股票

蓄勢待發

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高級投資策略師 | **陳偉聰**
東亞聯豐投資團隊

東亞銀行財富管理處首席投資策略師 **李振豪**

蓄勢待發

美股有力再創高峰；歐股維持升勢但幅度有限；日股適宜「選股不選市」

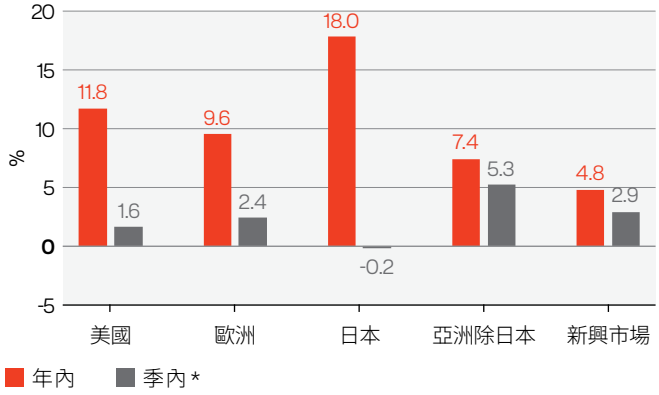
上季標題是《派對之後》。美股、日股及科技行業的「派對」吸引全球資金蜂擁而至，亢奮的投資情緒把基本分析拋諸腦後。不過，數據顯示大戶正有序離場，估值及技術分析等反映市場處於「非常貪婪」狀態，歷史上往往預示調整將近。日股飆升缺乏基本面支持，弱日圓的態勢不會曠日持久，技術指標反映日股較美股更亢奮，料及後調整時間會更長。投資科技股緣於篤信科技可顛覆未來的信念，花巧的冠名式投資及推陳出新的「故事線」為科技股保持投資溫度，「信徒」依然受落。有智慧不如順勢，但投資者也應調整心態，專注科技股的上游行業、嚴控注碼及堅守風險紀律，始能盡情享受股價乘風破浪之快感。過去預測大致與現在結果相若。

本季標題是《蓄勢待發》。雖然技術指標顯示美股調整未止，但假設下半年美聯儲首次降息，美股將再創高峰，升勢並由人工智能相關的科技及通訊行業所領導。綜合包括總統大選前夕各板塊表現等不同分析的結果顯示，本季行業間表現各有千秋，預示投資指數與板塊輪動策略之表現差距不大。歐洲方面，當地經濟表現支持股市，但傳統上持續減息及與美國關係異變都不利走勢。歷年美國總統大選前夕歐股表現突出，但預期升幅將較年初收斂。而日本方面，當地股市正站在分岔口上，模糊的利率政策窒礙股市升勢，擺脫失落30年周期的陰霾仍需時，但個別行業盈利增長突出，適宜「選股不選市」策略。

市場回顧：資金流主宰全球股市

上半年的投資策略核心是當世界愈亂，資金愈會湧進成熟及市值較大的市場。「亂」：除了地緣戰事，中美貿易戰及金融戰迫使資金撤出亞洲，尤其中港市場。「大」：截至2月29日，全球合計總市值首名是美國[1]，達52.6萬億（美元，下同），第2位是中國近11.5萬億，但規模只是美國兩成；第3名是約6.5萬億的日本。《財富》雜誌發布的2023年全球500強企業當中，全球首10位中有6間企業在美國上市[2]。

MSCI國家及地區指數表現



資料來源：彭博，數據截至2024年6月6日
* 季內指由4月1日至6月6日期間

上半年各地股市的表現吻合上述提倡的投資策略核心。參考MSCI各地區指數，年內表現最好依次序是日本、美國及歐洲，亞洲及新興市場明顯落後。不過，單計上季各地區指數表現，日本跌至末席，截至6月6日的第2季錄得負0.2%的回報，年內及季內之表現落差高見18.2個百分點，顯示年內大部分升幅皆集中在首季度。

投資者對歐美股市的亢奮情緒亦急降溫，美股年內及季內表現差距超過10個百分點。正如上季《宏觀策略》內預測，當美國經濟趨弱，便是歐美關係出現變化之時。加上，技術分析預示調整臨近，日本、美國及歐洲3地股市回調符合本行的預期。反觀亞洲除日本及新興市場，年內表現雖較落後，但整體表現平穩，第2季的表現更勝各成熟市場，尤其是中港股市在季內升幅超過10%，帶領亞洲除日本股市獲地區之冠。

[1] 見Visual Capitalist網站，https://www.visualcapitalist.com/the-worlds-biggest-stock-markets-by-country/
[2] 見財富500網站，https://fortune.com/ranking/global500/2023/search/

股票

參考美國投資公司協會提供在美註冊長線基金及交易所買賣基金（ETF）的資金流走向，整體數據如下：

日期（一星期計）	所有類別（億美元）	股票（億美元）		
	總計	總計	美國本土	全球
2024年5月1日	-54	-55	-26	-29
2024年5月8日	213	90	69	21
2024年5月15日	128	66	63	2
2024年5月22日	161	76	72	4
2024年5月29日	-98	-80	-82	2
總額	351	97	97	0

資料來源：美國投資公司協會，數據截至2024年6月3日

所有類別（即包括債券基金等全部數據）與股票基金的資金流向同步。5月首及尾週皆流出，兩周的股票基金淨流出額分別佔總流出額的103及81%，反映所有類別基金的資金流出量差不多由股票基金全數包辦。中間3周則錄得淨流入，股票基金的佔比卻分別只有42、51及47%，反映股票並非投資者的首選。集中分析股票基金，5月總計仍錄得淨流入97億，同期美國本土股票的基金淨流入都是97億，同時非美股市的資金波動偏低，彷彿反映美國就是全球股市的焦點。

另一研究機構EPFR（Emerging Portfolio Fund Research）在6月6日公布的數據顯示[3]，投資者普遍採取觀望立場，股票、債券和貨幣市場基金的淨流入量（以資產管理規模百分比計算）分別為 0.01%、0.07% 和 0.08%。踏入6月，投資者再從日本股票基金撤資，是自3月初以來的第12次資金外流，資金轉為泊於中國股票基金。歐洲股票基金則遭遇6周以來最大的流出。按揭抵押債券基金錄得連續22周流入，銀行貸款基金則錄得年內第18次淨流入。股票指數表現及整體資金流走勢與上季預測相若。

踏入第3季，股票投資應如何部署？

美股前瞻：指數料拾級而上

請注意以下將分成兩個情景進行分析。第一個是基本情景，預期美國經濟未來將會走弱，甚至面臨衰退，並預期在投票日前拜登民望進一步下跌，迫使美聯儲下半年啟動首次減息。第二個是極端情景，觸發點是「以色列—哈瑪斯戰爭」趨向地區性及美國經濟步向滯脹邊緣。兩大情景的詳情可參閱《宏觀策略》及《宏觀經濟》內容，在此不再贅述。

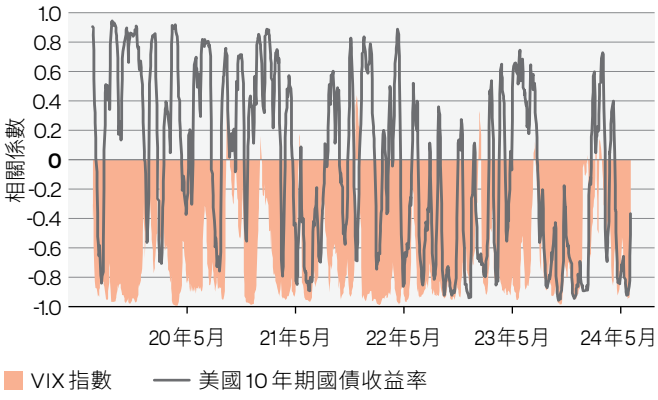
首次減息對指標及指數的延伸影響

《宏觀策略》中已分析美國總統大選年間，美股第3季的表現普遍向好，差異只是升幅多寡。我們也預期美國經濟趨弱時，美聯儲將於下半年在高通脹下啟動首次減息，重申利率拐點在於國內生產總值（GDP）而非美聯儲或華爾街一直掛在口邊的消費物價指數（CPI）。

利率改變將牽動標普500波動率（VIX）指數及美國國債收益率。市場普遍認為收益率上升將不利美股，而VIX指數與美股走勢理應背馳。作為美股兩大風向標，數據上能否支持以上論述？

市場多以「相關係數」（correlation）表達兩項數據走勢的相關性。截至5月31日，分析過去5年每天標普500指數與VIX指數的相關係數，結果顯示負值佔比高見95.7%，暗示超過9成時間兩者呈相反走勢，佐證「VIX主宰美股走勢」的論述。值得注意的是，VIX指數在5月31日高見14.47後走勢反覆，雖然未重返4月15日時約19.23的較高水平，但蠢蠢欲動的走高之勢暗示美股或有另一波的調整。

兩項指數與標普500指數的相關係數



資料來源：彭博，數據截至2024年5月31日

[3] 見EPFR網站，https://epfr.com/insights/global-navigator/funds-benchmarked-to-bitcoin-drive-alternatives-equity-fund-flows-bond-flows-money-market-fund-flows-investor-sentiment-financial-markets-data/

同樣分析套用在美國10年期國債收益率，結果卻截然不同。兩者的負值佔比只有48.8%，暗示少於一半時間美股與收益率間出現相反走勢，反映「債息主宰美股走勢」的論述不盡不實。不過，當中呈現了另一項啟示，相關係數出現負值同時收益率上升及下跌的天數分別各佔約24%，意味每當收益率出現變化，足以遏抑標普500指數走勢。換句話說，收益率愈波動（不一定是升或跌），美股壓力愈大。但注意此結論只有5成機率，可靠性一般。

最後，同樣的分析套用在標普科技行業指數，結果大同小異。與VIX指數及收益率之相關係數出現負值的佔比分別是93.2%及55.6%，整體上VIX指數更可靠。其次與收益率的相關係數出現負值，同時收益率上升及下跌天數各佔約27%，合共近55%，故只要收益率出現變化，都足以窒礙科技行業指數。同樣其機率只稍高於一半，論述成效存疑。

注意相關係數只是顯示兩者走勢的客觀關係，並非因果關係。

減息延伸的另一個論述是減息會較有利中小企業及公用股。參考自1992年行業數據初始之際，並以連續4季加息定義為「加息周期」的準則，再抽出之後首次減息當季起，連續4季各指數的表現。結果如下：

日期（季度計）	%		指數變化（%）			
	聯邦利率	變化	羅素2000	標普500	標普500科技	標普500公用
1995年9月29日	5.75	-0.25	9.5	7.3	5.2	4.3
1995年12月29日	5.5	-0.25	1.8	5.4	-5.8	7.1
1996年3月29日	5.25	-0.25	4.7	4.8	5.2	-3.2
1996年6月28日	5.25	0.00	4.6	3.9	9.5	3.5
2001年3月30日	5	-1.50	-6.8	-12.1	-25.9	-7.6
2001年6月29日	3.75	-1.25	13.9	5.5	12.3	-6.3
2001年9月28日	3	-0.75	-21.1	-15.0	-34.0	-18.6
2001年12月31日	1.75	-1.25	20.6	10.3	34.7	-4.1
2007年9月28日	4.75	-0.50	-3.4	1.6	6.1	1.2
2007年12月31日	4.25	-0.50	-4.9	-3.8	-0.1	6.8
2008年3月31日	2.25	-2.00	-10.2	-9.9	-15.4	-10.7
2008年6月30日	2	-0.25	0.2	-3.2	2.3	7.1
2019年9月30日	2	-0.50	-2.8	1.2	3.0	8.4
2019年12月31日	1.75	-0.25	9.5	8.5	14.0	0.0
2020年3月31日	0.25	-1.50	-30.9	-20.0	-12.2	-14.2
2020年6月30日	0.25	0.00	25.0	20.0	30.1	1.8
平均回報			0.6	0.3	1.8	-1.5
標準差			14.3	10.4	18.0	8.2
最大回報			25.0	20.0	34.7	8.4
最小回報			-30.9	-20.0	-34.0	-18.6
正數比率			56.3	62.5	62.5	50.0

資料來源：彭博，數據截至2024年6月8日

股票

符合上述條件的季度分別出現在1995、2001、2007及2019年，結果顯示羅素2000的平均回報及最大回報皆高於標普500指數，中小型股表現在減息時較有優勢的表證成立。不過，從標準差及最小回報方面來看，皆顯示其風險相對較高，尤其是最大與最小回報差距高達55.9個百分點，反映投資者只求回報而忽視風管的代價極大。

同樣分析套在增長型的科技行業指數及價值型的公用行業指數，結果顯示科技股在平均回報及最大回報有著明顯優勢，但公用股的波動性則明顯偏低。公用股的標準差及極端回報差距分別報8.2及27個百分點，反觀科技股分別報18及68.7個百分點，結果天淵之別。

以上分析結果皆符合在風險狀態中各類投資者的不同投資取態，所謂「百貨應百客」，投資者可各取所需。

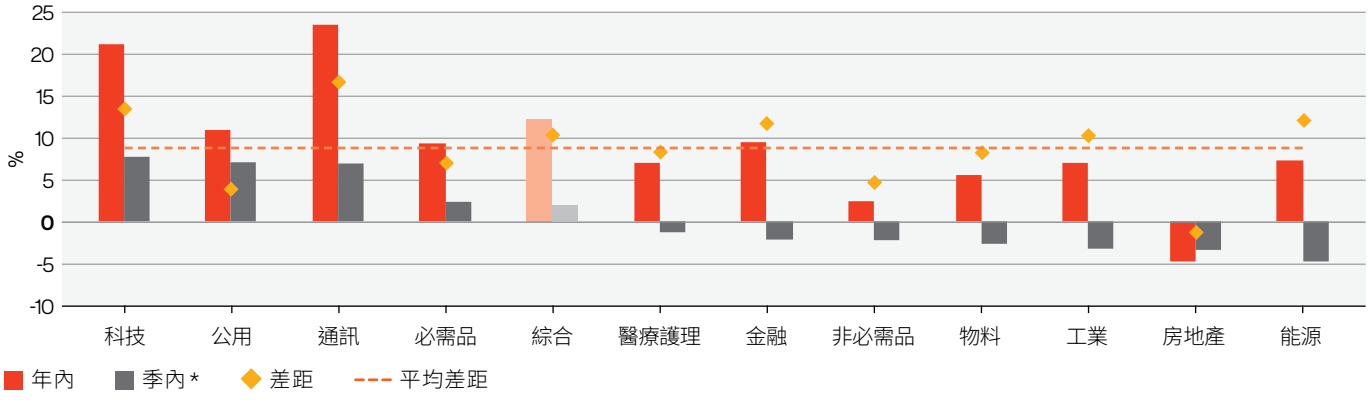
基本情景下美股的行業選擇

世界著名投資者比爾・格羅斯（Bill Gross）在4月接受媒體訪問時表示[4]，隨著美國GDP數據趨弱及美國國債收益率飆升，建議投資者堅持價值型股份，避免投資於科技股。科技股升勢逆轉、預測經濟走弱及看重價值型股份的觀點上，與上季本章節的分析不謀而合。

參考上季表現優異的行業指數，與上季本章節內的建議名單中大致相同。

上季強調科技股並非一股不留，但時移世易，「派對之後」更應分散於價值且防守型股份。參考標普11項行業分類指數的上季表現，優於綜合指數的4大行業中，科技股當然名列前茅，而緊隨其後的是公用、通訊及必需品股。值得一提，公用及通訊股與科技股的表現只差0.7及0.8個百分點，反映芳華正茂的科技股實質並非投資者唯一選擇。另外，上季建議行業名單中的醫療護理行業，其表現緊次於綜合指數表現，排名第5。簡單而言，上季建議的行業名單表現佔據首5位，預測成績斐然。再觀察年內與季內表現差距，公用、必需品及醫療護理行業皆低過所有行業的平均差距，反映這3大行業的穩定性更勝一籌，在經濟環境波動時更顯重要。

標普500指數及其行業指數表現



資料來源：彭博，數據截至2024年6月6日
*季內指由4月1日至6月6日期間

[4] 見彭博網站，https://www.bloomberg.com/news/articles/2024-04-25/bill-gross-says-stick-to-value-over-tech-as-us-yields-soar

本季又應如何作行業部署？直截了當，在基本情景下維持上季策略不變，即科技股配搭價值且防守型股份。

人工智能（AI）熱潮席捲全球，資金不虞匱乏，源源不絕地湧入霸佔行業金字塔頂端的7間科技公司，市場戲稱「美股七雄」（The Magnificent 7，M7）。截至2月29日[5]，美國總市值合計近52.6萬億（美元，下同）成為全球市值之冠，單計M7的市值已高達13.1萬億，佔美股總值近四分之一，市值計僅次於美股總市值並跑贏全球其他市場。該7隻股份的成敗主宰整體美股，甚至影響全球資金流動，市寬之狹窄及風險集中程度令人悚然。

樹大招風，歐洲議會有意立法規管AI發展[6]，包括堵塞AI企業藉漏洞操縱或剝削用戶，保障消費者的投訴權利等。美國司法部和聯邦貿易委員會也將對AI及其相關芯片生產商在行業的主導地位展開反壟斷調查[7]。官方出手整頓正好反映近年AI的野蠻生長已觸動到既得利益層，尸位素餐之徒覬覦箇中盤飧，料將有更多所謂規管AI發展的法律法規出現。除為了削減新生代的氣焰，亦可從中分一杯羹，例如藉設立行業協會為名，透過規範行為及強加守則等以箝制AI發展，最終達至把新生代利益據為己有。歷代創新行業的發展史中，「空手套白狼」的例子多不勝數。

面對種種不利因素，為何仍要投資科技股？一字記之曰：盈利。迄今AI及相關的半導體技術，由硬件製造到軟件研發，只由少數企業掌控。加上全球需求殷切，訂單應接不暇已預示了未來可觀的盈利增長。參考上世紀90年代個人電腦及千禧年代智能手機市場的發展進程，每當領導者的股價或盈利出現輕微下跌，或挑戰者隆重登場之際，領導者便會推出「新一代」型號應市，就算只是作出絲毫的改動，粉絲們也會自動慷慨解囊更新換代，股價自然能重新拾級而上。「護城河」一日未被攻克，資金在別無他選之下唯有繼續高追，當中尤以上游業務者最能受惠。

參考標普500行業分類指數未來3季的盈利增長預測，科技股仍然亮麗，平均值約16%。盈利支持下就算政府有多大的阻撓，科技股表現走樣的情況預期可控。另外，值得注意的是，除科技股外，在盈利增長預測中優於綜合指數的行業還有醫療護理、物料及通訊股。在此重申本季的核心策略，價值且防守型股份實屬一員。順帶一提，只有能源和金融在本季的盈利增長預測是負值，換句話說，未來各行業出現盈利增長的機率高近94%，側線支持「美股第3季整體表現向好」的預測。所有數據表列如下：

行業指數	盈利增長預測（%）			
	今年第3季	今年第4季	明年第1季	平均
醫療護理	17.4	23.8	42.4	27.9
物料	8.8	22.4	20.4	17.2
科技	14.9	15.8	17.7	16.1
通訊	12.1	17.4	8.6	12.7
綜合	**8.2**	**12.7**	**14.0**	**11.7**
工業	8.9	5.4	17.2	10.5
非必需品	3.8	14.2	10.6	9.5
公用	9.9	7.9	3.4	7.1
能源	-0.9	1.4	17.7	6.1
房地產	4.6	9.1	3.9	5.9
必需品	5.0	5.4	4.5	5.0
金融	-0.2	8.7	3.4	4.0

資料來源：彭博，數據截至2024年6月8日

[5] 見Visual Capitalist網站，https://www.visualcapitalist.com/the-worlds-biggest-stock-markets-by-country/

[6] 見歐洲議會網站，https://www.europarl.europa.eu/news/en/press-room/20240308IPR19015/artificial-intelligence-act-meps-adopt-landmark-law

[7] 見紐約時報網站，https://www.nytimes.com/2024/06/05/technology/nvidia-microsoft-openai-antitrust-doj-ftc.html

股票

基本情景假設美國經濟在下半年持續走弱，迫使美聯儲啟動首次減息。沿用上文的分析套路，參考自1992年行業數據初始之際，以連續4季加息作為「加息周期」的準則，再抽出之後首次減息的季度表現，反映高利率結束後各行業當季表現作分析。結果如下：

首次減息季度	當時利率 (%)	減息幅度 (%)	標普500行業分類指數表現 (%)										
			科技	公用	能源	醫療護理	非必需品	必需品	工業	金融	通訊	房地產	物料
1995年9月29日	5.75	-0.25	5.2	4.3	1.2	13.2	2.2	6.8	5.8	14.9	16.8	N/A	2.4
2001年3月30日	5.00	-1.50	-25.9	-7.6	-6.7	-15.0	-0.2	-10.2	-10.8	-10.0	-1.2	N/A	-6.2
2007年9月28日	4.75	-0.50	6.1	1.2	9.4	0.6	-6.5	4.2	5.4	-4.9	1.4	2.3	4.4
2019年9月30日	2.00	-0.50	3.0	8.4	-7.2	-2.7	0.2	5.4	0.5	1.4	1.8	6.9	-0.7
平均回報			-2.9	1.6	-0.8	-1.0	-1.1	1.5	0.2	0.4	4.7	4.6	0.0
標準差			15.4	6.8	7.8	11.6	3.8	7.9	7.7	10.8	8.2	3.3	4.6
比例			-0.2	0.2	-0.1	-0.1	-0.3	0.2	0.0	0.0	0.6	1.4	0.0
最大回報			6.1	8.4	9.4	13.2	2.2	6.8	5.8	14.9	16.8	6.9	4.4
最小回報			-25.9	-7.6	-7.2	-15.0	-6.5	-10.2	-10.8	-10.0	-1.2	2.3	-6.2
比例 (絕對值)			0.2	1.1	1.3	0.9	0.3	0.7	0.5	1.5	14.3	3.1	0.7
按年排名首3位次數			1	1	1	1	1	1	1	1	2	1	1
按年排名尾3位次數			1	0	2	3	2	0	1	1	0	0	2
排名差距			0	1	-1	-2	-1	1	0	0	2	1	-1
正值回報次數			3	3	2	2	2	3	3	2	3	2	2
結果			**1**	**3**	**0**	**0**	**0**	**2**	**1**	**1**	**4**	**3**	**1**

資料來源：彭博，數據截至2024年6月8日

上述分析中設立了4大指標，包括平均回報與標準差比例 (愈高愈好)、最大及最小回報比例 (愈高愈好)、排名次數差距 (愈高愈好) 及正值回報次數 (愈多愈好)，最後在各指標中排名首3位者給予1分。最終得出綜合得分首3高的行業分別是通訊、公用及房地產。

最後，引述《宏觀策略》中分析，過去10屆美國總統大選年間，美股在第3季的表現完勝其他資產，因此本季維持增持美股的策略。把同一套路放在行業分析，由於只有自1992年以來的行業數據，故共有8屆數據。整體表現數據如下：

選舉年的第3季	標普500行業分類指數表現 (%)										
	科技	公用	能源	醫療護理	工業	非必需品	必需品	通訊	房地產	金融	物料
1992年	-3.9	4.8	6.2	-3.3	1.8	2.0	8.0	6.5	N/A	1.2	-4.1
1996年	9.3	-4.8	0.9	6.4	4.0	-1.7	1.6	-10.4	N/A	7.5	4.4
2000年	-14.0	31.9	8.0	-0.5	8.5	-5.3	1.7	-11.2	N/A	23.3	-8.3
2004年	-10.0	5.7	10.4	-5.7	-0.5	-1.4	-6.1	5.5	4.6	-0.2	3.0
2008年	-12.1	-18.7	-24.9	0.0	-9.1	-1.0	4.1	-15.7	0.9	-0.1	-22.9
2012年	7.0	-1.5	9.5	5.6	3.0	7.1	3.1	6.8	0.4	6.4	4.5
2016年	12.4	-6.7	1.6	0.5	3.6	2.5	-3.3	-6.6	-2.9	4.0	3.2
2020年	11.7	5.2	-20.9	5.4	12.0	14.9	9.6	8.7	1.2	3.8	12.7
平均回報	0.1	2.0	-1.2	1.0	2.9	2.1	2.3	-2.0	0.8	5.8	-1.0
標準差	11.2	14.6	13.9	4.4	6.2	6.3	5.2	9.9	2.6	7.6	10.9
比例	0.0	0.1	-0.1	0.2	0.5	0.3	0.4	-0.2	0.3	0.8	-0.1
最大回報	12.4	31.9	10.4	6.4	12.0	14.9	9.6	8.7	4.6	23.3	12.7
最小回報	-14.0	-18.7	-24.9	-5.7	-9.1	-5.3	-6.1	-15.7	-2.9	-0.2	-22.9
比例 (絕對值)	0.9	1.7	0.4	1.1	1.3	2.8	1.6	0.6	1.6	96.3	0.6
按年排名首3位次數	3	2	3	2	3	2	2	2	1	3	1
按年排名尾3位次數	3	4	2	2	1	1	2	3	2	1	3
排名差距	0	-2	1	0	2	1	0	-1	-1	2	-2
正值回報次數	4	4	6	4	6	4	6	4	4	6	5
結果	**0**	**1**	**2**	**0**	**3**	**2**	**2**	**0**	**0**	**4**	**0**

資料來源：彭博，數據截至2024年6月8日

沿用上述4大分析指標，最終得分最高首5位的行業，分別是金融，工業，以及同得2分的能源、非必需品和必需品。

綜合上述不同分析，列出表現優異的行業指數，表列如下：

分析範圍	優異表現行業 (由左至右順序優次)				
盈利增長預測	醫療護理	物料	科技	通訊	—
首次減息	通訊	公用	房地產	—	—
大選年	金融	工業	能源	非必需品	必需品

股票

綜合結果非常有趣，全數11個行業分類皆出現在上表當中，但只有通訊行業出現多於1次，預期在基本情景下，各行業表現僅得輕微差異。疊加宏觀分析，重申維持上季策略不變：科技股配搭價值且防守型股份。

極端場景：滯脹風險升溫

美國經濟當下風雨如晦，極端風險若隱若現。過去50年美國只出現過5次滯脹，而大多與中東戰事及能源危機有關，分別出現在1974、1975、1980及1991年。當中只有1次與戰事或能源危機無關，便是2022年第2季疫情大流行後出現短期滯脹，詳情不在此贅述。由於標普500行業分類指數始於1992年，歷史上唯有參考2022年當季數據。

標普500指數在該季急挫16.4%，跌幅較綜合指數更大的行業依次序分別是非必需品、通訊、科技及金融。除通訊行業外，其餘皆為周期性或高啤打值行業。跌幅只有單位數依次序分別是必需品、公用、能源及醫療護理。除能源外，其餘皆為非周期或低啤打值行業。滯脹期間行業間表現壁壘分明，反映滯脹期間的投資策略無須花巧。歷代滯脹出現時，全球避險情緒高漲，各地股市表現不濟，美股亦不能涅而不緇（分析內容可參閱《宏觀策略》章節）。須要留意的是，美國在7月下旬將公布上季GDP數據，如果延續跌勢，就算各財金官員或華爾街大行如何處處維護，但一葉知秋，當時理應果斷地加強防守性策略。

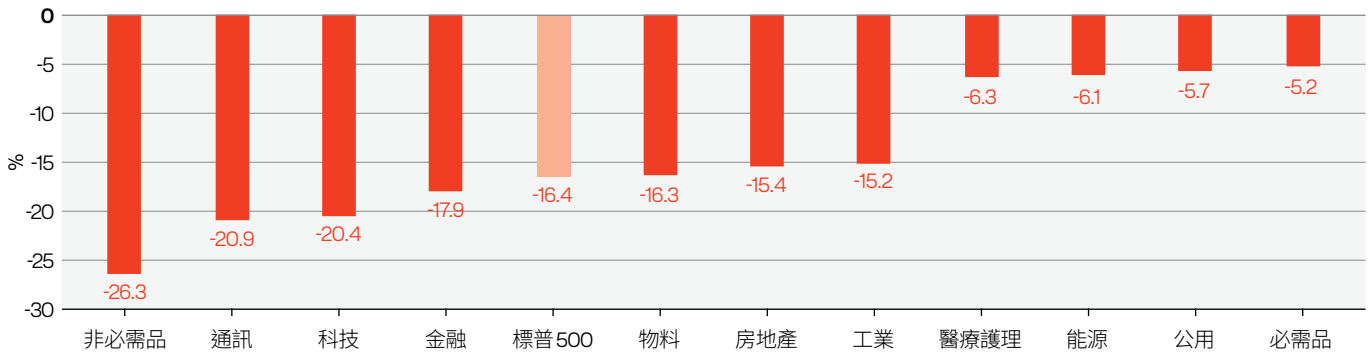
預測本季標普500指數最高為5,886點

在基本情景下，綜合未來盈利增長預測、大選年間及首次減息的分析，料美股升勢將會持續。假設沒有極端事件發生，參考6月7日標普500指數收市報5,347點，其時預測市盈率為22.1倍，以過去3年預測市盈率最高首兩位數值作為投資者可接受的估值範圍，即分別是23.4及24.0倍，推算標普500指數本季的目標範圍介乎5,661至5,807點。

標普500指數及其預測市盈率

資料來源：彭博，數據截至2024年6月8日

2022年美國滯脹時當季標普500及其行業指數表現



資料來源：彭博，數據截至2024年6月8日

同時，參考6月7日標普500指數的每股盈利（EPS）報228.06美元，配合上述未來3季盈利增長約11.7%，即約254.74美元。再配合估值範圍，推算預期目標價約為5,961至6,114點。最後，簡單計算4組目標價的平均值，報約5,886點，並作為本季標普500指數的目標水平。

非美地區：預期歐日股市走勢各異

亞洲科技股潛力巨大

不能否認科技股表現如日中天，堪稱行業翹楚的芯片製造商一舉躍升為全球市值前列企業。無疑，國際焦點絕大部分都放在美股的科技股之中，但不同市場都有科技股，美股以外是否不屑一顧？

以MSCI美國、歐洲、亞洲除日本、日本及新興市場的科技股指數作為5大國家及地區性代表，並以2年期、1年期、年內及上季4個不同時段的表現進行分析。結果顯示，2年回報中成熟市場（歐、美、日）的平均回報高達61.9%，亞洲除日本及新興市場則為26.5%，高下立見。

半導體行業近年外溢至其他地區，尤其是亞洲市場，例如台灣、南韓及印度，刺激當地相關股份的股價持續攀升。雖然各時段的首2位最佳表現者，依然是歐美股市，但與其他3個地區的差距明顯收窄，反映非歐美地區的科技股潛力更大。例如，亞洲除日本及新興市場的科技股指數，年內與歐美表現差距只有6至8個百分點，季內更只有3個百分點。

表現較令人失望的是日本，除了上季是唯一出現負回報的市場之外，年內較亞洲除日本指數亦只高出2.1個百分點，比較2年前差距達25.6個百分點，反映曾貴為全球科研大國的日本，近年受亞洲區內其他國家及地區追趕，已不復當年勇。

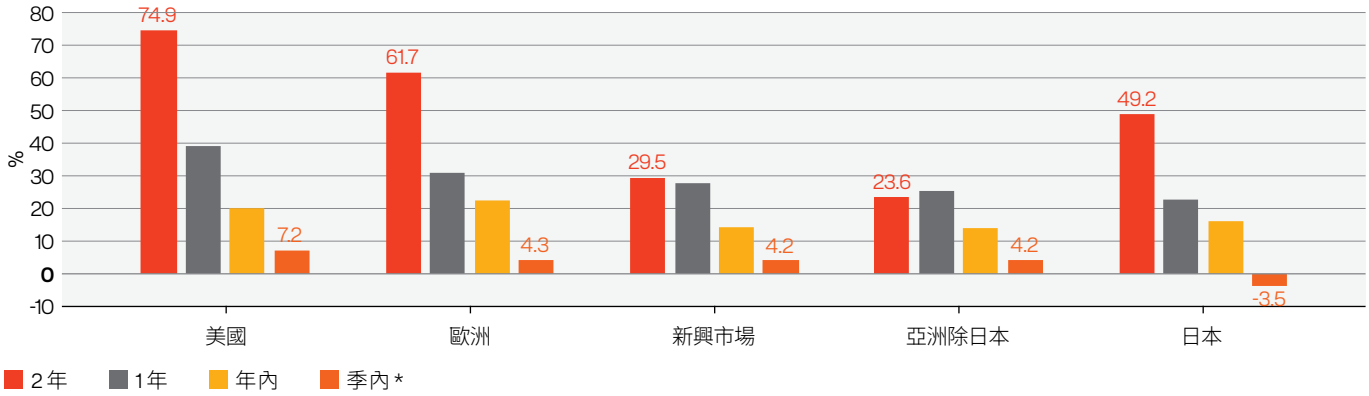
亞洲除日本及新興市場的表現叮噹馬頭。翻查MSCI提供截至5月31日的相關科技股指數的基金便覽[8,9]，發現投資佔比首4位的股市依次序同樣是台灣、南韓、印度及中國，合共佔比為99.51及98.93%，兩者相差只有0.58個百分點，最大的分野在於餘下不足1%的分配，分別投資於泰國（0.37%）及沙特阿拉伯（0.40%）。

綜合而言，歐美以外具潛力的科技股著實稀缺，大部分集中於亞洲。不過，科技股後起之秀表現良莠不齊，投資者在選股上更要小心。

歐股：短線樂觀但中線黯淡

雖然歐元區CPI仍高於目標2%（5月報2.6%），但6月6日歐央行宣布減息[10]。市場除了窺探未來利率走向，更重要是經濟能否擺脫衰退的威脅。歐元區最大經濟體德國自2022年第1季起按季GDP長期徘徊在盛衰邊緣[11]，法國亦只曾在去年第2季報0.6%的增長，自2022年第4季起各季度皆徘徊在0.2%以下[12]，較美國首季GDP增長報1.3%明顯落後。

MSCI各地區之科技股指數表現



資料來源：彭博，數據截至2024年6月9日
*季內指由4月1日至6月6日期間

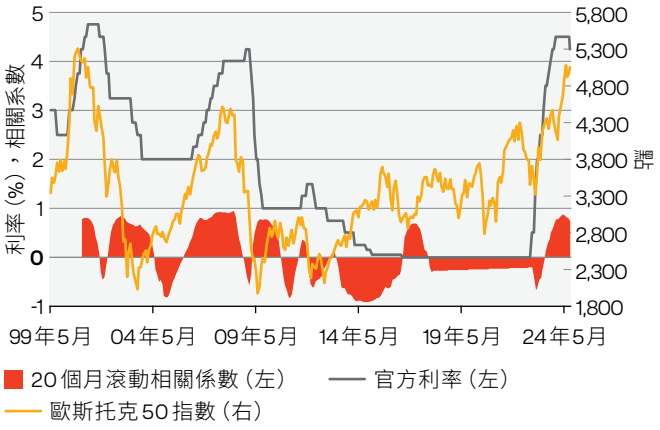
[8] 見MSCI網站，https://www.msci.com/documents/10199/f50d0a7b-c738-4774-a155-076c8e6bbdb5
[9] 見MSCI網站，https://www.msci.com/documents/10199/e4fc065d-b458-4b10-bfa3-3c1427b0af47
[10] 見路透社網站，https://www.reuters.com/markets/europe/ecb-begin-cutting-rates-even-inflation-fight-continues-2024-06-05/
[11] 見Trading Economics網站，https://tradingeconomics.com/germany/gdp-growth
[12] 見財經M平方網站，https://en.macromicro.me/charts/99946/world-market-cap-to-gdp

股票

歐央行自2022年7月首次加息以來，歐股表現不單未受影響，反而勢如破竹。截至今年6月7日，歐斯托克50指數累計升幅約47%，更勝同期標普500指數的42%。以當地總市值除以其GDP總體量計算的「巴菲特指數」顯示，歐洲報62.93%，反映過去兩年歐洲經濟雖然徘徊衰退邊緣，但經濟體量仍足以支撐當地股市升勢。反觀美國報188.90%，是緊次於台灣股市（報288.42%），排名全球次席，反映實體經濟未能支撐現時股市估值。美股趁AI狂熱之便勁升，但經濟卻江河日下，不禁令人擔心當拜登政府的擴張性財政政策啞火時，美股將如何自處。

另外，參考過去30年歐元區官方利率與歐斯托克50指數的月度數據顯示，2008年金融海嘯之前的20個月滾動相關係數，正值佔近75%，反映利率處正常情況時，歐股表現與利率算是同步。今天處於加息周期後首次減息，截至6月7日，其相關係數又高見近65%，暗示未來進一步減息有可能遏抑歐股升勢。

歐元區官方利率、歐斯托克50指數及兩者之相關係數



資料來源：彭博，數據截至2024年6月9日

去年第2季分析中國在「兩會」中以強硬的態度應對歐美陣營的挑戰，及後歐美高舉「去中國化」旗幟，全方位向中國施壓，當中金融戰直接衝擊中港股市。例如去年5月美國上市公司會計監督委員會（PCAOB）公布2022年報告後，決意對在美上市的中概股展開新一輪審計檢查[13]，以及去年11月宣布把中港股市由美國聯邦退休基金中剔除[14]。雖然沒有實質資金足印支持，但市場普遍認為當時全球股票組合正跟隨美國禁令，由中港股市流出並轉投歐、日股市。比較歐斯托克50、日經225、恒生指數及滬深300指數，由去年3月起走勢明顯出現背馳。更有趣的是，今年4月起歐、日股市出現明顯調整，同一時期恒生指數卻出現絕地反彈。如此巧合，資金流向顯而易見。

各地區代表性股票指數表現

資料來源：彭博，數據截至2024年6月9日

《宏觀策略》章節中預測歐美經濟差距進一步擴大、歐洲領導層換班、聯合國大會就中東決議的投票結果出現姿態上的分歧，以及近月歐洲領導人與中國政府高層頻密接觸後，歐美關係出現近年來少見的裂痕。截至6月10日，歐洲議會選舉看似塵埃落定[15]，固有利益團體好大機會繼續執掌，但極右陣營趁勢抬頭，反映歐洲選民對事無大小跟隨美國的做法反感，法國總統馬克龍隨即宣布提前大選便是鐵證[16]。

市場預期歐美以鄰為壑的操作將受到掣肘，以往予取予攜的資金自然會流出歐美陣營，不利歐股走勢。國際格局變化多端，大家拭目以待。

[13] 見美國上市公司會計監督委員會網站，https://pcaobus.org/news-events/news-releases/news-release-detail/pcaob-releases-2022-inspection-reports-for-mainland-china-hong-kong-audit-firms
[14] 見金融時報網站，https://www.ft.com/content/6e5d00ec-de0d-4c57-82ea-4b2846ef8004
[15] 見CNN網站，https://edition.cnn.com/2024/06/09/europe/european-parliament-far-right-surge-intl/index.html
[16] 見政客網站，https://www.politico.eu/article/eu-european-election-results-2024-emmanuel-macron-dissolve-parliament-france/

最後，早前分析美國總統大選年間，美股在風險考量後的表現完勝其他地區股市。距離11月大選只差約1季，踏入最後衝刺期，過去10屆的第3季各地股市表現又是如何？分析結果如下：

選舉年的第3季	指數表現 (%)				
	標普500	歐斯托克50	MSCI亞洲除日本	東證指數	MSCI新興市場
1988年	6.4	-0.6	-6.6	-1.5	0.0
1992年	-8.4	2.4	-4.5	6.0	-3.7
1996年	1.7	2.5	-3.4	-5.0	-4.1
2000年	-4.5	-1.2	-16.2	-7.6	-13.4
2004年	-3.0	-2.3	5.7	-7.4	7.4
2008年	-9.4	-8.9	-23.9	-17.6	-27.6
2012年	8.4	5.8	8.3	-4.2	7.0
2016年	4.8	3.3	9.4	6.2	8.3
2020年	-1.3	8.5	9.8	4.3	8.7
平均回報	-0.6	1.0	-2.4	-3.0	-1.9
標準差	6.3	5.0	12.0	7.7	12.2
比例	-0.1	0.2	-0.2	-0.4	-0.2
最大回報	8.4	8.5	9.8	6.2	8.7
最小回報	-9.4	-8.9	-23.9	-17.6	-27.6
比例(絕對值)	0.9	1.0	0.4	0.4	0.3
按年排名首2位次數	5	4	4	1	4
按年排名尾2位次數	4	2	4	5	3
排名差距	1	2	0	-4	1
正值回報次數	4	5	4	3	5
結果	**4**	**3**	**2**	**0**	**3**

資料來源：彭博，數據截至2024年6月9日

因數據所限只能自1988年起分析，沿用上述4大分析指標，得分最高首3位分別是標普500、歐斯托克50及MSCI新興市場指數，結果預測歐股在美國選舉年第3季仍會向好。

綜合所有分析，中線而言，歐洲經濟仍能支持當地股市，但長線來說，持續減息傳統上不利股市走勢，加上與美國關係轉差亦有可能觸發資金流出歐股。歷年美國總統大選年的第3季數據顯示，歐股表現突出，短期內歐股走勢料能向好，但預期升幅有限。

日股：弱日圓優勢漸見褪色

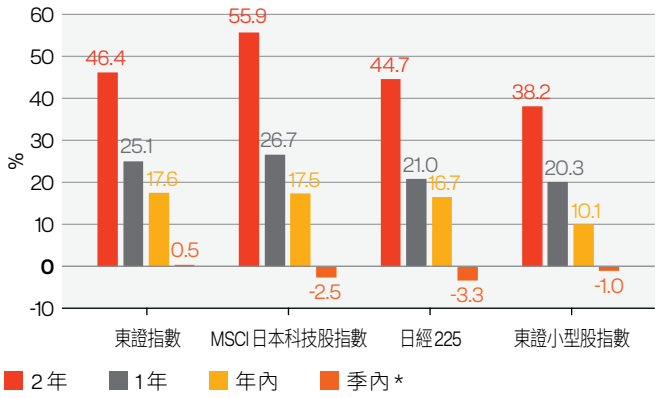
過去兩年日股成為全球資金焦點，緣於趁美元兌日圓由近130持續爬升至近160水平、喻為「股神」的巴菲特增持日股、去年G7廣島峰會後各科技「大君」(Taikun)加大日本投資，以及久違多個年代的通脹重臨等利好因素支撐下，令日股氣勢如虹。截至6月11日，東證指數報約2,784點，與在1989年12月18日的峰值2,884點，僅一步之遙。

問題是未來美元兌日圓會否突破160水平？巴菲特會否持續加注？科技巨頭會否遵守投資承諾？通脹重臨是天使還是魔鬼？更重要是資金在日股升至35年峰值時，決定沽貨離場，還是高追加倉？今天投資者面對的是長達逾30年周期的經濟及投資考量，撇除短炒，以中長線角度來看，須要有更大的理據才能支持日股維持估值，甚至突破35年的高位。

近月股指的走勢已非常直白：資金流亢奮後回歸基本分析。

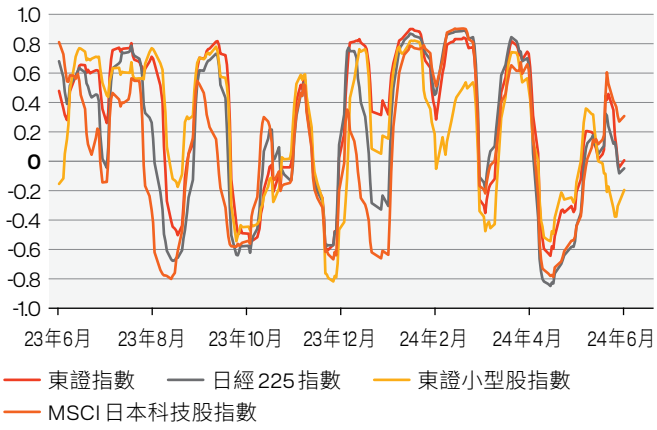
股票

日本各代表性股票指數



資料來源：彭博，數據截至2024年6月11日
*季內指由4月1日至6月10日期間

日本各股票指數與美元兌日圓的相關係數



資料來源：彭博，數據截至2024年6月11日

參考日本4大股票指數，包括最具國際代表性的東證和日經225指數，分別代表增長股及科技股的東證小型股和MSCI日本科技股指數，通過兩年期、1年期、年內及季內表現共4個時段作分析。結果顯示，日股的升勢約始於兩年前，當時全球半導體需求殷切，日本在研發及代工位處世界前列，及受惠岸田政府的政策支持[17]，4大指數中兩年期表現以MSCI日本科技股指數最為突出，全期升近56%，較大型股為主的東證指數高出9.5個百分點。觀察4大指數之後的表現，就算期間出現調整，各走勢大致相若，表現差距都在5個百分點之內。唯一須注意的是小型股指數在1年及年內與其他指數表現差距逐步擴大，反映市場波動時資金投入大型股偏多。惟意料之外的是，季內各指數表現差距進一步擴大，只有東證指數微升0.5%，其餘皆錄得跌幅，當中相信與日本財金政策及國際格局有關。

根據上述4大指數過去兩年與美元兌日圓之相關係數，並以按日數據顯示，東證、日經225及東證小型股指數的正值佔比分別是65.8、63.1及63.3%，反映日圓走勢對他們的影響相若。但MSCI日本科技股指數報49.7%，即受日圓走勢影響不足一半，反映其受科技熱潮影響更大。另外，觀察各係數近年走勢，當美元兌日圓自去年1月13日報128之後，持續上升至今年4月26日近158之際，4大指數之相關係數升至74.8、70.7、71.3及57.1%，反映弱日圓更有力支持各指數走勢。

對外資而言，日圓貶值是投資日股的最大隱憂。根據上述之指數及時段，扣除期間日圓貶值後的總回報，表列如下：

時段	美元兌日圓表現 (%)	扣除日圓表現後之總回報 (%)			
		東證指數	日經225指數	東證小型股指數	MSCI日本科技股指數
2年	16.8	29.5	27.8	21.4	39.0
1年	12.7	8.3	4.2	3.4	9.8
年內	6.7	0.7	-0.2	-6.8	0.7
季內	3.8	-16.3	-20.1	-17.8	-19.4

資料來源：彭博，數據截至2024年6月11日

結果顯示，兩年內共16組數據中有6組出現負值，即期內不論何時投入4項指數，負值佔比近38%。縮窄範圍至今年內表現，8組數據中更有6組出現負值，比例近75%。季內表現更嚇人，總回報全數錄得雙位數下跌，最大值更見負20.1%，反映股指破頂的表象，其實是大謬不然。

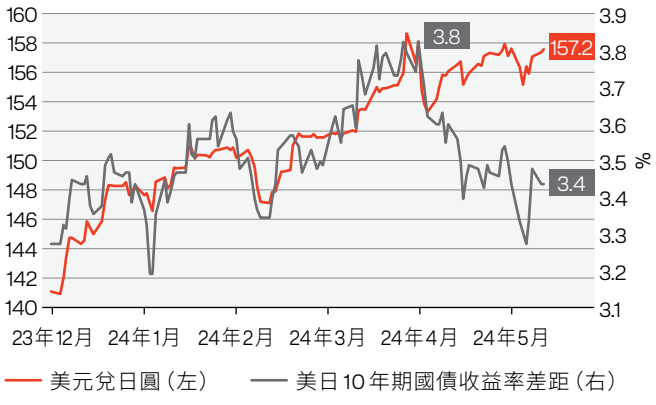
下一個問題是，日圓會否進一步走弱？《外匯》章節中有詳細的技術分析，但從中線來看，須考量財金政策的底層邏輯，及其他央行舉措的互動影響。

[17] 見新加坡商業時報網站，https://www.businesstimes.com.sg/international/kishida-urges-us-executives-boost-tech-investments-japan

日圓冉冉貶值的核心原因是官方利率長期遠低過歐美等主要經濟體，造就過去數十年的利差交易，大量日本國民甚至政府的儲蓄外流，把利差收益回饋企業以至社會經濟。日圓長期被沽空，匯率過弱，將資源傾斜到國外，與刺激內需的政策實質上背道而馳。日本是量化寬鬆的鼻祖，但飲鴆止渴最終斷送本土經濟近30年。

日央行當然有其責任，但更是時勢所迫。去年底美聯儲會議紀錄表示今年內將啟動首次減息[18]，點陣圖還顯示年內將減息3次[19]。美聯儲如此信誓旦旦，為避免美國減息後日圓有可能大幅升值，日央行便在3月19日宣布結束持續11年的負利率政策及收益率曲線控制（yield curve control，YCC）。怎料宣布之後，美聯儲不單止按兵不動，其主席鮑威爾及委員們還不斷放出「鷹派」言論，導致日圓急速下滑至近158水平。日本首相岸田文雄在4月和韓國總統尹錫悅更一同致電華盛頓，對兩國本幣大幅貶值向美國提出「嚴重關切」[20]。加上日本政府曾公開呼籲市場不要沽空日圓，數據上亦顯示日央行曾大手干預，惟成效不彰[21]。

美元兌日圓與美日10年期國債收益率差距



資料來源：彭博，數據截至2024年6月11日

或許天佑日本，當美國在4月宣布首季GDP表現令人大失所望，美聯儲的粉飾再難掩市場對經濟衰退，甚至出現滯脹的憂慮。懶理美聯儲如何維持高息，美國10年期國債收益率高見4.7%後持續下跌，同時日央行取消YCC的效能漸現，日本10年期國債債息由4月約0.7%持續向上，更曾突破1.0%水平。截至6月11日，數據上美元兌日圓與債息差距走勢相若，此消彼長下，美日收益率差距由高位3.8個百分點，持續下滑至3.4個百分點，匯率與利差明顯背馳，反映155以上水平的匯率將站不住腳。

美聯儲在6月點陣圖中下修至年內減息1次，令美國債息進一步下跌。就算未來日本債息維持不變，按6月初的利差比例計算，都足以把美元兌日圓由高位近160水平拉落至近140水平。若果真如此，將對高處不勝寒的日股構成壓力，重演去年強勁氣勢的難度將相當高。

日股：利率政策進退失據

日央行行長植田和男上任後一直備受批評，尤其言論過於謹慎導致美元兌日圓持續走高。5月他與岸田文雄會面後一改頹勢，「鷹」姿煥發地表示央行須採取政策以應對匯率波動[22]。暫且不去討論以加息來抵禦日圓貶值是否奏效，但對經濟衝擊等副作用更須關注。

加息背後涉及通脹問題。日本是缺乏天然資源的外向型經濟體，本幣貶值無疑受惠出口業或旅遊業，但代價是進口性通脹削弱國民的購買力，實際打擊本土民生性消費，對整體經濟可能得不償失。

雖然「春鬥」（Shunto）決定今年工資平均上漲5.28%，創下自1991年新高[23]。但扣除4月份2.5%的通脹後，實質加薪幅度只有約2.8%。引述三井住友資產管理的分析報告[24]，除非加薪能夠刺激本土消費增加，否則不能確定加薪能帶來良性的經濟循環，最終須取決於企業能否系統地堅持基本工資的增長。

[18] 見CNBC網站，https://www.cnbc.com/2024/01/03/fed-minutes-december-2023-.html
[19] 見芝加哥商品交易所網站，https://www.cmegroup.com/markets/interest-rates/cme-fedwatch-tool.html
[20] 見路透社網站，https://www.reuters.com/markets/currencies/political-heat-prods-japan-south-korea-team-up-weak-currencies-2024-04-19/
[21] 見路透社網站，https://www.reuters.com/markets/currencies/japans-may-1-intervention-may-have-cost-236-bln-boj-ata-suggests-2024-05-02/
[22] 見日本時報網站，https://www.japantimes.co.jp/business/2024/05/08/economy/boj-ueda-monitoring-yen/
[23] 見日經亞洲網站，https://asia.nikkei.com/Economy/Japan-s-unions-win-biggest-wage-hike-since-1991-in-stage-change
[24] 見三井住友資產管理網站，https://www.smd-am.co.jp/english/market_information/monthly/2024/Why_the_Wage_Increase_Rate_in_the_Shunto_of_2024_is_Important.pdf

股票

再者，各行業加薪幅度參差[25]、日圓年內貶值約10%，以及長年累月的通縮心態，令國民反而繼續緊縮開支。日本4月份按月家庭開支下跌1.2%，是「春鬥」後首次下跌[26]。

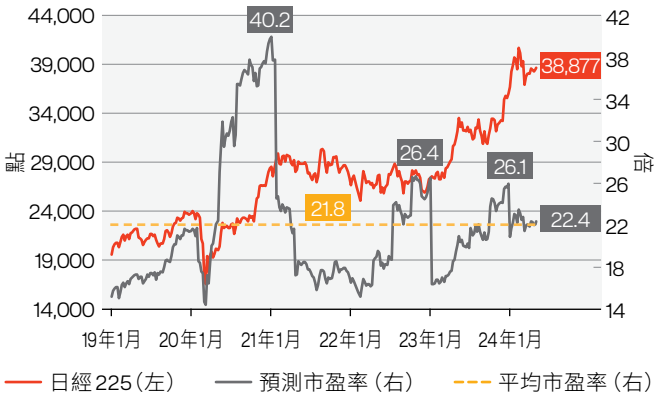
另一方面，日圓低迷吸引大批海外遊客到訪，人滿為患有可能演變成社會矛盾。例如東京澀谷近年遊客數量大增，街頭醉酒鬧事對民生造成滋擾，澀谷區公所決定每天下午6時至翌日清晨5時執行夜間禁酒令，新規例將於10月生效[27]。

日央行6月會議中維持利率不變，言論中保留日後政策轉變的迴旋空間。仿照美國「縮表」進程，會後明確指出將在7月會議中討論減少買債的具體計劃。日本國債收益率有望進一步上升，美日債息收窄將不利日股走勢。受制於美聯儲利率政策和經濟條件抵禦加息的影響還未成熟，預期日央行的被動狀態短期內將不會改變。奢望以加息解決更深層次的消費信心、投資意願和經濟增長動能，迄今看似一廂情願。

日股：適宜「選股不選市」

截至6月12日，日經225指數之預測市盈率為22.4倍，2019年疫前至今的平均值約21.8倍，而疫後最高值為26.4倍。以6月12日指數報38,877點計算，按比例推算的預測指數範圍應是37,836至45,819點。

日經225指數及其預測市盈率



資料來源：彭博，數據截至2024年6月12日

另外，同樣以6月12日的38,877點，配合現價市盈率約28倍，並以兩年平均值28.4倍作起點，推算每1倍市盈率波動之相對指數水平，表列如下：

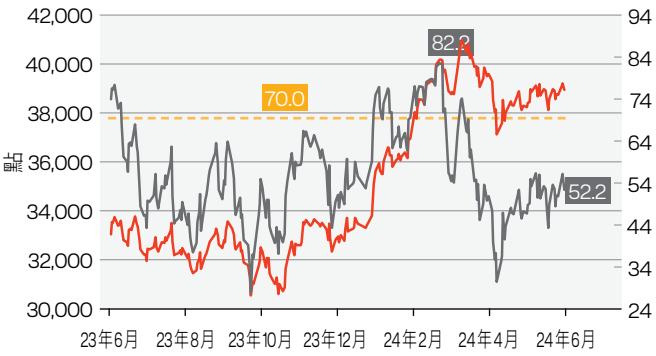
現價市盈率(倍)	推算指數(點)
30.4	42,209
29.4	40,821
28.4(兩年平均值)	39,432
27.4	38,044
26.4	36,655

資料來源：彭博，數據截至2024年6月12日

最後把最高與最低範圍打平均，預測日經225指數本季目標範圍應在37,246至44,014點，反映上升空間較下跌空間大，日股值博率仍然偏高。

再以14天相對強弱指數(RSI)作為市場極端狀況指標來量度下跌風險。數據顯示，過去1年當指數衝破40,000點時，14天RSI最高值約82.2，相對6月12日報52.2，反映市場仍未過熱或短期內下跌機會及空間有限，與上述分析結果相若。另外，全期高於70，所謂「超買」水平的日數只有約15%，反映雖然日股過去1年屢屢破頂，但其實市場未算過熱。

日經225指數及其14天RSI



資料來源：彭博，數據截至2024年6月12日

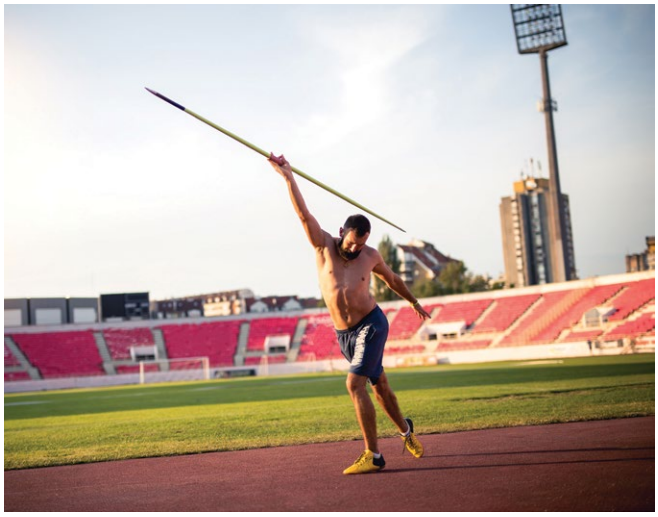
[25] 見CNBC網站，https://www.cnbc.com/2024/04/03/why-japans-shunto-wage-hikes-may-not-work-over-80percent-of-its-workers-.html
[26] 見Trading Economics網站，https://tradingeconomics.com/japan/household-spending-mom
[27] 見朝日新聞網站，https://www.asahi.com/ajw/articles/15293784

最後，行業選擇中以未來3季盈利增長預測作指標，表列如下：

綜合及行業	盈利增長預測 (%)			
	今年第3季	今年第4季	明年第1季	平均值
物料	10.6	23.6	303.2	337.4
金融	17.8	29.0	132.3	179.0
醫療護理	29.0	27.1	86.4	142.5
科技	23.3	48.7	5.8	77.8
必需品	12.0	31.4	34.1	77.4
日經225	**13.7**	**8.1**	**28.2**	**50.0**
工業	-3.3	-5.7	44.4	35.4
房地產	-3.8	18.7	20.3	35.3
非必需品	-4.6	6.9	6.6	8.9
能源	8.1	19.9	-62.6	-34.6
公用	-64.0	-67.3	90.8	-40.6
通訊	0.0	-18.4	-64.3	-82.7
平均	2.3	10.4	54.3	--
標準差	24.7	31.6	102.2	--
最大值	29.0	48.7	303.2	--
最小值	-64.0	-67.3	-64.3	--
正值比例	54.5	72.7	81.8	--

資料來源：彭博，數據截至2024年6月12日

未來3季平均盈利增長預測高於綜合指數的行業分別有物料、金融、醫療護理、科技及必需品，該5大行業所有的盈利預測平均增長為54.3%，表現相當亮麗。更重要是低於綜合指數的行業，大部分表現差勁，盈利增長預測負值比率高見50%，平均值為負4.4%，最大盈利倒退67.3%，反映投資於這些行業風險頗高，亦折射出日股各行業的股價表現將非常參差。



單純觀察本季整體盈利增長表現，平均只有2.3%，但波動非常大，不只標準差報24.7，遠高於平均值，最大及最小值相差近93個百分點，而且最小值是最大值的2.2倍，下行風險非常大。換句話說，投資日股時不宜簡單地投資在綜合指數身上，更應選擇盈利增長有望優於指數的行業作為投資標的，否則風險將非常之高。

綜合上述所有分析，日股總市值佔GDP比例高見153%，排名世界第3位[28]，顯示股市正偏離經濟基調。日圓持續貶值其實是雙刃劍，弱日圓有利外貿，但同時蠶食國民購買力。利率政策正刺激國債收益率上升，美日利差縮窄不利日股中線走勢。短期內日股大幅下跌的機率及幅度偏低，本季日經225指數的目標範圍在37,246至44,014點，反映上升空間更大，但盈利分析中顯示應「選股不選市」，否則風險將相當高。

本章總結：

- 基本情景下，本季標普500指數最高為5,886點
- 美股投資策略為科技股配搭價值且防守型股份
- 多項因素支持歐股短期走勢，但升幅有限
- 日股適宜「選股不選市」，否則風險相當高

[28] 見財經M平方網站，https://en.macromicro.me/charts/99946/world-market-cap-to-gdp

股票

東亞銀行財富管理處高級投資策略師 **陳偉聰**

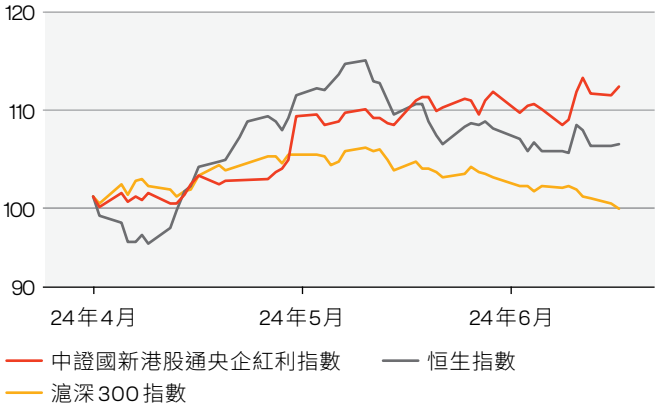
香港及中國內地股市展望：修成正果

上季題為「乍暖還寒」，象徵中港股市在中央一連串穩增長政策加持下漸入佳境，惟期間難免遇到各種來自外圍的考驗和市場對個別政策執行力的懷疑，市況回暖並非一帆風順，現時回望與當時的預測相差無幾。

在4月至5月中旬，中國內地多個政府部委承接兩會時提出的經濟發展主線，陸續發布了針對房地產、消費、工業和資本市場等領域的提振措施或改革政策。例如大幅下調首套及第二套房的首付比例和按揭利率、放鬆一線城市住房限購令、設立3,000億元人民幣保障性住房再貸款予地方政府收購已建成未售房屋、發行超長期特別國債、開展新一輪新能源車以舊換新補貼、修訂監管A股市場之「國九條」、建議擴大港股通投資範圍等。另外，根據外媒報道，內地投資者經港股通買入港股未來亦有可能獲免徵股息稅。受到利好政策行情驅動，市場風險偏好情緒大舉修復，觸發恒生指數於短短5周內從期內低位16,044點飆升至19,706點，累計升幅驚人，達23%，不僅大幅拋離同期滬深300指數約5%的升幅，同時亦跑贏歐美各主要股票市場。值得一提的是，港股此輪升勢之日均成交額亦增加至約1,300億港元，其中港股通資金屬主要催化劑，佔大市整體成交比例平均接近20%。

然而，自踏入5月中下旬後，由於政策博弈行情氣氛減退，加上港股業績期內企業盈利遜預期之比例仍然高企，令恒生指數的升勢無以為繼。同時，美債息攀升、歐美對華商品加徵關稅、台海軍演等一系列外圍風險因素重新冒起，加重了港股在嚴重超買下的回調壓力，恒生指數一度從高位下調約10%，最低見17,752點。6月中下旬，多名中央主要財金官員出席陸家嘴論壇，提出了「科創板八條」和央行國債流動性管理操作等措施。與此同時，沉寂一時的國家隊資金再度入場撐市，國新投資宣布認購了3隻港股通央企紅利交易所買賣基金(ETF)，有助紓緩大市沽壓。

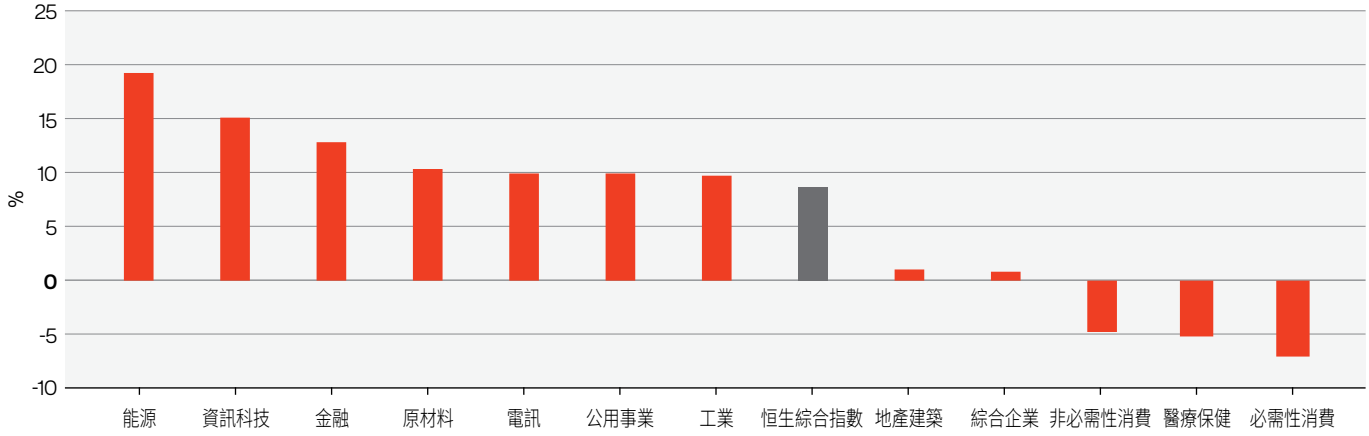
中證國新港股通央企紅利指數、恒指、滬深300指數走勢



彭博，數據截至2024年6月25日
註：基數設為100

截至6月25日，港股表現在季內較A股市場略勝一籌，恒指及滬深300指數分別上升9.3%及下跌2.3%。港股板塊表現方面，能源、資訊科技、金融、原材料、電訊、公用事業及工業均可跑贏大市，能源板塊更已連續兩季排名榜首，季內累升19%。另有3個板塊錄得下跌，包括非必需性消費，醫療保健，以及跌幅約7%的必需性消費。至於上季建議的重點關注板塊，當中評為「看好」的中資電訊股，股價表現繼續勢如破竹，屢創多年新高。同樣評為「看好」的本地高息概念股則個別發展，整體走勢受累於美債息高企；至於評為「審慎樂觀」的工業設備板塊和網絡遊戲板塊，皆能跑贏大市。

2024年第2季恒生綜合行業指數表現



資料來源：彭博，數據截至2024年6月25日

本季題為「修成正果」，意謂經過多月以來國內穩增長政策持續發力，內地房地產和消費等經濟較為薄弱環節可能已抵達轉捩點，本季公布的經濟數據、企業中期業績若稍有驚喜，兩地股市可望延展升勢。對於今年初於股市處於低位時默默增持的投資者，可能將會迎來五穀豐登之時。

中央大刀闊斧出招穩樓市，關連產業可擇優而取

過去兩年，內地房地產行業萎靡不振，一直是港股與A股的最大拖累。去年中央政府以保交樓作提振樓市政策主調，卻始終未能扭轉量價齊跌的困局，不少財困房企最終難逃債務違約的厄運。有見及此，過去一季中央決策層宣布了一籃子房地產寬鬆政策，政策重心亦轉移至消化庫存、刺激需求、保障融資等層面上。當局甚至在記者會中以「政治性」和「人民性」等罕見措辭去形容穩定房地產市場的工作，某程度上反映了當局穩樓市堅定不移的決心。綜觀5月發布的一系列房地產需求提振措施，其中取消全國首套房和二套房的按揭利率下限，就預期可令房貸利率在年內平均下調30至50個基點，居民每月供款負擔可節省約4至6%。同時將按揭最低首付比例要求下調至歷史最低水平的15%（首套房，原本為20%）及25%（二套房，原本為30%），亦進一步降低了居民的買樓門檻。這無論對於剛需自住的買家或投資客均具一定吸引力，更重要的是此寬鬆措施並無地域限制，意味只要未來一、二線城市的限購政策進一步鬆綁，樓市交投回升料指日可待，相信於該等城市坐擁大量優質土地及項目儲備的內房國企將能率先受惠。

除了刺激需求的措施備受關注外，中央政府近月高調倡議的住房去庫存政策，例如由人行設立的3,000億元人民幣保障房再貸款計劃，其執行進度與成效如何，也是左右中港股市在本季表現的關鍵因素。從正面角度看，該計劃目的是以1.75%的較低利率，引導銀行向地方政府及國企提供額外5,000億元以上信貸資金，用作收購房企新落成的住房單位存貨，由於收購價普遍較市價存在一定折讓，令後續用作保障房出租的租金回報率或可高於2.3%，故對於地方國企來說，有一定的吸引力。短期而言，相關措施預期可紓緩個別二、三線城市樓市供過於求的壓力，亦有助補充內房發展商的流動性。然而，現階段約8,000億元人民幣的收儲資金僅足夠消化約22%的新屋存貨或4%的累計未售出住房存貨，資金規模對整體內房市場實屬杯水車薪。當局在未來數月會否再加大相關貸款金額，或推出更大力度財政支援政策，將會主導內房去庫存及穩價格的成效。

整體來說，內地房地產行業在多項政策加持下已漸見曙光，過去兩年被拖後腿的部分板塊或可趁機重整旗鼓。其中較看好的有：一）內地銀行股，主要受惠於新增居民房貸回升，以及資產質素改善；二）內地保險股，受益於房地產股權及債權資產價值修復，投資組合減值風險降低。至於建築、機械、建材及物業管理等行業，以往股價表現與房地產升跌周期的關聯度也頗高，惟在目前政策目標仍以去庫存為主，對相關板塊未來數月業績的提振料有限，股價表現仍可能較為反覆。

挺經濟政策料一氣呵成，關注數據及業績表現

經濟政策層面上，中央相關部委在過去一季多措並舉，逐步落實國務院總理李強於兩會《政府工作報告》中確立的穩增長主線，包括啟動1萬億特別超長期國債發行、推出新一輪汽車及家電消費品以舊換新補貼措施、增加對企業設備升級換代的財稅支持等。同時，有關培育及發展新質生產力的具體政策亦接踵而來，覆蓋氫能、可再生能源、低空經濟、人工智能+等領域。另一較震撼市場的是國家集成電路產業投資基金三期正式成立，其註冊資本超過3,400億元人民幣，料重點投向國內大型半導體製造廠和受海外政府制裁而被「卡脖子」的設備、材料、零部件等環節。我們認為，中港股市的政策博弈行情，正在從首季的憧憬階段，逐漸發展至第2季的初期兌現階段，期間兩地股市的風險溢價明顯回落，驅動估值大舉修復。踏入第3季，我們預期政策兌現階段將進一步延續，意味上述各項經濟及產業支持性政策可一氣呵成，甚至有加碼空間。投資者不妨留意7月召開的三中全會及中央政治局會議，預期將圍繞科技創新、低碳化轉型、社福保障、提振消費、金融市場改革及化解債務風險等範疇作主要著墨點。若會議釋出的訊號貫徹過去半年偏向穩增長的大方向，可望成為中資股新一輪估值上調的催化劑。

股票

儘管利好政策相繼出台，但截至6月26日，內地在第2季已公布的經濟數據表現，只是好壞參半。其中出口、工業生產及製造業固定資產投資呈現較強勢增長，消費物價指數（CPI）及生產物價指數（PPI）延續回勇勢頭，顯示通縮壓力緩和。惟新增信貸規模、零售銷售增速、基建與房地產固投增長則相對疲弱。由此可見，國內經濟在多項寬鬆政策呵護下似乎已走出困局，但行業復甦態勢尚欠全面，過度偏重於出口及製造業環節的復甦，對整體港股的盈利預測提振可能只是曇花一現。反之，未來一季市場或更傾向驗證其他經濟數據表現，例如內地居民消費領域能否及時回勇、CPI上行趨勢能否持續等。若最終達標完成，料有助兩地股市觸發再通脹交易行情。

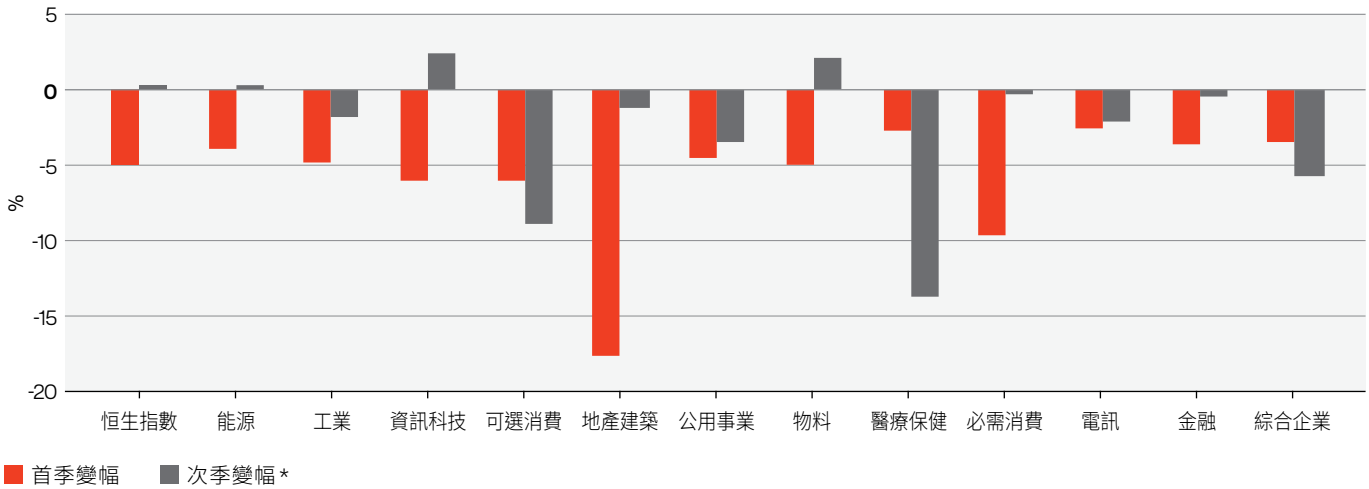
再者，上市企業的中期業績以及管理層對下半年的業務展望也將主導大市走向。我們預期上半年盈利表現較理想的板塊包括：資訊科技、能源、物料、工業和金融。根據彭博統計，前3者之恒生綜合行業指數的2024年度盈利預測在第2季已成功扭轉跌勢，後兩者的下調幅度亦大幅收窄。另一邊廂的非必需消費和房地產板塊，市場對其中期業績的看法則相對審慎。即使如此，其下半年的經營環境或可逐步走出谷底，盈利預測進一步下調的空間料不大。

資本市場改革持續，高收益國企股料續領群雄

國務院在4月頒布內地資本市場改革框架的新「國九條」，強調以投資者保障為本，內容大致包括以下範疇：一）收緊企業上市標準，強化發行承銷監管；二）規範上市公司的高管和大股東進行股份減持；三）加強交易監管，增加高頻交易成本，嚴格執行退市制度；四）壯大專業機構投資者，推動中長期資金入市。事實上，中央過去兩次（2004年及2014年）發布「國九條」均較聚焦「融資端」改革，而本輪新「國九條」與之前最大的分別是更側重以投資者為中心。

首先，當局有意強化監管制度，改善A股的企業管治質素，以及減少內幕交易、帳目造假等嚴重違法行為，從而提升上市企業的可投資性。對於外資而言，決定超配哪個股票市場，除了審視行業增長前景和企業潛在回報之外，其餘包括市場訊息披露、監管法規、上市企業的可投資性也屬舉足輕重之因素。若相關改革措施得以落實，相信假以時日可逐漸挽回外資投資中資股的信心，有利收窄中港股市與環球主要股市的估值折讓。其次，新「國九條」重申要求合資格上市企業須提高派息分紅及股票回購，與過去大半年中央倡議「活躍資本市場，提振投資者信心」的大方向可謂一脈相承，意味在宏觀增長動力欠奉、國內利率低位徘徊的投資環境下，利用現金流強勁的企業直接增加股東回報，無疑是提振中資股投資價值最直接可行的手段，我們預期一眾高收益價值型「中特估」概念股份，依然是本季兩地股市的主要領頭羊。

恒生綜合行業指數首季及次季的盈利預測變動

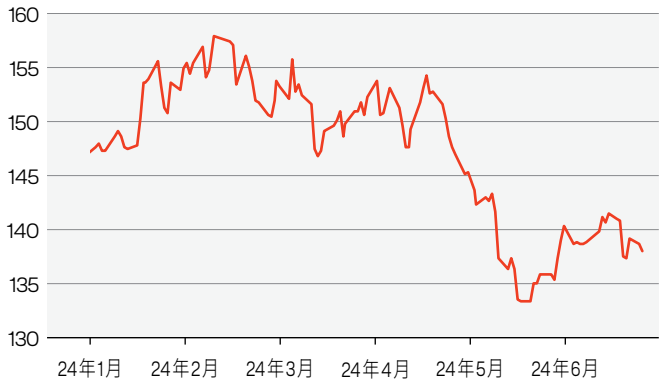


資料來源：彭博，數據截至2024年6月24日
*次季指由4月1日至6月24日期間

港股通擴容成效或有限，股息稅減免如願以償？

中證監在上季公布5項支持香港提升國際金融中心地位措施，當中3項與港股通擴容有關，包括放寬ETF合資格產品範圍、納入房地產投資信托基金（REITs）及納入人民幣計價股票，我們預期相關措施將於下半年陸續落實。首先，ETF產品擴容率先於7月22日生效，惟不宜過度高估該擴容為港股引入增量資金的規模。畢竟在原先的條件下，北水已可透過港股通吸納10隻ETF，當中較活躍的8隻ETF的日均成交額，基本上已佔整體ETF產品日均成交額約80%，故其餘成交欠活躍的ETF即使獲納入至港股通，對內地資金來說可能只屬聊勝於無。REITs亦有相似情況，儘管內地投資者熱衷於配置高收益類資產，但在港掛牌的REITs數目有限，而且普遍市值偏低和交投量疏落，除個別規模較大的REITs受惠外，實際上對整體港股引流的作用似乎微乎其微。

恒生滬深港通AH股溢價指數年內表現



資料來源：彭博，數據截至2024年6月25日
註：指數大於100代表A股相對H股存在溢價

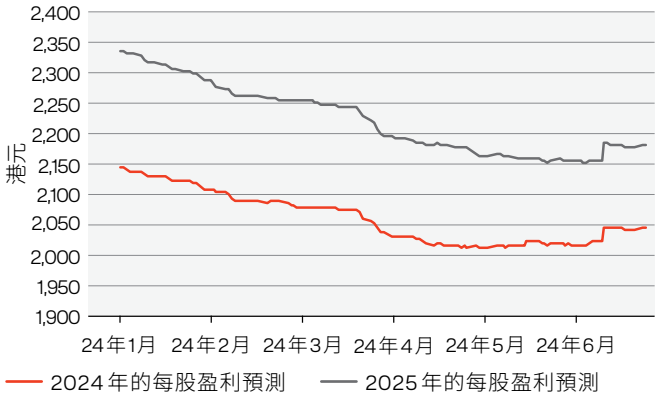
反觀，傳聞中的港股通股息稅減免措施更令市場翹首以待，能否於本季落實屬大市好淡風向標之一。由於目前國內個人投資者及傳統互惠基金通過港股通買入H股後，在收取股息時須繳納介乎20%至28%的股息稅，其稅率甚至高於直接持有A股（持有期超過1個月：0%至10%），某程度上導致H股股價較A股股價長期存在重大折讓的主因之一。事實上，上季市場獲悉相關傳聞後，已令滬深港通旗下股票的A/H股溢價從約5成大幅收窄至約3成。未來一旦港股通股息稅率可下調至與A股市場持平，甚至全數寬免，再配合將人民幣計價股票納入至港股通，令內地投資者能免除匯兌風險，屆時內地中長期資金增持港股之勢將更趨旺盛，料將成為港股短期最大的「強心針」。投資者可重點關注股息率較高，且H股較A股股價折讓較大的板塊，例如內銀、中資保險、中資電訊、能源、電力、建築等。

削盈測惟上調估值倍數，恒指目標19,900點

基於上述分析，內地政府穩增長政策方向預期於本季延續。儘管房地產、通脹及消費等經濟數據可能仍會陰晴不定，但只要整體經濟回暖之勢頭未變，預期港股今明兩年之盈利預測尚有上調空間。再者，「國家隊」資金護盤態度堅決，加上港股通擴容改革，料有助重新刺激港股的流動性，可望對估值帶來一定支撐。然而，美國總統大選在即，候選人在選戰期間進行的辯論及政綱演說，或會進一步提出對華加徵關稅、限制投資中國企業、抵制中國高科技行業等措施，屬中港股市未來數月最大的風險，遂限制估值倍數上調空間。

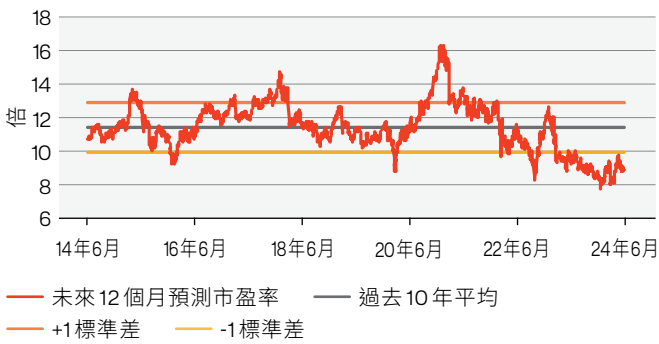
整體而言，我們將恒生指數2024年的每股盈利預測從上季的2,100港元下調至2,075港元（截至6月26日，彭博的預測共識約2,044港元）。估值方面，恒指經過去季的顯著反彈後，其未來12個月預測市盈率已從年初低點7.8倍回升至約8.8倍，本季或須更多催化劑助估值作進一步修復。我們給予恒指2024年的預測市盈率目標9.6倍，並上調恒指今年底目標價至19,900點，較第2季預測的18,500點，上調約7.6%。

年初至今恒生指數盈利預測趨勢



資料來源：彭博，數據截至2024年6月25日
註：指數大於100代表A股相對H股存在溢價

恒生指數預測市盈率



資料來源：彭博，數據截至2024年6月25日

股票

2024年第3季重點關注板塊：

行業/主題板塊	重點投資邏輯	看好程度#
中資保險	1. 受惠於監管機構從嚴執行銀保銷售渠道新規，可望減少壽險行業的非理性競爭，有助降低大型險企的銀保佣金開支。壽險產品預定利率下調、產品結構優化等因素預期可進一步改善行業新業務價值利潤率。 2. 中國國債收益率料逐步見底回升，加上對A股與港股市場下半年看法正面，可望帶動險企之投資收益率上升。 3. 內房企業流動性逐步改善，違約風險降低，有助持有較多內房資產的險企作估值修復。 4. 內險股估值大幅低於歷史平均值，加上普遍H股較A股折讓幅度較大，且股息率高達4至8%，料能受惠潛在港股通股息稅減免措施。	****
本地高息概念（銀行、公用事業、電訊、交通運輸、綜合企業）	1. 美聯儲料最快於本季開始減息，美國10年期國債收益率中線下行趨勢已成，令本地部分銀行、公用、電訊及綜合企業的股息率(5至9%)更顯吸引。 2. 公用事業企業盈利能見度較高，大部分海外項目(如供電、供水及供氣等)受到利潤管制協議保障，收益與通脹率掛鈎。同時，公用股的資產負債表穩健，普遍有能力加大派息，並有充裕槓桿空間作收購。 3. 股價波動性較低，較能規避人民幣貶值、國內政策變動及中美衝突等風險，有助加強投資組合的防守性。	****
中資電訊	1. 中資電訊企業正積極開發自家人工智能（AI）語言大模型，並加快建設AI數據和算力中心，料可吸納更多政府和國企客戶，成為未來收入增長的重要引擎。 2. 5G業務投資高峰期已過，相關資本開支已見頂回落，有利提升自由現金流，並可用作派息或股份回購。 3. 中資電訊企業的管理層預期未來2至3年派息比率年可進一步提高，目前行業的2024年預測股息率達6.3%至7.0%，高息因素可吸引內地長線資金增持。	***
電力及可再生能源	1. 6月初國家能源局宣布放寬個別地區可再生能源利用率目標要求（從95%下調至90%），意味未來更多新能源安裝項目可望獲得審批，有利提升風電及光伏新增裝機容量。 2. 內地或於年內提出電力市場改革，其中重點之一或放於改善新能源電企的電價形成機制，料有助提升電企盈利能力及穩定性。 3. 國內多地已落實有關新能源設備的以舊換新政策，包括補助電企對單機1.5兆瓦以下風電機組的更新換代，料可增加風電項目的內部回報率及降低維護成本，並提振風電設備相關訂單。	***

標註：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：

- 穩經濟政策的效用料會繼續體現，經濟數據表現和企業業績將主導後市走勢
- 美國總統大選在即，兩黨候選人或會大打「中國牌」，屬中港股市未來數月最大的風險
- 我們將恒指今年的每股盈利預測下調至2,075港元，預測市盈率上調至9.6倍，對應指數目標價為19,900點
- 本季可重點關注的板塊包括中資保險、本地高息概念、中資電訊和電力及可再生能源

東亞聯豐投資團隊

分歧中見投資機遇，審慎選股為投資關鍵

審慎選股對整體投資表現非常重要

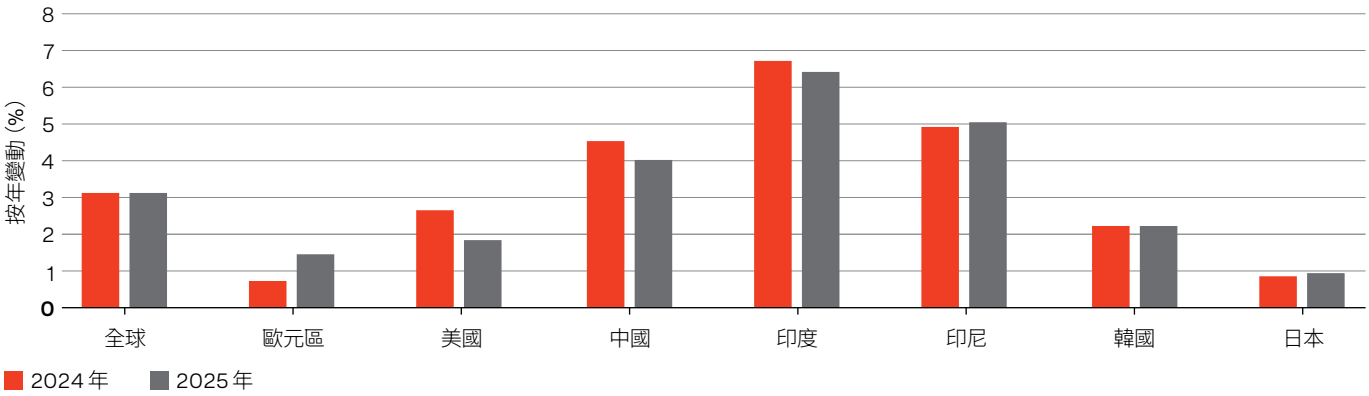
環球經濟具韌性；唯各國情況分歧，須小心選股

美聯儲預期今年減息次數將縮減至1次，並表明長遠息率水平會高於預期。美國減息時間未明，歐洲和加拿大央行已先行減息，惟接續降息機會不大。日本為應對久違了的通脹，17年來首次加息。印尼則為支持匯價，在4月出乎意料突然調升利率。全球高息環境持續，多個國家的通脹水平尚未回落至央行目標，但環球經濟的韌性令人驚訝。國際貨幣基金組織預測全球經濟在今年和明年將錄得約3.2%的增長[1]。全球多國經濟增長逐漸穩固，通脹穩步下行，美國經濟出現硬著陸機會微，因此東亞聯豐看好股票資產，但鑒於多國經濟表現分歧，選股在現階段尤其關鍵。目前，我們仍然看好美國具策略性的科技股、日股、中國價值型高息股，以及一些具結構性增長潛力的印度股。

個別美國AI股具吸引力；多項利好因素助推升日股

從宏觀角度分析，美國經濟縱使有放緩跡象，但整體仍屬穩健。個人消費放緩，第1季經濟按季年率輕微向下修訂至1.3%[2]，但勞工市場保持強勢，5月新增職位遠高於市場預期。另一好消息是，當地5月的通脹低於市場預測，為美聯儲締造減息條件。美國在科技領域上具領導地位，人工智能(AI)也開始應用在不同行業，刺激相關需求。這促使我們繼續看好具策略性地位的美國科技企業。美股7巨頭(The Magnificent 7)季度盈利增長不俗兼坐擁大量現金，多間企業更派發股息。人工智能被譽為第4次工業革命，而生成式人工智能可以創作出新內容和想法，過程須要用上大量先進晶片、軟件和數據庫等。這為人工智能供應鏈帶來不同投資機會。

全球及多國的國內生產總值增長預測



資料來源：國際貨幣基金組織《世界經濟展望》報告，數據截至2024年4月

[1] 見國際貨幣基金組織網站，https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2024/04/16/world-economic-outlook-april-2024

[2] 見彭博網站，https://www.bloomberg.com/news/articles/2024-05-30/us-gdp-grew-at-softer-pace-as-spending-inflation-marked-down

股票

東亞聯豐對日股仍然保持樂觀，看好原因包括受益於企業治理改革、貨幣政策正常化、資產價格提升、以及日本民眾投資限額上調。自2022年，東京證券交易所持續推出改革，例如去年3月特別要求所有市賬率低於1倍的企業提出改善資本運用的計劃。目前，日本已經有不少企業宣布進行股份回購和增加派息，亦有解除交叉持股，幫助提升股份估值。加上，當地和國際之間的金融活動漸趨頻繁，我們認為銀行和金融股具投資潛力。繼3月日本央行結束負利率政策，同時解除以購買國債控制長期利率的收益率曲線控制政策（YCC）後，於6月的會議上決定減少長期國債的購買規模，進一步推動貨幣政策正常化。日本多年處於通縮，時至今日終於回復通脹，工資和企業資本開支上升。隨著日本利率正常化和美國減息預期，美日貨幣政策分歧相信會逐步縮窄，日元匯價有機會波動，因此我們看好受匯率影響較輕微的內需股。另外，為鼓勵市民進行投資，日本政府擴大市民個人儲蓄賬戶(NISA)年度投資限額，同時把免稅期由原來的5年修改至無限期。

中國內地高息價值型股份值得留意

中國經濟相對平穩。中國於5月推出歷史性措施挽救樓市，雖然措施成效仍有待觀測，但東亞聯豐認為中國樓市的最壞時間應該已經過去。不過，現階段團隊對於內房股抱持審慎態度，須待樓市措施成效明朗化後再作進一步評估。

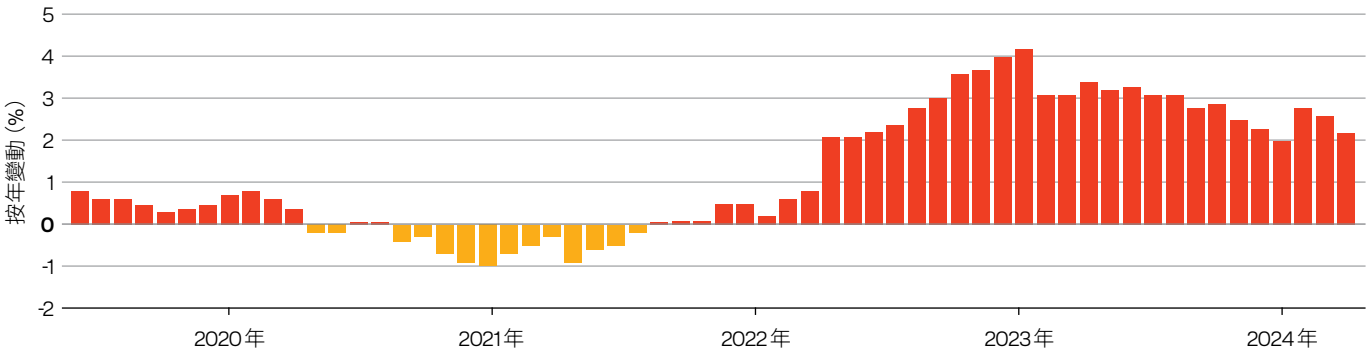
目前，團隊繼續看好高派息和估值吸引的中國價值型股份，例如銀行和石油股，後者更有對沖地緣政治風險的作用。另外，中美關係亦是左右股市表現的重要因素，一旦地緣政治局勢升溫，汽車、科技、人工智能和半導體等行業有機會受到波及。

印度選舉結果不礙結構性增長前景

在剛落幕的大選中，印度總理莫迪第3度連任總理一職，但其所屬的印度人民黨卻失去絕對多數席位。選舉結果並沒有打擊我們對印度前景的信心。該國最新季度經濟增長高於預期，達7.8%[3]。評級機構標準普爾把印度的前景從穩定調高至正面，反映政策持續穩定和龐大的基礎設施投資有利當地的經濟發展。受惠基建投資、中產和勞動人口增加，團隊會繼續留意具結構性增長潛力的股份。由於當地股市已累積不少升幅，當市況出現調整時，將能為投資者帶來選擇性挑選優質股份的投資機會。

目前環球經濟增長逐漸穩固、通脹穩步下行、貨幣政策和金融市場穩定性逐步改善，持續為資本市場提供支持。然而，各國宏觀經濟狀況和貨幣政策分歧，加上地緣政治局勢緊張，市場在機遇中暗藏隱憂。加上，不少地區的股市已累積相當升幅，故審慎選股對整體投資表現非常重要。我們認為具結構性增長動力的國家，以及領先行業和高息價值型股份，可為投資組合爭取較佳回報及穩定收益。

日本核心通脹率



資料來源：日本統計局，數據截至2024年6月

本章總結：

- 美國在科技領域上具領導地位，加上受惠人工智能興起，美國科技股表現領先
- 貨幣政策正常化、合理估值以及企業治理改革為日股帶來支持
- 中國價值型高息股，例如銀行和石油股具吸引力
- 印度政策相信將持續穩定，龐大的基礎設施投資有利國家發展

[3] 見今日印度網站，https://www.indiatoday.in/business/story/indias-gdp-grows-at-78-in-q4-fy24-full-year-growth-at-82-2546304-2024-05-31

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。另外，有關資料亦未經新加坡金融管理局審查。

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。

東亞銀行新加坡分行(「東亞新加坡」)是東亞銀行海外分行之一。