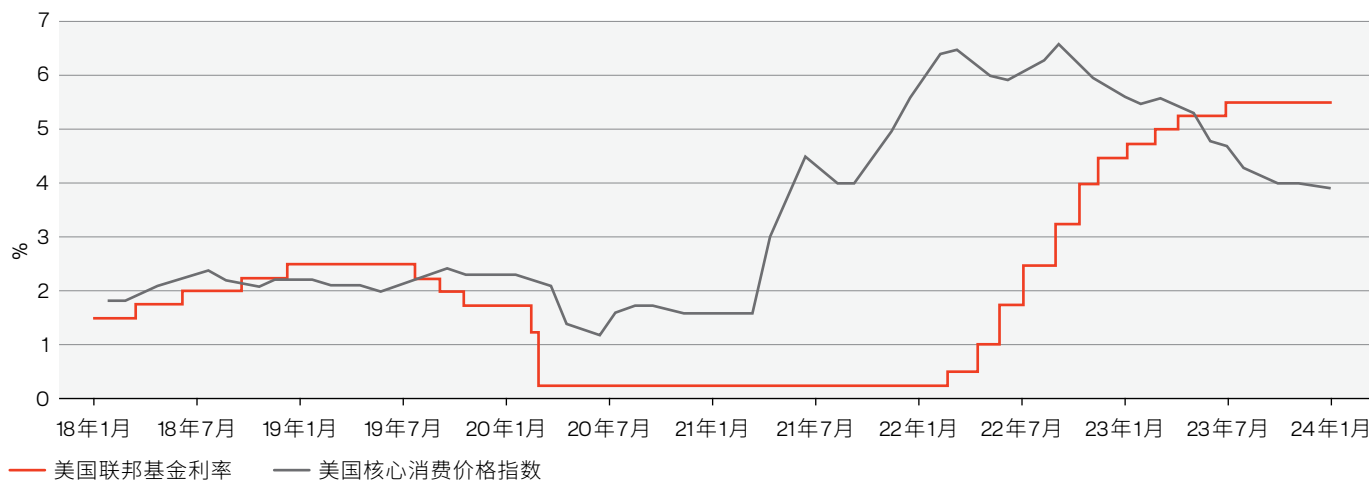
市场对美联储减息时间未有一致看法，高利率环境预计维持至今年。美国经济尽管有机会放缓，但相信能维持强劲，加上通胀稳步下降，未来息口势必跟随向下，惟减息步伐未明。

东亚联丰投资团队预计高利率环境可维持至今年中的看法不变。我们继续预期美国GDP将有2.7%的稳健增长，加上亚洲区的经济基调维持良好，整体趋势有利风险资产。投资者适宜保持投资，混合股债优势特质（债券分析详情可参阅《债券》章节），谨慎部署，减低投资组合价值被蚕食的风险，为财富增值。

尽管减息时间表未明，亚洲区资产尤其不容忽视，因为减息周期和双赤字将扭转美元强势，利好亚洲。东亚联丰投资团队相信印度和印尼两国经济表现将会强劲。受惠人口结构的板块包括有健康和基础建设，至于消费、银行和工业等股份，均可被看高一线。此外，团队也看好日本、台湾和南韩等地的科技股，主因该类股份料能受益于人工智能的结构性增长趋势和科技板块周期性复甦。

科技板块继续于亚洲推进 南韩和台湾科技股现复甦机会

科技行业的结构性和周期性增长空间庞大。东亚联丰投资团队看好日本、台湾、南韩、美国的科技股，当中尤为看好台湾。半导体行业刚刚开始复甦，历史数据显示，相关股份的上升趋势将可持续6至8个季度。我们特别留意从事后周期业务的企业，例如ABF载板(ABF Substrates)、原始晶圆(Raw Wafers)和空间技术(Foundry Space)。此外，数据中心、记忆体、半导体以及人工智能将推动个人电脑和手机业务的发展，有利该类股份的库存触底反弹。另一方面，科技公司对人工智能晶片的需求将不断增加。同时，国家之间的竞争将推动人工智能在未来多年持续发展，在这范畴领先的企业和国家，其业务和经济有望以几何级数持续增长。



资料来源：东亚联丰投资、彭博，数据截至2024年1月31日

印度和印尼具结构性增长潜力

印度和印尼的经济正处于结构性增长阶段。两国政府大力投资基建，加上当地劳动人口不断增加，利好当地的消费及服务业前景，包括食品饮料、汽车、酒店以及医疗保健等。除此之外，受汽车、房屋和基建等相关借贷带动，东亚联丰投资团队也看好当地的银行、个人融资和保险股的前景。

印度总理莫迪大力推行经济改革，例如降低企业税，以及增加公路、再生能源产能和铁路等基建投资，预期当地的工业股和原材料股可看高一线。印尼的金属股和材料股也料会备受投资者青睐。印尼拥有全球最大镍存量，镍是制造电动车电池的原料。由于当地政府在2019年禁止镍出口，促使外国电池制造商纷纷在印尼设厂，因而吸引到大量外资和推动行业发展。

印度和印尼今年均会举行大选。印度总理莫迪的执政党现时正在领先，有利乐观的投资气氛持续。印尼总统选举在2月中已经进行，现任国防部长普拉博沃 (Prabowo Subianto) 当选下任总统，而现任总统佐科维多多的长子吉布兰 (Gibran Rakabuming) 将会成为副总统。市场相信目前印尼的经济相关政策将得以延续，料对当地经济续有正面发展。



中国内地经济结构性转型需时，可留意消费和价值型股份

刚过去的两会，中国政府所定下的2024年经济增长和赤字率等目标均与2023年相若，因此市场预期当局须推出更有力的措施，方能达成相关经济目标。中国近期的救市措施一直备受关注，包括“国家队”连番入市稳定投资者信心，以及人民银行大幅降低5年期贷款利率0.25%，远超市场预期的0.1%。迄今，中国经济仍处于结构性调整阶段，当局维持“渐进式政策”方针，以控制经济下行风险，惟预期经济仍需时复甦。虽然现时中国经济前景不明朗影响到民众消费意欲，但在消费降级的环境下，一些龙头消费股反而更具投资价值。此外，中国价值型高息股，例如能源和公用事业的基本面稳健，也受到东亚联丰投资团队青睐。其中，能源股更可对冲地缘政治风险。

市场虽然存在不明朗因素，例如减息时间、中国经济复甦步伐和地缘局势变化等，但通胀降温将有助风险资产表现。当减息出现时，美元强势将会逆转，将成为利好亚洲资产的催化剂。因此，投资者须保持投资，并利用亚洲独有的低通胀及经济增长条件，部署在科技等具结构性增长及发展潜力的板块，为降息趋势作好准备。

本章总结：

- 美国减息时间未定，投资者宜保持投资。美元走低预期将惠及亚洲资产
- 看好股票，尤其是台湾和南韩的科技股
- 结构性增长有助带动印度和印尼的消费、金融、工业股

春寒料峭

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

春寒料峭

政策忽悠时应有序提升组合的存续期及高评级企业债比例

上季标题是《等待黎明》，暗喻美联储终于放弃加息并开始阐述减息意向。投资者等待多时的黎明有可能出现，但减息条件仍然不足，尤其是美国的经济增长依然强劲。2023年债券市场出现各种极端现象后，资金早已为利率逆转暗作部署。我们上季再次成功预测美国10年期国债收益率的波动区间，以及“熊式走峭”最后阶段将出现收益率曲线正常化。金融状态及股债波动率反映投资者应开始减持国债并增持企业债。高息企债风险仍相当高，只适合能承受较大风险的投资者。最后按地区分析欧美债市的表现，发现当酝酿减息之时，地区性分析的结果较为可靠。上季整体预测大致与今天结果相若。

本季标题是《春寒料峭》。利率拐点将至未至，仿如置身初春异常寒冷的天气，但同时要小心乍暖还寒。美联储政策忽悠投资市场，不论债券发行人及投资者都已洞悉玩法，自行作出部署。经济环境及风险规避都预兆减息将至，但不宜过度憧憬减息幅度，幅度料较市场各方预期更为温和，减息过程亦偏向颠簸，绝非一路顺风。本季美国国债收益率预期波动区间将较上季有轻微下调，但其下跌趋势不会逆转，尽早锁定较高息率的债券投资部署较为可取。在利差有序收窄大前提下，投资者应增持企债，同时以杠铃策略平衡及有序提升债券组合的存续期。至于减息后将如何作出部署？暂仍属后话。

市场动态：政策忽悠但资金早已谋动

美联储何时宣布第1次减息？这是全球投资者心中的疑问，当然今天没有答案，相信就算美联储主席鲍威尔亦没有答案。由2023年7月至今，美国联邦利率上限维持在5.5%，而各地主要官方利率也亦步亦趋地走高，全球流动性偏紧的问题正逐步浮现。由欧美地方银行压力到商业房地产市场摇摇欲坠，由非必需消费呈转弱迹象到投资市场走向极化，不得不令各大央行思考维持高利率的必要性。其中，鲍威尔重申在今年某个时间开始减息是合适的做法；欧央行已表态好大可能在今年6月首次减息¹；而英伦银行行长贝利表示有信心年内首次减息²。虽然极少数美联储委员及市场参与者建议维持现时的利率水平，甚至乎应考虑再加息，但相关的建议未成气候。

中国人民银行早前下调5年期以上贷款市场报价利率(LPR)25点子，幅度是历来最大。另一边厢，日本央行在今年3月已经取消自2016年以来实施的负利率政策和孳息曲线控制政策，但此举只属该国自身考虑，故在此不作详细分析。以下讨论都是以减息为基础，并以环球宏观经济而非仅从美国经济作考量。

流动性数据反映无减息迫切性

市场流动性是否过度紧张？根据美国全国商业经济协会(National Association for Business Economics)今年2月的民意调查显示³，21%受访者认为美联储当前的货币政策“过于严格”，高于2023年3和8月时14%的水平，亦是自2011年以来新高。除了近月再有美国地区银行出现财困，流动性问题也开始蔓延至欧日地区。欧洲出现房地产发展商、零售商、商场及百货营运商等巨企相继宣布破产⁴，日本企业破产数目连续两年上升，升幅创31年新高，去年增幅较前1年多超过3成⁵。

民间对经济前景偏向悲观，但宏观数据显示的结果却截然不同。美国金融研究办公室(Office of Financial Research, OFR)是根据《多德—弗兰克法案》设立，旨在协助美国政府透过数据分析，提高政府机构应对金融危机的能力，并成立预警系统及早发现相关系统性风险。当中“金融压力指数”(FSI)是透过全球33个金融市场的变数，例如收益率利差、估值指标和利率等，每日衡量金融市场压力水平，指数低于0为压力偏低，反之亦然。截至今年3月7日，该数值报负1.821，明显较自2000年起的平均值约正0.160为低，但未低至负1个标准差，即约负4.108的水平。指数结果显示，今天因流动性引发的系统性风险十分低，虽未届历年来令人最安心的水平，但至少反映央行未有迫切性逆转收紧流动性的做法。

¹ 见CNBC网站，<https://www.cnbc.com/2024/03/07/european-central-bank-holds-interest-rates-cuts-inflation-and-growth-forecasts.html>

² 见路透社网站，<https://www.reuters.com/world/uk/bank-englands-bailey-sees-signs-uk-economy-upturn-2024-02-20/>

³ 见商业内幕网站，<https://www.businessinsider.com/federal-reserve-interest-rates-cut-outlook-recession-risks-us-economy-2024-2>

⁴ 见路透社网站，<https://www.reuters.com/business/retail-consumer/german-retail-giant-insolvent-wake-signa-collapse-property-crunch-2024-01-09/>

⁵ 见日本时报网站，<https://www.japantimes.co.jp/business/2024/01/15/business-failures-high/>

金融压力指数



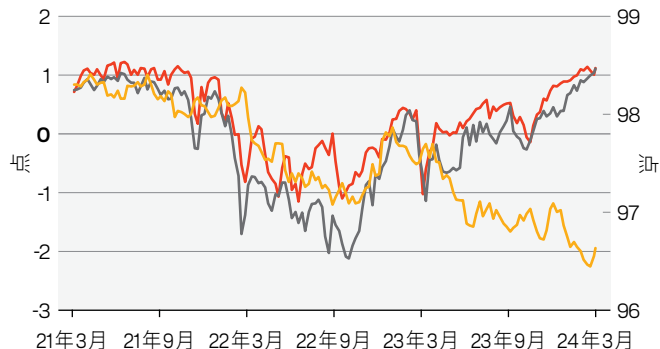
资料来源：美国金融研究办公室，数据截至2024年3月7日

再观察衡量各地金融稳定性的“金融状态指数”，0 (彭博指数) 或100 (高盛指数) 以上代表流动性充裕，反之亦然。截至今年3月13日的过去3年数据显示，美国及欧元区的金融状态指数差不多重返2021年疫情时的水平，较2022年低潮时明显改善。指数反映在极端风险考量上，欧美央行并无放宽流动性的迫切性，反而应有序把资金引流至企业，而非扣押在银行体系，窒碍资金的增长动力。

不过，日本的金融状况却令人担忧，其金融状态指数持续3年下跌，反映就算多年来实施量宽及负利率政策，本土流动性问题依旧未有改善。当中主因之一为当地实施的负利率政策，把私人市场资金迫出本土金融体系，庞大的套息交易导致当地企业贷款困难，违背了政策初衷。日央行已取消负利率政策，从本土流动性角度上来看，是具有必要性，但此举将会冲击套息交易的受惠者。



金融状态指数 — 美国、欧元区、日本



— 彭博美国金融状态指数 (左)
— 彭博欧元区金融状态指数 (左)
— 高盛日本金融状态指数 (右)

资料来源：彭博，数据截至2024年3月13日

债券供需双方正为减息而谋动

虽然减息只闻楼梯响，但各市场参与者已开始为减息作准备。市场气氛转趋乐观下，企业趁机大量举债。根据美国证券业暨金融市场协会 (SIFMA) 提供截至今年2月的数据显示⁶，首两个月美国企业债券发行量达4,547亿 (美元，下同)，按年增长31.1%。单计2月有近2,300亿，是近1年最高水平，当中投资评级类别占超过85%。美国企业债市场每日交易量达536亿，年增13.6%；未偿还债券金额 (截至2023年第4季) 近10.8万亿，年增3.0%。

上述结果与评级机构惠誉的估算不谋而合。根据惠誉在今年2月发表的报告显示⁷，近5.6万亿美元的美国投资级别债券中，有7,590亿美元 (即14%) 将在今、明两年到期，今年约有3,320亿，而明年则约4,270亿。尽管美联储利率政策存在不确定性，但料上述大部分企债将会再融资，为今年投资级别债券市场提供大量供应。

⁶ 见美国证券业暨金融市场协会网站，<https://www.sifma.org/resources/research/us-corporate-bonds-statistics/>

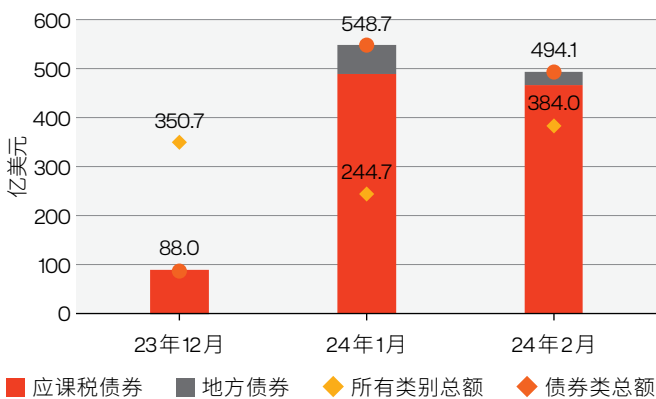
⁷ 见惠誉评级网站，<https://www.fitchratings.com/research/corporate-finance/us-investment-grade-bond-market-monitorsemi-annual-update-16-02-2024>

债券

大量供应亦须强劲需求配合

基金投资者则以回报为风向标。参考美国投资公司协会提供的美国注册长期基金及交易所买卖基金 (ETF) 的资金流数据, 截至今年3月12日, 债券类别基金在过去3个月持续录得净流入, 尤其是1及2月总额, 更高过所有基金类别的总和, 反映在美股走势报捷时, 长线及被动资金其实已转场至债券市场。债券类别基金在过去3个月流入总计约1,131亿 (美元, 下同), 较所有类别总和约979亿高近16%。在债券基金中, 资金绝大部分流入以企业债券为主的应课税债券类, 同期总值占近92%, 最夸张是在2月, 应课税债券基金较地方债券基金的净流入高出近17倍, 反映在减息憧憬下, 资金寻找可靠而收益偏高的资产。

美国注册长期基金及ETF 按月资金流量



资料来源: 美国投资公司协会, 数据截至2024年3月12日

EPFR是专门提供投资基金的资金流动及全球金融机构资产配置的数据供应商。参考EPFR今年2月公布的报告显示⁸, 资金正不断流入其追踪的债券基金, 连续4周共吸纳超过100亿美元, 当中以美国债券基金吸资最多。全球和欧洲债券基金分别录得连续16和17周净流入, 亚太债券基金录得自2023年10月初以来的最大单周资金流入, 加拿大债券基金的资金流入量亦创12周新高。新兴市场债券基金数据恰好相反, 年内第7次录得净流出。全球新兴市场债券基金亦连续第3次净流出。

按债券类别统计, 高收益债券基金和市政债券基金均连续8周录得净流入, 可换股债券基金则连续8周流出, 折射投资者正在减持股票相关的持仓。另外, 值得注意的是, 欧洲企业债券基金录得自2023年第4季以来的最大单周流出。

整体而言, 资金正大举流入债券基金, 当中以高评级的成熟国家债市较受追捧。

利率预测: 不宜过于憧憬

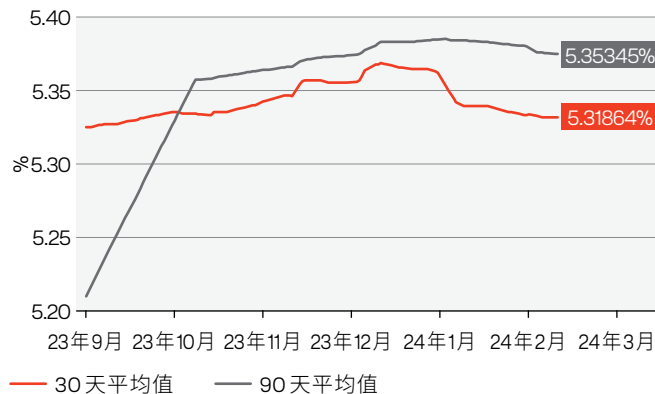
由经济预测数据推测未来美联储利率政策, 详情可参阅《宏观经济》章节。以下是以投资市场角度作分析。传统上减息有利债市, 但首次减息时间点、幅度、走势变化, 均影响投资部署, 尤其是中长线资金的投资组合配置。

首次减息时间点预测: 近在咫尺

市场一般透过国内生产总值 (GDP) 或消费物价指数 (CPI) 来预测首次减息的时间, 上季已分析历年出现加息周期转为减息周期的拐点, 大多与经济下滑有关, 而非今天美联储委员们高举的通胀幌子。详细分析可参阅上季《债券》章节, 在此不再赘述。本季尝试利用财资市场及历史数据, 推敲首次减息的时间点。

财资市场变化是对利率走势较敏锐的指标。参考过去6个月对利率走势非常敏感的有抵押隔夜融资利率 (SOFR), 通过30及90天平均值作分析, 以减低每日波动的影响, 并比较两者走势。结果显示, 90天平均值在今年1月29日达峰, 报5.36146, 其后便见回落, 反映财资市场对维持高利率的中线观点开始有所转变。30天平均值更早在1月4日报5.34835见顶后急挫, 显示短线资金认为减息已无悬念。上述两项数据达到峰值于时间上相差约25天, 反映资金在近月才对高息环境继续维持的观点有所转变。同时, 两项数据见顶皆出现在美联储于今年1月31日议息日之前, 反映市场认为今年将会减息的看法早在议息结果之前已有, 意味美联储委员的言论或美国的经济数据, 其实都没有影响财资市场对年内启动减息的预测。

美元SOFR利率平均值 - 30及90天



资料来源: 彭博, 数据截至2024年3月12日

⁸ 见EPFR网站, <https://epfr.com/insights/global-navigator/what-price-peace-and-interest-rate-cuts-bond-fund-flows-equity-fund-flows-money-market-fund-flows-esg-fund-flows-investor-sentiment-financial-markets-data/>

除了眼前利率变化，亦可参考历年美联储利率上操作。剔除2023年数据，过去50年曾出现过11次利率见顶后持续减息超过3次以上的案例，并找出当时利率见顶至及后第1次减息间相差的月数，结果如下：

年份	利率见顶 维持月数	年份	利率见顶 维持月数
1974	4	1991	3
1980	0	1998	17
1982	0	2001	7
1984	1	2007	14
1985	0	2019	6
1990	2		

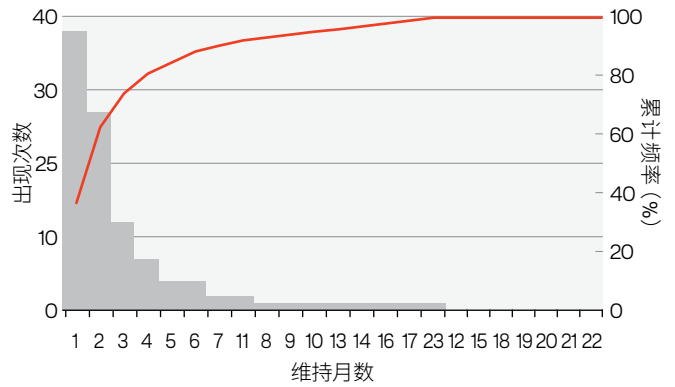
资料来源：彭博，数据截至2024年3月14日

整体平均值为4.6个月，维持超过1年不减息的案例只有1998及2007年，及后市场便出现全球金融危机。截至今年3月13日，利率达峰后不变的情况暂已维持了8个月，并有机会进一步持续。利率不变长达8个月时间，除远高于平均值外，等待减息的时间是历年第3长，隐约释出金融或现危机的讯息。

若纯粹统计利率不变的月数，再以累计频率表达。发现过去50年间，利率不变的总月数为105个月，平均值为4.16个月。利率不变大多只维持1及2个月，各出现次数分别是38及27次，占总数约62%。其余月数出现频率明显减少，利率持续8个月或以上不变的情况普遍只出现过1次，当中维持不变的最长月数出现在2009年，达83个月，次席是2020年时录得23个月。撇除极端数值影响，较有参考性应是累计中位数，约为1.4个月。

不论以利率周期、维持不变之平均月数或累计中位数来看，今天利率维持8个月不变的做法实属少见，故短期内出现第1次减息实在不足为奇。

利率维持不变之月数及其出现频率*



资料来源：彭博，数据截至2024年3月12日

* 撇除2009年的极端数值

幅度预测：点阵图的悖论

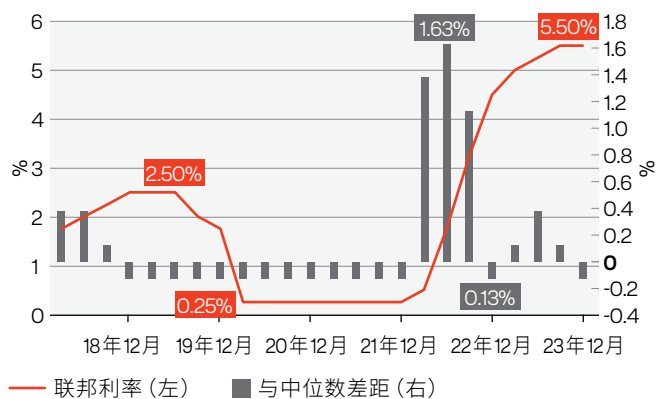
利率点阵图是根据美联储全部委员对年度目标利率所作出的投票，并以中位数表达委员们对该年利率的预期。今年3月最新的点阵图显示，今年利率中位数是4.625%，较截至3月22日联邦利率上限5.5%，相差0.875%，暗示今年美联储将开始减息。如以25点子为1次计算，市场普遍预期年内将减息3次，共75点子。

可是，点阵图预示的利率水平经常与最终年内利率变化有明显落差。不单加大了市场的投资风险，亦令私人市场中商业、置业及消费等参与者无所适从。

究竟点阵图预示的利率有多不准确？抽出由本届美联储主席鲍威尔自2018年就任至2023年第4季期间，每季点阵图的中位数与当时联邦利率比较。结果显示，全数24个季度都出现差距，反映中位数没有1次准确反映实际利率水平。平均值及标准差分别为0.16及0.51%，两者相差近3倍，反映波动偏高。从走势观察，加息时中位数与实际利率差距较大，最高见1.63%。反而减息或息口不变时，差距大部分报负0.13至0.15%，预示当减息时，真正减幅会较中位数预示的大一点。按此推算，由于今年3月最新的点阵图维持不变，即年内减息可能在75至100点子之间。

债券

联邦利率及点阵图中位数与实质利率差距

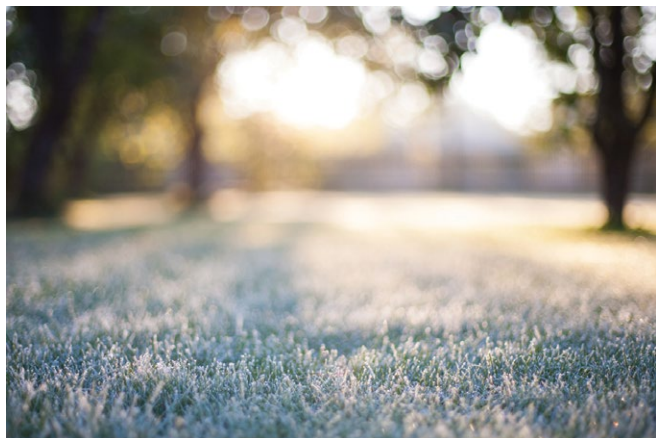


资料来源：彭博，数据截至2024年3月14日

走势预测：颠簸的跌势

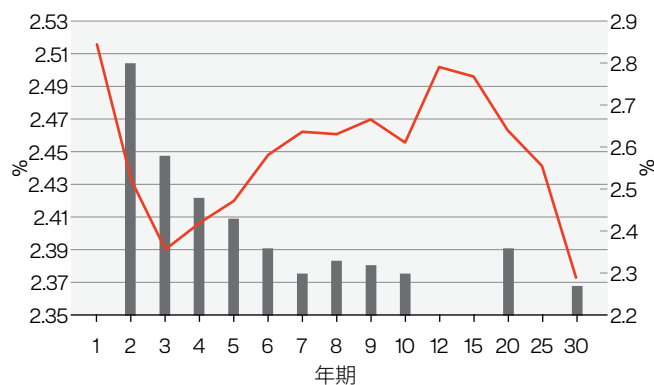
上文利用短息变化预测首次减息的时间点，其实中长期利率变化也可用作预示受通胀影响下利率的后续走势。截至今年3月14日，参考反映偏向中线资金观点的美元通胀掉期利率走势，显示市场预期未来3年内通胀将由约2.52%逐步下降至2.39%，虽然下跌13点子的预测幅度不算进取，但反映出财资市场已开始为利率下降至少25点子作准备。此外，3至15年期利率反覆向上，15年期之后又再次下跌，走势反映未来通胀不会长期徘徊在低位，就算未至于回弹至早前的高水平，但市场偏向相信通胀会呈起伏不定的走势，且不会回落至美联储的2%通胀目标。

再参考同期偏重于长期资金观点的通胀平衡利率的不同年期之变化，并以1个月平均值来减低每天波动的影响。通胀平衡利率走势初期同样预期通胀将会下跌，由2.8%下降至2.3%，之后同样呈反覆走势，并会徘徊在2.27至2.36%之间。反映长期资金相信通胀在可见将来会降温，但跌幅只有约50点子，也不会达到美联储的目标水平。



当然利率变化可以朝夕逆转，但至少在今年3月底美联储议息及修正点阵图之前，财资市场仍然相信减息将至，但不一定会持续大手减息，与现时市场主流的推测有所不同。

通胀掉期利率及通胀平衡利率 (1个月平均值)



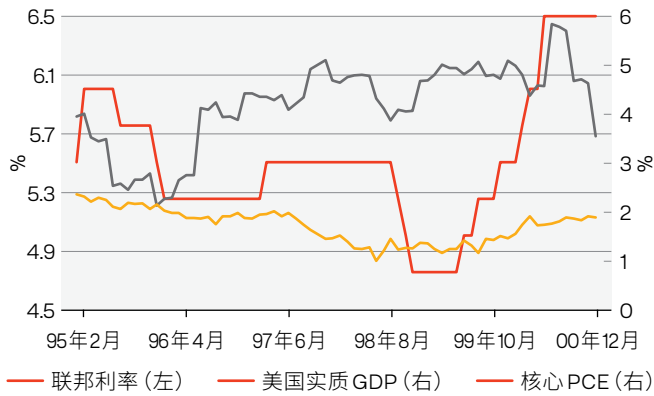
资料来源：彭博，数据截至2024年3月14日

除了通过财资市场分析，基本经济数据互动都不可或缺。上季分析减息后的利率走势多受经济情况影响，毕竟维持GDP及CPI在可控水平是美联储的首要职责。

截至今年3月12日，参考彭博对今年4个季度的美国实质GDP增长预测，分别是2.9、2.6、1.7及1.3%，全年高低相差约1.6个百分点。虽然经济不至于衰退，但暗示“软着陆”将至。核心个人消费开支 (Core PCE) 同期预测分别是升2.6、2.3、2.3及2.3%，反映通胀年内将有序下降，但未达美联储2%的目标。以今天美国联邦利率上限5.5%推算，实质利率 (名义利率减去通胀) 徘徊在2.9至3.2%。历史上实质利率须与实质经济匹配，过高或过低都不利长期经济增长。简单而言，如果美国经济并非“硬着陆”，美联储便没有条件大幅减息。除非出现突发事件，否则美联储也只能酌量减息。

历年最接近的情境应是1995至2000年间，当时核心PCE由2.4降至1.0%，而实质GDP在两年间先由3.9跌至2.1%后，再反弹至4.2%。当时利率有减亦有加，高低波动只有50点子。直到1998年出现亚洲金融风暴，美国利率急挫70点子并维持不足1年，之后配合美国经济稳步上升及核心PCE反弹，利率才持续攀升。

美国联邦利率、核心PCE及实质GDP — 1995至2000年



资料来源：彭博，数据截至2024年3月12日

综合而言，美联储好大可能在未来数月内启动减息，但幅度并非市场预期般进取。从历史到财资市场预测，利率走势多受经济反覆影响而呈现起伏波动，当中不排除会出现轻微加息，但并非逆转减息趋势。除非有突发的不可抗力事件，否则通胀将有序下跌，但预期不会回落到美联储2%的目标水平。

投资策略：投资级别企债为先

分析完利率走势后，接下来便是各项收益率预测，包括预测波动区间、走势及债券组合中加权存续期及评级的对应。以下将会逐一分析。

收益率波动区间预测：较上季轻微下调

上季以不同角度预测美国10年期国债收益率将在3.76至4.46%间波动。截至今年3月14日，季内高低波幅分别在3.88至4.32%，与预测区间的上下方差距只有0.12及0.14个百分点，预测大致准确。本季沿用相同分析框架，但会作出微调（详细分析可参阅上季《债券》章节）。

首先是实际利率。以联邦利率及美国10年期国债收益率，分别减去美联储作为通胀指标的核心PCE，得出两者实质利率。现时联邦利率上限为5.5%，减去点阵图预示年内将减息75点子，再减去彭博预测未来3季的核心PCE为2.3%，结果显示实质联邦利率应是2.45%。根据过去30年数据，实质联邦利率和实质美国10年期国债收益率的差距平均值为1.24%，按此推算，实质美国10年期国债收益率应为1.21%，再加上预测PCE便是名义利率，结果应为3.51%。与美国10年期国债名义收益率在今年3月14日报4.24%比较，暗示年内10年期国债收益率将下调约73点子，与上文预期利率降幅相若。

过去30年，实质联邦利率和实质美国2年期国债收益率的差距平均值为负0.26%，故2年期名义收益率应是5.01%，相较今年3月14日时，2年期名义收益率报4.66%，暗示年内2年期国债收益率将下调约35点子，降幅较10年期为低，意味收益率曲线倒挂情况不会短期内解决。

另外，引用上季分析，过去50年各利率周期中，在首次减息前，美国10及2年期国债收益率普遍提前下跌，降幅较联邦利率最终减息幅度多约43及52%。如剔除1976年极端数据，两者比例大约47及51%。参考上文分析，年内预期减息约75点子，10及2年期收益率在今年3月14日分别报4.24及4.66%，以此推算，10及2年期收益率应报3.92及4.27%，如剔除1976年数据，两者应报3.89及4.28%。

其次，同样引用上季分析，不论最终减息结果，历年美国10及2年期国债收益率在首次减息前平均跌幅为1.20及2.10%，以10及2年期收益率在今年3月14日分别报4.24及4.66%推算，两项收益率的合理值为3.04及2.56%。剔除1976年极端情况后，平均跌幅为1.00及1.40%，10及2年期合理收益率则分别为3.24及3.26%。

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。数据截至今年3月14日，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年期国债收益率为应变数(Dependent Variable)，最后透过3项维度矩阵得出综合预测。各维度包括：

- 以联邦利率报5.5%为起点，以每25点子幅度下降至3.75%；
- 以按年CPI报3.0%为起点，以每25点子幅度下降至1.5%；
- 以按年GDP报2.5%为起点，以每50点子幅度下降至1.0%。

债券

美国 10 年期国债收益率预测矩阵

		按年 CPI (%)							按年 CPI (%)								
		GDP=2.5%	3.00	2.75	2.50	2.25	2.00	1.75	1.50	GDP=2.0%	3.00	2.75	2.50	2.25	2.00	1.75	1.50
联邦利率 (%)	5.50	4.90	4.92	4.94	4.95	4.97	4.99	5.01	5.50	4.87	4.89	4.91	4.92	4.94	4.96	4.98	
	5.25	4.75	4.77	4.79	4.80	4.82	4.84	4.86	5.25	4.72	4.74	4.76	4.77	4.79	4.81	4.83	
	5.00	4.60	4.62	4.64	4.65	4.67	4.69	4.71	5.00	4.57	4.59	4.61	4.62	4.64	4.66	4.68	
	4.75	4.45	4.47	4.49	4.50	4.52	4.54	4.56	4.75	4.42	4.44	4.46	4.47	4.49	4.51	4.53	
	4.50	4.30	4.32	4.33	4.35	4.37	4.39	4.41	4.50	4.27	4.29	4.31	4.32	4.34	4.36	4.38	
	4.25	4.15	4.17	4.18	4.20	4.22	4.24	4.25	4.25	4.12	4.14	4.16	4.17	4.19	4.21	4.23	
	4.00	4.00	4.02	4.03	4.05	4.07	4.09	4.10	4.00	3.97	3.99	4.00	4.02	4.04	4.06	4.08	
	3.75	3.85	3.87	3.88	3.90	3.92	3.94	3.95	3.75	3.82	3.84	3.85	3.87	3.89	3.91	3.92	
		GDP=1.5%	3.00	2.75	2.50	2.25	2.00	1.75	1.50	GDP=1.0%	3.00	2.75	2.50	2.25	2.00	1.75	1.50
联邦利率 (%)	5.50	4.84	4.86	4.88	4.90	4.91	4.93	4.95	5.50	4.81	4.83	4.85	4.87	4.88	4.90	4.92	
	5.25	4.69	4.71	4.73	4.75	4.76	4.78	4.80	5.25	4.66	4.68	4.70	4.72	4.73	4.75	4.77	
	5.00	4.54	4.56	4.58	4.59	4.61	4.63	4.65	5.00	4.51	4.53	4.55	4.57	4.58	4.60	4.62	
	4.75	4.39	4.41	4.43	4.44	4.46	4.48	4.50	4.75	4.36	4.38	4.40	4.42	4.43	4.45	4.47	
	4.50	4.24	4.26	4.28	4.29	4.31	4.33	4.35	4.50	4.21	4.23	4.25	4.26	4.28	4.30	4.32	
	4.25	4.09	4.11	4.13	4.14	4.16	4.18	4.20	4.25	4.06	4.08	4.10	4.11	4.13	4.15	4.17	
	4.00	3.94	3.96	3.98	3.99	4.01	4.03	4.05	4.00	3.91	3.93	3.95	3.96	3.98	4.00	4.02	
	3.75	3.79	3.81	3.83	3.84	3.86	3.88	3.90	3.75	3.76	3.78	3.80	3.81	3.83	3.85	3.87	

资料来源：彭博，数据截至2024年3月14日

美国 2 年期国债收益率预测矩阵

		按年 CPI (%)							按年 CPI (%)								
		GDP=2.5%	3.00	2.75	2.50	2.25	2.00	1.75	1.50	GDP=2.0%	3.00	2.75	2.50	2.25	2.00	1.75	1.50
联邦利率 (%)	5.50	4.33	4.34	4.36	4.37	4.39	4.40	4.42	5.50	4.29	4.31	4.32	4.34	4.35	4.37	4.38	
	5.25	4.15	4.16	4.18	4.19	4.21	4.22	4.24	5.25	4.11	4.13	4.14	4.16	4.17	4.19	4.20	
	5.00	3.97	3.98	4.00	4.01	4.03	4.04	4.06	5.00	3.93	3.95	3.96	3.98	3.99	4.01	4.02	
	4.75	3.79	3.80	3.82	3.83	3.85	3.87	3.88	4.75	3.76	3.77	3.79	3.80	3.82	3.83	3.85	
	4.50	3.61	3.63	3.64	3.66	3.67	3.69	3.70	4.50	3.58	3.59	3.61	3.62	3.64	3.65	3.67	
	4.25	3.43	3.45	3.46	3.48	3.49	3.51	3.52	4.25	3.40	3.41	3.43	3.44	3.46	3.47	3.49	
	4.00	3.25	3.27	3.28	3.30	3.31	3.33	3.34	4.00	3.22	3.23	3.25	3.26	3.28	3.29	3.31	
	3.75	3.07	3.09	3.10	3.12	3.13	3.15	3.16	3.75	3.04	3.05	3.07	3.08	3.10	3.11	3.13	
		GDP=1.5%	3.00	2.75	2.50	2.25	2.00	1.75	1.50	GDP=1.0%	3.00	2.75	2.50	2.25	2.00	1.75	1.50
联邦利率 (%)	5.50	4.26	4.27	4.29	4.30	4.32	4.33	4.35	5.50	4.22	4.24	4.25	4.27	4.28	4.30	4.31	
	5.25	4.08	4.09	4.11	4.12	4.14	4.15	4.17	5.25	4.04	4.06	4.08	4.09	4.11	4.12	4.14	
	5.00	3.90	3.92	3.93	3.95	3.96	3.98	3.99	5.00	3.87	3.88	3.90	3.91	3.93	3.94	3.96	
	4.75	3.72	3.74	3.75	3.77	3.78	3.80	3.81	4.75	3.69	3.70	3.72	3.73	3.75	3.76	3.78	
	4.50	3.54	3.56	3.57	3.59	3.60	3.62	3.63	4.50	3.51	3.52	3.54	3.55	3.57	3.58	3.60	
	4.25	3.36	3.38	3.39	3.41	3.42	3.44	3.45	4.25	3.33	3.34	3.36	3.37	3.39	3.40	3.42	
	4.00	3.18	3.20	3.21	3.23	3.24	3.26	3.27	4.00	3.15	3.16	3.18	3.19	3.21	3.22	3.24	
	3.75	3.00	3.02	3.03	3.05	3.06	3.08	3.09	3.75	2.97	2.99	3.00	3.02	3.03	3.05	3.06	

资料来源：彭博，数据截至2024年3月14日

以上矩阵的信赖区间 (Confidence Interval) 为 95%，判定系数 (R2) 结果分别高达 83 及 94%，反映除非 3 项经济数据在未来超出了分析范围，否则分析结果可信度高。再在矩阵中找出平均值及标准差，最后得出美国 10 及 2 年期国债收益率各项综合结果如下：

GDP (%)	矩阵 (10 年期)		矩阵 (2 年期)	
	平均值	标准差	平均值	标准差
2.5	4.43	0.35	3.75	0.42
2.0	4.37	0.35	3.68	0.42
1.5	4.40	0.35	3.71	0.42
1.0	4.34	0.35	3.64	0.42
平均值	4.38	0.35	3.69	0.42

资料来源：彭博，数据截至 2024 年 3 月 14 日

综合上述所有分析结果，列出各条件的推算，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	3.51	5.01
与全期减息幅度占比 (全数)	3.92	4.27
与全期减息幅度占比 (剔除 1976 年案例)	3.89	4.28
利率见顶至第 1 次减息前幅度 (全数)	3.04	2.56
利率见顶至第 1 次减息前幅度 (剔除 1976 年案例)	3.24	3.26
回归分析结果 (平均值)	4.38	3.69
总平均值	3.66	3.85

资料来源：彭博，数据截至 2024 年 3 月 14 日

除非经济数据最终超出分析的设定范围，否则美国 10 及 2 年期国债收益率的合理水平应是约 3.66 及 3.85%。另外以正负 1 个标准差为限，10 年期国债收益率浮动区间应在 3.31 至 4.01% 之间，而 2 年期则为 3.43 至 4.27%。

不论平均值或浮动区间，整体结果都较上季轻微下降。如果未来经济大幅波动，或美联储进一步阐述减息的路线图，以上数据才须作出修正。

收益率走势预测：早起鸟儿有虫吃

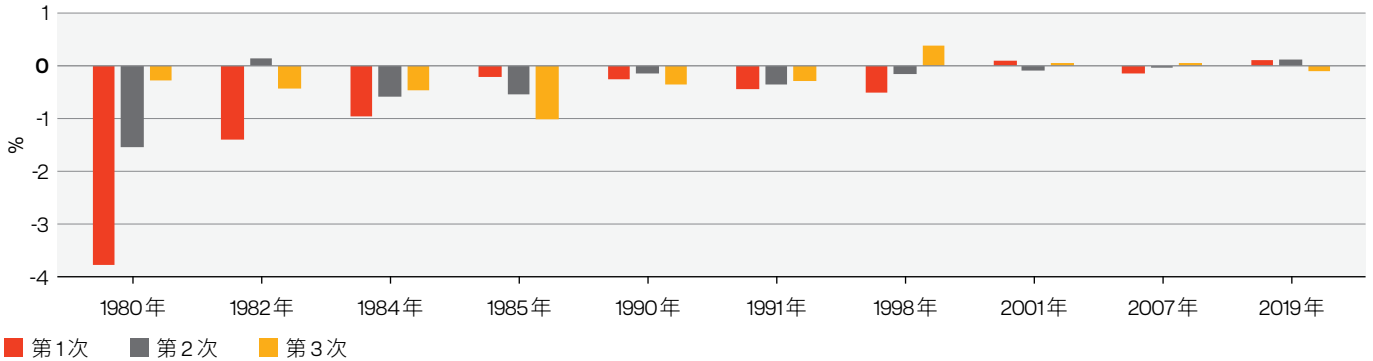
减息有利债市是投资市场的基本认知，超前部署往往是投资回报多寡的关键。引述上文持续减息 3 次的案例，并以美国 2 及 10 年期国债收益率在首 3 次减息后的各次变化作分析。首先观察 2 年期数据，收益率整体下跌占比近 77%，佐证减息普遍有利债市的理论。各次分布上，首两次机率相同报 80%，第 3 次为 70%，愈早投入得到正回报率愈高，反映早着先机的重要性。从年份分布上来看，1998 年之前整体下跌占比近 94%，相反 1998 年或以后只有 50%，反映近代减息不一定有利债市。而且收益率变化上亦明显低过 1998 年之前，当中可能与长期低利率及金融产品多样化削弱债券的吸引力有关。

同样分析套用在 10 年期收益率数据，收益率整体下跌占比只有 61%，反映首 3 次减息未必对长债有利。各次分布上，首次机率报 73%，第 2 及 3 次同报 55%，反映愈早投入得到正回报率愈高。年份分布上同样是以 1998 年为分水岭，在这之前整体下跌占比近 86%，但其后结果只有 17%，分野之大警示投资者的是近代减息初期未必对长债有利。而且传统操作上减息时应延长债券组合的存续期，但注意在减息初期不应太过进取，否则结果可能适得其反。



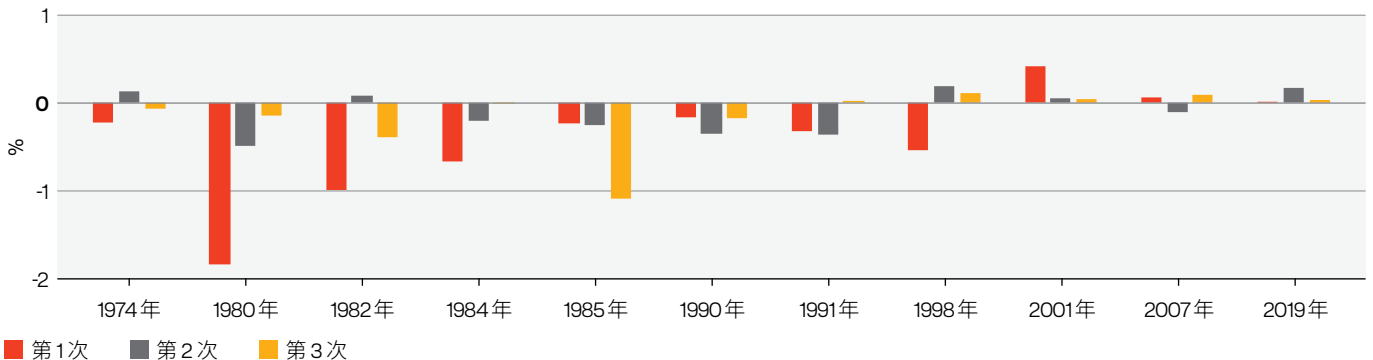
债券

利率见顶后减息第1至3次期间美债2年期收益率各次变化



资料来源：彭博，数据截至2024年3月14日

利率见顶后减息第1至3次期间美债10年期收益率各次变化

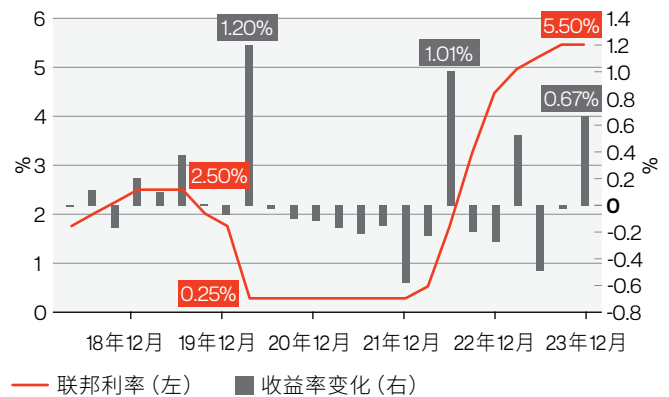


资料来源：彭博，数据截至2024年3月14日

另外，上文分析了本届美联储主席鲍威尔自2018年执掌后，实际利率与点阵图中位数出现明显落差。本届委员惯性的口不对心会否扰乱投资者部署？参考由2018至2023年间数据，找出联邦利率与中位数的差距代表利率预测的风险，再减去美国2年期国债收益率按季变化。0值反映市场完全受美联储委员会主导，负值即市场情绪及反应明显受利率落差影响，反之亦然。

结果显示整体负值比例高见63%，反映美联储正主导投资者情绪。可能因鲍威尔任内每次在会后声明中发挥其高超的修辞技巧，及各委员其后多次及重复公开地释出互相矛盾的言论，令投资者无所适从。就算如何挑战固有认知，甚至美联储“打倒昨日的我”，最后投资者只好跟随美联储的指挥棒起舞，亦突显了美联储非常成功地对市场作好预期管理。数据也显示每当利率出现实际变化时，市场受影响程度趋升，尤其2020及2022年当利率急升急降时，投资者反应激烈。近月市场再度憧憬美联储启动第1次减息，超过半年等待减息所累积的爆发力，令投资者对每项消息都非常敏感，暗示愈临近利率拐点，市场波动愈趋升。结果亦吻合上文分析，短期内投资者应更注意风险管理。

联邦利率及美国2年期国债收益率相对变化



资料来源：彭博，数据截至2024年3月14日

存续期部署：杠铃式年期分布较可取

利率预期将以小幅度下降，而长短年期的收益率变化在数据上差异颇大。债券组合的存续期应如何部署，以便为即将来临的减息做好准备？

抽出过去30年利率变化数据，配合彭博美国累计债券指数中不同年期债券组合的表现，分拆为1至3年期、3至5年期、5至7年期、7至10年期及10年期以上共5种债券年期。因预期未来只会酌量减息，市场普遍料减3次共75点子。因此，收窄分析范围至首3次减息为标准，再计算各债券指数在首次减息后3及6个月，和当次停止减息后6个月的表现。表列结果如下：

首次减息后3个月		彭博美国累计总回报指数表现 (%)				
年份	减息幅度 (%)	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
1998	-0.75	0.8	0.5	0.2	0.0	-0.2
2001	-4.75	1.9	1.6	1.4	0.9	-1.0
2007	-3.25	2.1	2.8	3.0	3.4	3.8
2019	-0.75	1.1	1.5	1.7	3.0	5.7
2020	-1.50	0.9	1.8	3.7	5.7	6.2
首次减息后6个月		彭博美国累计总回报指数表现 (%)				
年份	减息幅度 (%)	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
1998	-0.75	1.6	1.2	0.2	-0.8	-3.6
2001	-4.75	4.2	4.5	4.3	4.2	3.9
2007	-3.25	4.6	5.2	5.5	5.4	4.6
2019	-0.75	1.9	2.8	3.1	5.4	10.1
2020	-1.50	1.0	2.1	4.5	7.1	7.5
停止减息后6个月		彭博美国累计总回报指数表现 (%)				
年份	减息幅度 (%)	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
1998	-0.75	1.5	0.8	0.1	-1.2	-4.9
2001	-4.75	2.6	3.9	4.2	4.5	3.1
2007	-3.25	0.2	-1.9	-3.3	-4.9	-10.1
2019	-0.75	2.6	4.0	4.7	4.6	9.8
2020	-1.50	1.0	2.1	4.5	7.1	7.5

资料来源：彭博，数据截至2024年3月15日

债券

首先，当次最终减息的幅度对5种年期的债券指数表现在时间性上没有明显分别，即就算今次预测利率变化的时间有欠准确，对日后存续期的安排没有太大影响。

其次，3项减息后共5种年期分类的债券指数表现中，不论计算减息后时间，最大或最小回报值都集中在10年期以上，反映愈长年期对利率敏感度愈高的传统智慧。以当时减幅观察，减幅愈小回报愈高，但减幅愈大对回报影响并不明显。不对称表现反映投资者对大幅度减息存在经济上的隐忧，投资决定偏向保守。而未来预测减息轻微，即有利长债的表现。

最后，在过去30年5次减息年份当中，把每个年份的5种年期分类的债券指数表现依高低排序，并计算出获得首席的次数。结果如下：

时区	表现列为首席次数				
	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
首次减息后3个月	2	0	0	0	3
首次减息后6个月	1	1	1	0	2
停止减息后6个月	2	0	0	1	2
总次数	5	1	1	1	7

资料来源：彭博，数据截至2024年3月15日

结果非常明显，不论减息或停止减息后短期内最佳表现者为10年期以上债券，但1至3年期指数表现也绝不输蚀，而3至10年期表现明显落后。上述分析确立了减息初期，债券组合的存续期愈长，对组合回报愈有利。不过，在实际部署时，应透过杠铃型态投资方式，通过买入较多1至3年期和10年期以上的债券，令最终加权存续期朝向中间年期。这点亦回应上文2和10年期债券表现在减息前大幅波动的原因。

债券种类：利差收窄有利企业债券

2023年第2至4季预测美国国债收益率曲线将出现“熊式走峭”形态，10减去2年期之利差负值，即所谓曲线倒挂形势预计将逐步减少。2023年7月当美国利率见顶后，此利差便由最大约负108点子反覆朝向正值，虽然曾低见负20点子水平后又再次扩大，但截至今年3月15日，该利差仍只徘徊在40点子水平。表现与去年整体预测相若。

未来当第1次减息出现时，预期利差将会有序减少直到消失，完成最后阶段的曲线正常化。参考上述同样数据，而时段上集中在第1次减息后3及6个月，彭博美国国债累计及企业债券累计表现。首先关注利差走势，结果如下：

年份	减息幅度 (%)	美国国债10减去2年期之收益率差距 (点子)		
		首次减息后3个月	首次减息后6个月	首3至6个月差距
1998	-0.75	-17.7	-3.3	14.4
2001	-4.75	55.2	68.2	13.0
2007	-3.25	39.0	123.6	84.7
2019	-0.75	2.3	4.7	2.5
2020	-1.50	8.4	13.3	4.9

资料来源：彭博，数据截至2024年3月15日

利差上除了1998年数据，其他年份皆出现持续上升，支持今年减息后负利差将有序收窄的预测。数据上减息幅度愈大，利差升势愈大。反观本次预测减息幅度轻微，利差升势亦较温和。最重要是减息3至6个月后5个年份全数上升，反映减息初期利差还有点起伏，但3个月后便明显走高，暗示本次倒挂在减息后约6个月才消失的机会偏高，即完成正常化需时。

另外，我们在2023年时的分析多建议债券组合中超配国债。由于曲线产生的利差及震荡将溢出利率风险，再蔓延至债券市场。不稳定性提升推高企债的信贷息差，再随评级高低不同受到不同程度的负面影响，资金避险时会涌入国债，所以当时建议提升国债比重是上策。

但今天曲线正常化将步入最后阶段，企业债券表现将会冒起，当中投资评级表现将较高息类别优胜。同样根据上述利差收窄的分析及历史时段，以彭博美国国债累计及美国企债累计指数作代表，比较美国国债与企债在各年份中表现，分析结果如下：

年份	减息幅度 (%)	首次减息后3个月表现 (%)		首次减息后6个月表现 (%)		首3至6个月差距 (%)	
		国债	企债	国债	企债	国债	企债
1998	-0.75	-0.1	0.6	-1.8	-0.1	-2.1	-1.5
2001	-4.75	0.3	1.1	3.6	5.3	3.6	2.3
2007	-3.25	4.0	2.0	8.6	1.8	1.8	-15.1
2019	-0.75	2.6	3.1	4.2	6.1	8.0	2.0
2020	-1.50	0.5	9.0	0.6	10.7	0.6	10.7

资料来源：彭博，数据截至2024年3月15日

过去30年共5次当利率拐点出现时，有4次不论在减息后首3及6个月后或是3至6个月之间，企债表现都是占优。只有2007年时是国债占优，当中料与促使当时减息的原因有关。细心观察以上5次拐点都是在全球经济面对巨大震动之后出现：1998年的亚洲金融风暴、2001年的科网泡沫、2007年的金融海啸、2019年的美联储持续加息及2020年全球疫情。根据上述美国金融状态及《宏观经济》中有关美国经济的分析，排除了美国将出现如2007年的金融海啸，故不论未来什么原因迫使美联储减息，利差收窄来临前投资者应加大债券组合中企债比重。

最后，依据穆迪评级界定投资级别中各评级与高息综合指数比较，并以1作为表现优胜标志。分析结果如下：

年份	减息幅度 (%)	首次减息后3个月各评级表现 (%)				首次减息后6个月各评级表现 (%)				首3至6个月差距表现 (%)			
		Aaa	Aa	A	Baa	Aaa	Aa	A	Baa	Aaa	Aa	A	Baa
1998	-0.75	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
2001	-4.75	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
2007	-3.25	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
2019	-0.75	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
2020	-1.50	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0

资料来源：彭博，数据截至2024年3月15日

投资级别债券中，表现大部分都较高息综合指数优胜（比例约62%），但非百分百跑赢，尤其在1998及2020年时差不多全军覆没。反观优势出现的年期，利率拐点全数与美国市场有关，包括2001年的科网泡沫、2007年的金融海啸及2019年美联储加息。未来的风险因素主要是AI狂热及近两年不断加息的后果，归纳而言，投资者应在第1次减息来临前加大投资级别企业债券比重。

本章总结：

- 虽然没有减息迫切性，但债券供需双方早已各自谋动
- 无疑减息即将启动，但料幅度偏少及以颠簸走势为主
- 预测美国10年期国债收益率浮动区间应在3.31至4.01%之间
- 应有序上调债券组合中的存续期，并提早增加投资级别企债比重

债券

东亚联丰投资团队

亚洲高收益债券具投资吸引力，尤其看好印度和印尼

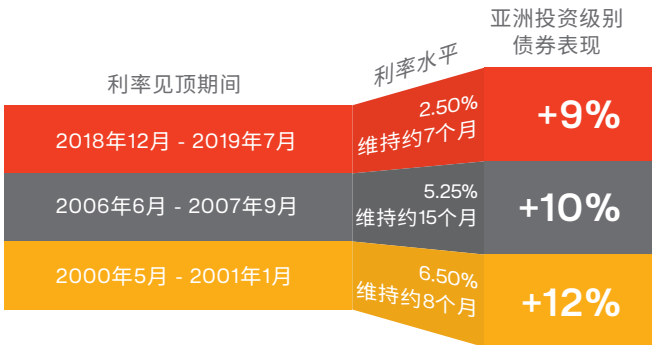
投资者需要保持投资，灵活调配，以便享受息口变化带来的机遇

亚洲投资级别和高收益债券基本面稳健，收益率也吸引。尤其当亚洲区通胀可控，亚洲企业融资成本低，高收益债券违约风险较低，将为该板块带来支持。从多元资产配置角度来看，东亚联丰投资团队相信，亚洲高收益债券今年会有好表现，并且为投资级别债券提供互补作用。同时，团队目前看淡现金。

亚洲投资级别债券息率高，看好中国、南韩和印尼

亚洲投资级别债券的有效收益率为5.2%，美国投资级别债券则只有4.5%。而亚洲投资级别债券的存续期只是5.1年，相比美国的6.5年较短。在亚洲区内，中国、南韩、印尼的投资级别债券有不少投资机会，收益率吸引，基本面也稳健。

利率见顶横期间，亚洲投资级别债券已开始上涨



资料来源：彭博。利率见顶期间数据分别由2000年5月16日至2001年1月2日；由2006年6月29日至2007年9月17日；由2018年12月19日至2019年7月30日。亚洲投资级别债券代表指数为ICE美银亚洲货币投资级别企业指数，表现并不反映东亚联丰亚太区多元收益基金表现

因应监管风险降和估值相对低，东亚联丰投资团队看好中国科技、媒体和电讯(TMT)的投资级别债券。当中信贷评级A级和BBB级两者之间息差吸引，亦有收窄空间。高息和高啤打的国有企业信贷状况有所改善，重拾投资价值。其中，30年长债的供应更是有限，市场需求殷切，因此特别受到我们的青睐。以美元计价的亚洲投资级别债券供应少，收益率较在岸债券高，故以美元计价的债券特别受到亚洲和中国投资者追捧。我们相信此趋势会持续，对中国投资级别的债券市场起支持作用。

东亚联丰投资团队继续偏好南韩的投资级别债券，尤其看好金融业。当地的证券、保险次级债和银行的额外一级资本债(AT1)，因为估值吸引，令其价值高于同类评级的债券。同时，南韩证券公司行业监管良好，亦获得政府支持，包括承诺注入流动性等，令团队看好南韩证券公司债券。总体来说，南韩的金融业具良好流动性管理和国内融资渠道，主要证券企业的资产和就业规模大，业务相当稳健。

印尼的半主权债券，包括受政府支持的电力和商品等企业，是另一个具吸引力的投资级别债市。印尼宏观经济条件良好，2023年经济增长为5.05%，加上通胀可控和利率前景稳步向好。同时，当地人口结构健康，经济具结构性增长潜力，企业估值潜力乐观。印尼半主权债券的技术因素亦同样正面。相对于主权债券，半主权债券的息差有收窄空间，具长期投资机会。东亚联丰投资团队目前偏好印尼半主权债券多于主权债。由于供应量不多，30年超长期债券尤其投资价值。

亚洲高收益债券质素良好，尤其看好印度和印尼

亚洲高收益债券收益高兼存续期短。同时，由于亚洲区通胀相对欧美低，国内借贷成本低，企业能够于境内进行融资以偿还境外美元债券，违约风险不高。反观美国，发行高收益债券的企业正面对息口高企令融资成本昂贵的困局，违约风险因而相对提高。因此，东亚联丰投资团队认为美国高收益债券吸引力不及亚洲，当中特别看好印度和印尼的高收益债券。

印度高收益债券的投资机会分布在不同板块，包括机场、钢铁和再生能源等。印度两大机场在载客量增长支持，加上资本支出周期已完成，负债比率预计开始出现改善。机场营运商自今年4月起与政府的收入拆账比例将会降低，有助带动业绩增长。同时，团队继续看好印度可再生能源的高收益债券。由于当地再生能源企业容易获得境内融资，加上得到政府大力支持，行业得以保持韧性。至于印尼，当地很多企业能够利用境内资金和手头现金提前偿还美元债券，能更有效进行债务管理。当中，印尼高收益房地产债券尤被团队看好，因他们受惠融资渠道充裕、估值吸引和政府的利好措施。为刺激国内经济，直至今年6月印尼政府全面免除楼价低于20亿印尼盾须缴交的11%增值税。在限期过后，仍会实施50%的增值税减免。

至于中国房地产高收益债券方面，虽然今年2月中国内地楼市依然疲弱，但已有民营地产商成功出售资产或透过抵押商业投资项目向银行进行贷款融资，相关的趋势正面。因此，东亚联丰投资团队将会物色投资机会，对短期违约风险低的民营发展商作战略性部署。除此之外，受益于国内强劲的旅游需求和新融资渠道，我们增加配置旅游相关的高收益债券，同时增加配置具良好再融资能力和资产出售情况理想的物流债券。

总结

亚洲多国早已结束加息周期。相对美国，亚洲企业融资成本低，加上基本因素稳健，其债券的收益率吸引，因此我们相信今年亚洲高收益债券会有好表现，并且为投资级别债券提供互补作用。投资者需要保持投资，灵活调配，以便享受息口变化带来的机遇。

本章总结：

- 亚洲高收益债券较美国高收益债券吸引
- 中国经济处于结构性调整期，可留意科技、媒体及电讯类投资级别债券



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。另外，有关资料亦未经新加坡金融管理局审查。

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。

东亚联丰投资管理有限公司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。

东亚银行新加坡分行（“东亚新加坡”）是东亚银行海外分行之一。