

## 稳中求进

东亚银行经济研究部





# 2024年第3季经济展望

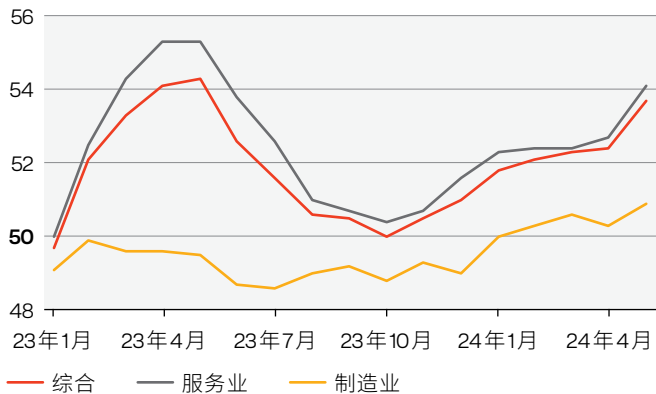
若未来通胀回落进展良好，欧美主要央行有望落实有序下调利率的步伐

## 全球经济展望

### 全球经济复甦渐趋广泛，紧缩周期接近尾声

环球不同地区的经济增长动力有所增强。自2024年以来，环球经济的韧性超出预期，一方面服务业活动延续疫后需求释出所带动的强劲增长势头，另一方面制造业活动在商品贸易回升下恢复扩张，愈来愈多地区呈现增长动力增强的良好态势。同时，尽管主要央行长期维持利率于较高水平，各地劳工市场保持大致稳定，为私人消费提供有力支撑。随着全球经济整体复甦格局渐趋平衡，国际货币基金组织于4月上调了今年全球经济增长预测至3.2%，与2023年持平，并较年初的预测上调0.1个百分点。

#### 全球采购经理指数

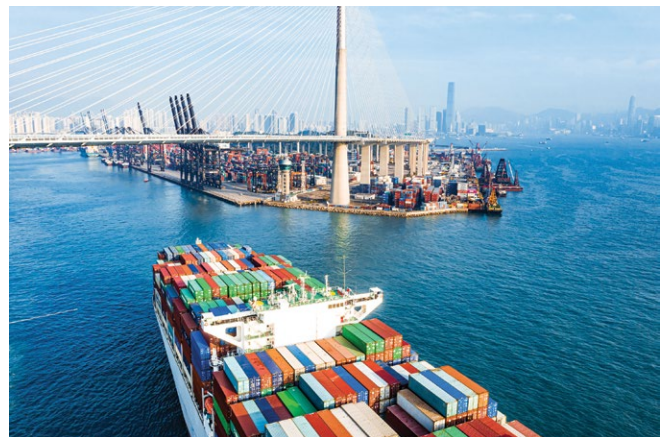


资料来源：彭博，数据截至 2024年6月18日  
>50 表示扩张

通胀总体回落，但物价潜在压力依旧高企。虽然今年上半年环球通胀总体回落，但其走势时有波动，并持续高于政策目标。高利率制约需求、供应链活动大致正常运作、劳工供应增加及大宗商品价格稳定，均是引导通胀回落的主要因素。然而，此前一段时间工资保持较快增长，其对最终物价的传导将继续浮现，并成为推高物价的潜在压力。再者，欧洲和中东地区军事行动未见降温，国际航运费用在今年第2季再次上升，为通胀未来的走势带来不确定性。

环球多国央行相继展开减息。今年第2季，欧洲、加拿大、瑞典和丹麦央行等展开减息，预料英伦银行也会在本季左右减息，美联储则有机会在本季末或第4季启动减息，亚洲央行将随之有较大减息空间，料环球经济将进入利率大举正常化的新阶段。日本情况较为特殊，日本央行自今年3月结束负利率政策后，未来或会进一步退出宽松货币政策。若未来通胀回落进展良好，欧美主要央行有望落实有序下调利率的步伐，料可刺激私人消费信心和企业投资意欲，为环球经济带来额外的提振。

展望2024年下半年，环球经济有望稳中求进。在各主要经济体中，预计美国经济可在强韧的劳工市场和稳健的私人消费带动下保持趋势以上的增速；欧洲复甦步伐将逐步巩固；随着政策支持力度增强，中国内地的增长动力将稳步加强，并惠及香港和亚洲经济的复甦进程。风险方面，地缘政治紧张局势、世界多地进行大选及保护主义升温等影响值得继续关注。



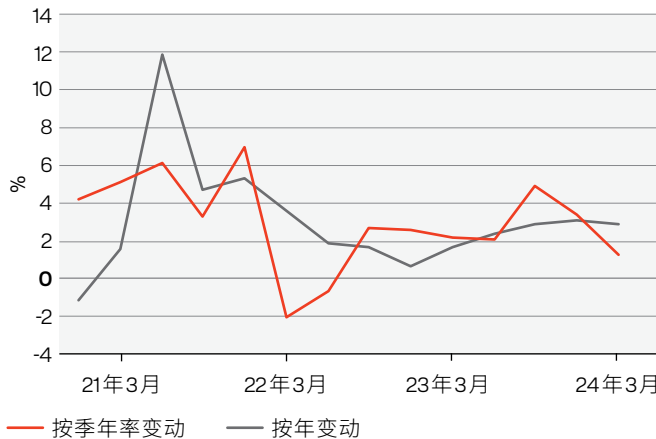
宏观经济

# 美国经济展望

## 经济大致实现软着陆，减息预期略为推迟

美国经济增长略有放缓。继2023年下半年加速增长后，美国经济于2024年起逐步放缓，第1季增长减慢与净出口和库存变动有关，但私人需求仍大致保持稳固。近期，美国劳工市场正从过热走向供求平衡、高储蓄率及早前政策宽松的效果也逐渐过去，加上高通胀所带来的生活成本压力，料私人消费将略为放缓。另外，高息环境也继续对房地产市场活动带来影响。整体而言，美国经济仅略为放缓，家庭和企业财务状况良好，增长动力有望进一步延续，为软着陆提供基础。

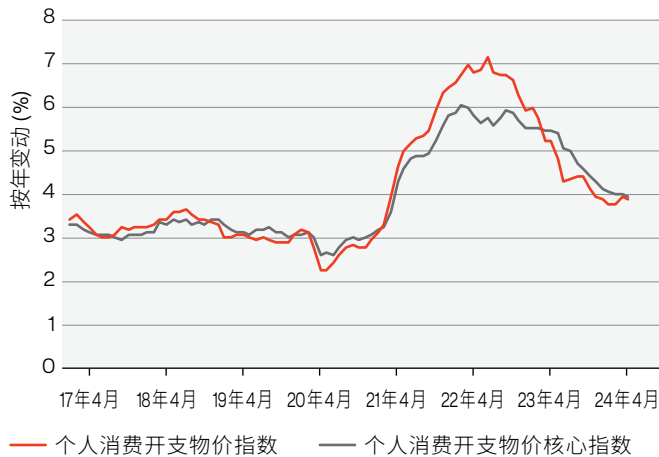
### 美国国内生产总值增长率



资料来源：彭博，数据截至2024年6月18日

通胀走势反覆，返回政策目标的最后一公里需时较长。2023年美国在压抑通胀方面曾取得良好的进展，但今年上半年美国通胀呈先高后低走势，第1季持续高于预期，一度引发市场担心通胀再度升温，直至第2季才回复温和放缓。从通胀组成部分来看，服务价格(包括：住房、医疗、交通及金融等)仍具黏性，能源价格的基数效应亦逐渐消退，显示通胀前景仍不明朗。现时，劳工市场显示工资压力正在缓和，但其传导至最终物价的效应普遍有所滞后。综合各方因素，预期美国通胀尚有进一步回落空间，惟地缘政治紧张局势、企业成本走势、工资增长、消费需求状况等均可能窒碍其有序回落的过程，返回政策目标的最后一公里需时较长。

### 美国个人消费开支物价指数



资料来源：彭博，数据截至2024年6月18日

美联储或将于第3季末或第4季开始减息。美联储在6月议息会议上维持利率不变，并上调了今年个人消费开支物价核心指数的预测中位数0.2个百分点至2.8%，显示委员们认为通胀放缓速度较预期慢。同时，点阵图预测显示今年将减息1次，较3月预测减少2次，反映委员们普遍希望观察更多经济和通胀数据，才更有信心启动减息。不过，在点阵图分布中，共有4位委员认为今年利率维持不变、7位预期减息1次、其余8位预期减息2次。若未来通胀数据符合预期，美联储仍有机会减息多于1次，并于第3季末或第4季开始温和减息。

今年美国经济料大致实现软着陆。随着利率长期处于较高水平，货币政策紧缩效果已逐步浮现，但对比以往加息周期，是次高利率环境对美国经济影响较预期为少。展望下半年，私人消费仍是美国经济的重要支撑，预测今年全年经济增长将从2023年2.5%轻微回落至约2.1%，大致实现软着陆。然而，美国总统大选、地缘政治风险、通胀反覆、联邦政府财政，以至商业房地产及中小型地方银行状况等引发的潜在隐忧，或会对下半年经济走势构成影响。

# 欧洲经济展望

## 欧洲经济增长动力逐渐增强

欧洲经济逐步重拾增长动力。在出口增长和通胀降温的带动下，欧元区经济走出停滞不前的局面。欧元区经济在2023年第3季和第4季均录得收缩，但在2024年第1季，该区经济整体恢复按季增长。同时，欧元区复甦范围渐见广泛。按季计，区内最大经济体德国于今年第1季重回增长区间，表现超出预期；西班牙经济则保持强劲增长势头，法国和意大利经济增长加快。英国方面，在服务业复甦强劲的推动下，今年首季的经济增长理想。值得一提的是，近期欧元区及英国的综合采购经理指数均企稳于扩张区间，反映企业信心持续增强，预料欧洲经济有望进入更稳固的复甦势头。

### 欧元区及英国经济增长

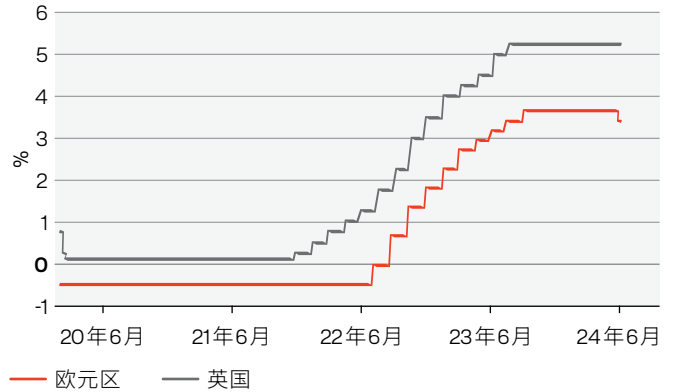


资料来源：彭博，数据截至2024年6月18日

欧洲通胀温和放缓。随着货币紧缩政策持续、能源价格保持平稳运行，加上去年高基数的影响，欧元区和英国通胀于今年第2季回落至3%左右。然而，前期工资增长高企将会对欧元区和英国的服务价格构成压力，拖慢通胀返回政策目标的步伐，并为未来通胀降温进程带来不确定性，预料欧洲通胀仍须要一段时间才能返回央行政策目标水平。

欧洲央行展开减息，英伦银行减息步伐滞后。今年6月，欧洲央行下调其政策利率25个基点，为历时接近两年的加息周期划上句号。然而，欧洲央行强调减息主要考虑货币政策环境具有足够紧缩性，惟通胀前景仍有较大不确定性，其货币政策走向将以数据为依归，下一步减息行动要视乎通胀降温的情况。至于英国，由于服务价格持续高企，且通胀及经济表现均超出预期，英伦银行需要更多数据以确认通胀正进一步降温，才会跟随欧洲央行启动减息周期。

### 欧元区及英国政策利率



资料来源：彭博，数据截至2024年6月18日

展望未来，预计欧洲及英国经济动力有望逐步改善，特别是通胀回落和工资上升将有助提升家庭实质收入并稳定私人消费表现，而减息预期逐渐形成亦会对投资、房地产市场和企业信心带来更大的支持，法国和英国大选短期料不致于影响经济复甦的进程。对比其他主要经济体，欧洲则面对较大的地缘政治风险，特别是区内和中东地区的军事行动一旦升级，欧洲供应链或会出现受阻、延迟或成本大升的冲击。



宏观经济

# 亚洲经济展望

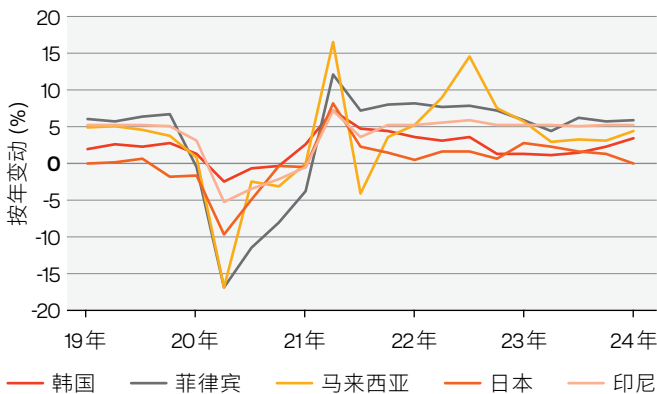
## 出口延续升势，带动亚洲经济稳健复甦

随着环球私人消费平稳增长，加上人工智能产业链快速扩张，环球商品需求保持回升势头，带动2024年以来亚洲多个主要出口和制造业基地的经济体实现稳健增长。与此同时，区内旅游活动更趋活跃，而且美元强势令不少亚洲货币汇率转弱，进一步提升亚洲旅游热点的竞争力，为亚洲服务出口的复甦势头注入动力。

半导体出口强劲，亚洲先进经济体普遍受惠。南韩及台湾的经济在今年第1季录得平稳增长，日本经济则在实质工资下跌和年初大地震及汽车生产短暂中断等影响而跌入收缩。踏入下半年，亚洲先进经济体出口表现有望保持稳定。另外，劳工市场健康将有助支持私人消费稳步复甦，如日本于今年春季劳资谈判决定大幅上调平均工资5.28%，远高于通胀和前1年的3.58%增幅，料可引领日本经济恢复增长。

内部需求稳固，支持亚洲新兴经济体增长。东盟经济体在今年首季保持大致平稳增长，一方面受惠区内消费市场潜力广阔，中产阶级的崛起继续促进内需扩张，另一方面旅游业进一步复甦，带动不少服务业活动延续平稳增长。

### 亚洲经济体的国内生产总值

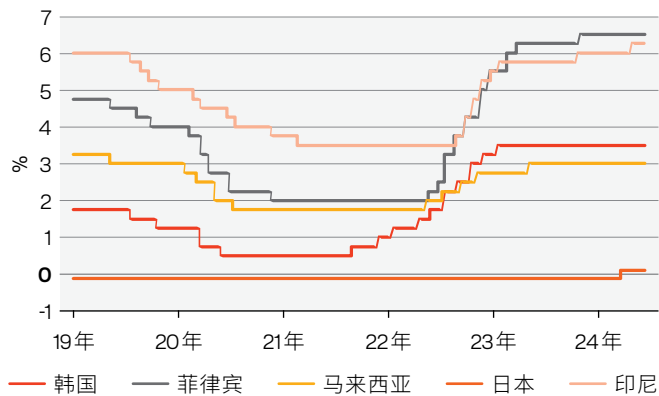


资料来源：彭博，数据截至2024年6月18日

亚洲通胀压力可控，惟食物及能源价格为部分经济体带来波动。日本、南韩及台湾等先进经济体的通胀持续放缓至3%以下。不过，部分东盟国家如越南、印尼、菲律宾的通胀走势较为反覆，主要是受食物及电力价格上升所推动，但其核心消费物价通胀仍保持稳定。

货币政策方面，除印尼和日本央行外，今年第2季亚洲央行普遍维持政策利率不变。鉴于美元持续走强，4月印尼央行宣布上调政策利率25个基点至6.25%，以稳定印尼盾汇价。另外，日本央行在结束负利率政策后，其货币政策会议继续维持政策利率不变，并表示将缩减购买日本国债规模。日本央行预料经济将逐步复甦、通胀预期温和上升，未来会进一步退出宽松货币政策。整体而言，在美联储启动减息前，预料亚洲央行对调整货币政策将维持审慎态度，以稳定息差、汇率及资金流向。

### 亚洲部分经济体的政策利率



资料来源：彭博，数据截至2024年6月18日

展望下半年，环球经济保持增长将进一步推动亚洲制造业和出口活动，稳定区内劳工市场及改善民众收入预期，并对私人消费带来扎实的支持。然而，地缘政治局势持续紧张或会影响区内供应链合作、航运、大宗商品价格及营商信心等，成为亚洲经济前景的不确定性因素。





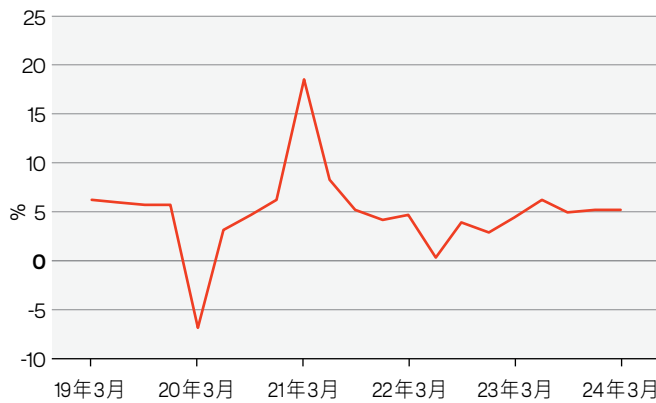
# 中国内地经济展望

## 宏观政策力度加大，有利地实现经济增长目标

中国内地经济在2024年开局良好。受惠于外需好转提振出口表现，加上消费、工业和投资持续扩张，内地经济从2023年第4季按年实质增长5.2%加快至今年第1季5.3%，支持内地经济更趋平衡。

### 中国内地经济增长情况

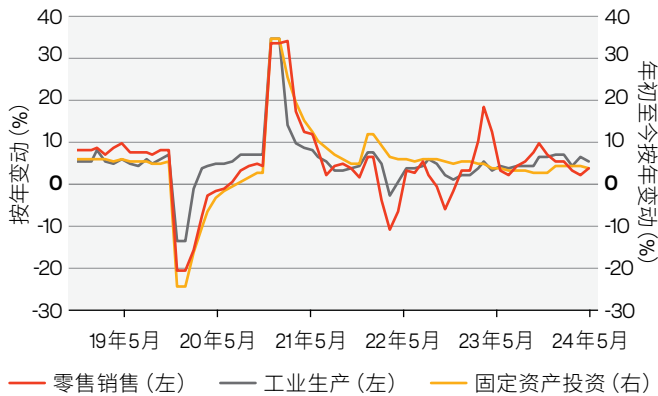
以固定价格计算



资料来源：彭博，数据截至2024年6月18日

踏入第2季，经济延续回升向好趋势。工业生产表现领先零售销售及固定资产投资，其中高技术制造业进一步加快，4、5月份达到双位数的按年增长，反映工业转型升级有序推进。社会消费品零售额保持平稳扩张，特别是节日期间消费和餐饮需求依然旺盛。再者，消费品以旧换新政策陆续出台，加上电商平台提前为“618购物节”进行促销，带动电子产品和家电等升级类商品销售明显加快。固定资产投资温和增长，惟房地产开发投资持续收缩。基建投资保持平稳增长，未来在各地加快重要项目开工建设的推动下，相关投资规模料可稳步扩大。此外，随着大规模设备更新政策持续推进，数字化、绿色化改造及安全水平提升等，将带动先进和绿色设备投资需求增加，令制造业投资保持较快增速。未来各项政策效应将陆续释放，为消费及投资注入更大的动力。

## 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6月18日

房地产市场持续处于调整转型阶段。今年1至5月，房地产市场主要指标仍处于低位，例如商品住宅销售额、房地产开发企业到位资金及住宅新开工面积等均录得双位数跌幅。年初以来，内地当局加大房地产政策支持力度，积极统筹消化存量房产及优化增量住房、推进“保交楼”、稳定优质房地产开发商的资金链，并加快构建“市场+保障”房地产发展新模式，具体措施包括：设立保障性住房再贷款以加快推动存量商品房去库存、推出房地产项目融资白名单以“保交楼”、取消住房贷款利率下限、降低最低首付比例和放宽限购政策等，以释放有效需求。随着政策力度加大，房地产市场料将逐步回稳。

宏观政策力度增强，着力扩大内需及发展新质生产力。今年4月底中央政治局会议指出，要继续实施积极的财政政策及稳健的货币政策，巩固和增强经济回升向好态势。财政政策方面，财政部自5月中起启动发行超长期特别国债，以支持国家重大战略和重点领域安全能力建设，为推进中国式现代化、高质量发展和把握发展主动权提供资金。货币政策方面，政治局会议提出要灵活运用利率、存款准备金率等政策工具，降低社会综合融资成本。另外，人民银行设立5,000亿元人民币的科技创新及技术改造再贷款，加大对科技型中小企业及重点领域技术改造的金融支持力度。

整体而言，各项政策措施料将平衡短期稳增长及长期高质量发展的需要。在宏观政策发力的支持下，内地经济料将实现今年5%左右的政府工作目标。

宏观经济

# 香港经济展望

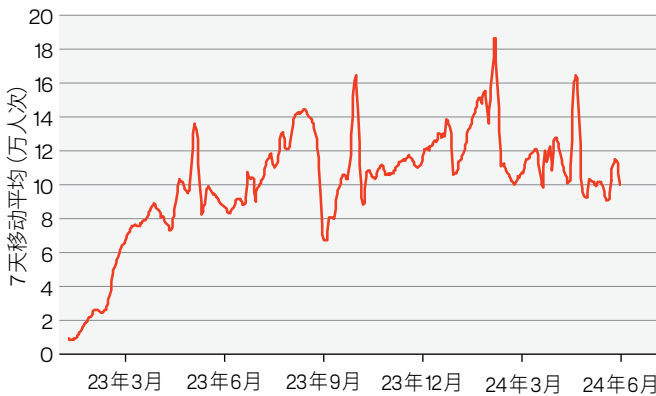
## 香港经济延续温和增长态势

香港经济步入疫后复常第2年。继2023年增长3.3%后，2024年第1季香港经济按年增长2.7%，增长动力由去年消费需求释放及旅游业复甦推动，转为今年受惠于商品贸易改善和旅游业持续扩张，惟在高基数及利率高企下，私人消费和投资开支表现滞后。此外，香港居民出境旅游需求强劲，亦对部分本地零售和餐饮构成一定竞争。同时，政府开支有所下滑，反映疫后政府开支复常的态势。因此，在疫后复常第2年，香港经济动力趋于平稳，未来发展前景仍然广阔，特别是中国内地和香港特区政府积极加大稳增长政策的力度，料可支持香港经济维持温和增长态势。

商品贸易和服务输出将支撑今年香港的经济。随着外围需求回暖，加上低基数效应，香港商品贸易恢复增长势头。今年首4个月，香港整体商品出口按年增长11.9%，进口则增长6.9%，贸易逆差按年大幅收窄36%。旅游业继续是另一重要增长动力。今年1至5月访港旅客共约1,800万人次，达到2018年同期约七成水平。自今年5月起，个人游计划扩展至59个内地城市，且香港特区政府计划于下半年推出逾100项盛事活动。另外，香港的航空运力预计于本年底全面复常，料可迎来更多长途旅客，进一步带动旅游业复甦。

### 访港旅客数据

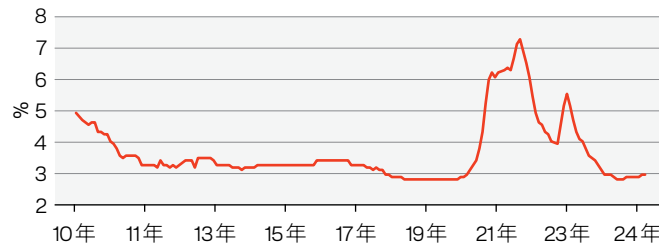
每日入境人次



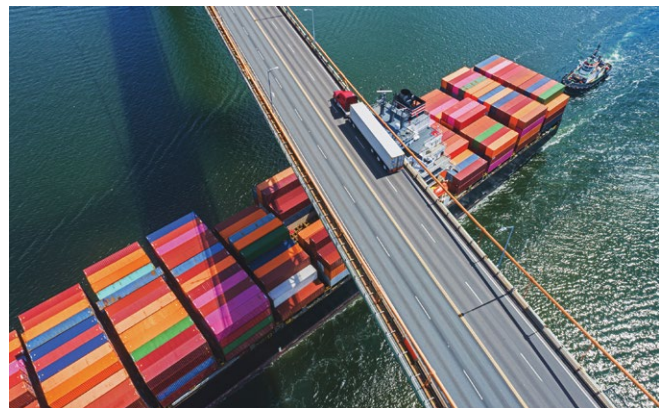
资料来源：彭博，数据截至2024年6月18日

劳工市场稳固，支持政策效果继续显现。受去年高基数、资产市场整固及香港居民出境外游需求增加影响，香港零售业表现相对低迷，今年首4个月零售销售货值按年下跌4.7%。然而，劳工市场表现稳固，失业率一直处于约3%左右的接近全民就业水平。就业收入维持扩张，今年第1季全职雇员每月就业收入中位数按年上升5.4%。另一方面，中国内地积极加大政策落实及协调力度以稳定经济增长和信心，其正面溢出效应料将惠及香港。再者，中国内地推出一系列巩固和提升香港金融市场措施，如跨境理财通的优化措施于今年2月底正式启动，内地个人投资者透过跨境理财通持有港澳投资产品总值大幅增加，显示市场反应热烈。今年4月，中证监公布推动香港资本市场发展和优化互联互通机制的新措施，为香港金融市场注入新动力。

### 香港失业率



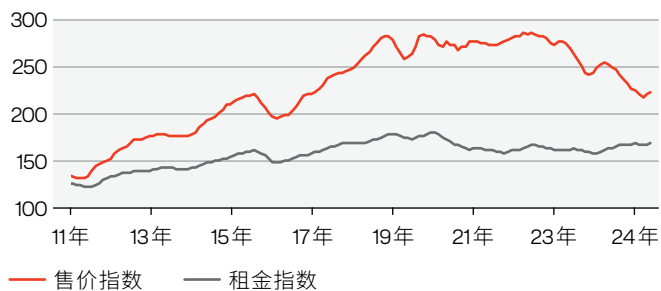
资料来源：香港政府统计处，数据截至2024年6月18日



物业市场气氛回稳，交投量显著回升。香港特区政府于今年2月全面放宽需求管理及按揭贷款措施以来，香港住宅物业市场从低位企稳，今年4月官方私人住宅楼价指数连续两个月回升，并只较去年底轻微下跌0.8%，其租金指数则较去年底微升0.5%。虽然发展商贴近市价推出多个新盘制约了整体楼价表现，但住宅物业交投保持活跃，4月和5月住宅物业成交宗数分别达到8,551和5,546宗，高于过去5年每月平均的4,678宗，显示置业需求释放。不过，利率高企仍使部分潜在买家维持观望态度。随着全球主要央行逐步进入减息周期，香港住宅楼市有望于今年较后时间稳步复甦，全年表现将呈前低后稳趋势。

### 香港住宅售价及租金指数

2010年1月为基数100



资料来源：差饷物业估价署，数据截至2024年6月18日

展望下半年，全球经济改善将有利于外贸进一步改进，市场亦普遍预期主要央行将于下半年开始有序减息，香港货币环境有望渐趋宽松，若资产市场能逐步复甦的话，将有望利好市场气氛、创造正面财富效应、促进私人消费和恢复投资信心。总括而言，我们预期香港经济可实现香港特区政府全年2.5至3.5%的增长预测区间。

### 本章总结：

- 环球不同地区增长动力日渐增强。通胀总体回落，更多央行相继展开减息，但物价潜在上升压力依旧高企。环球经济在下半年有望稳中求进
- 美国经济增长略有放缓，但料可软着陆。通胀走势反覆，返回政策目标的最后一公里需时较长。美联储或将于第3季末或第4季开始减息。
- 欧洲经济逐步重拾增长动力。通胀回落、工资上升及逐渐形成的减息预期，均有助稳定私人消费表现及提振企业投资信心
- 出口回升继续带动亚洲经济和制造业表现，通胀大致稳定，预计亚洲经济将维持平稳向好
- 中国内地经济延续回升向好趋势，宏观政策协调发力，提振消费品需求、设备升级及高技术行业发展，有利实现5%左右的政府工作目标
- 香港经济动力趋于平稳，商品贸易和服务输出成为今年香港经济的重要支撑



## 蓄势待发

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高级投资策略师 | 陈伟聪

东亚联丰投资团队



## 蓄势待发

美股有力再创高峰；欧股维持升势但幅度有限；日股适宜“选股不选市”

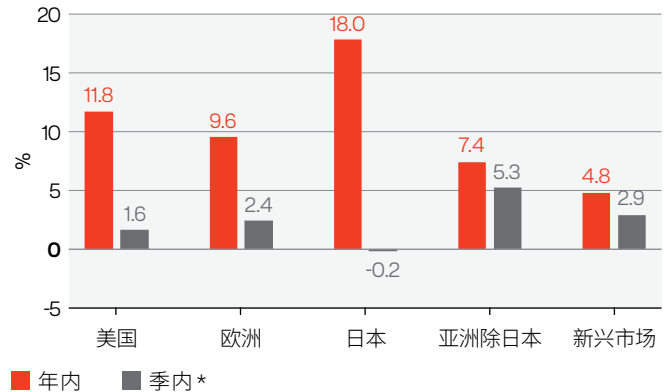
上季标题是《派对之后》。美股、日股及科技行业的“派对”吸引全球资金蜂拥而至，亢奋的投资情绪把基本分析抛诸脑后。不过，数据显示大户正有序离场，估值及技术分析等反映市场处于“非常贪婪”状态，历史上往往预示调整将近。日股飙升缺乏基本面支持，弱日圆的态势不会旷日持久，技术指标反映日股较美股更亢奋，料及后调整时间会更长。投资科技股缘于笃信科技可颠覆未来的信念，花巧的冠名式投资及推陈出新的“故事线”为科技股保持投资温度，“信徒”依然受落。有智慧不如顺势，但投资者也应调整心态，专注科技股的上游行业、严控注码及坚守风险纪律，始能尽情享受股价乘风破浪之快感。过去预测大致与现在结果相若。

本季标题是《蓄势待发》。虽然技术指标显示美股调整未止，但假设下半年美联储首次降息，美股将再创高峰，升势并由人工智能相关的科技及通讯行业所领导。综合包括总统大选前夕各板块表现等不同分析的结果显示，本季行业间表现各有千秋，预示投资指数与板块轮动策略之表现差距不大。欧洲方面，当地经济表现支持股市，但传统上持续减息及与美国关系异变都不利走势。历年美国总统大选前夕欧股表现突出，但预期升幅将较年初收敛。而日本方面，当地股市正站在分岔口上，模糊的利率政策窒碍股市升势，摆脱失落30年周期的阴霾仍需时，但个别行业盈利增长突出，适宜“选股不选市”策略。

### 市场回顾：资金流主宰全球股市

上半年的投资策略核心是当世界愈乱，资金愈会涌进成熟及市值较大的市场。“乱”：除了地缘战事，中美贸易战及金融战迫使资金撤出亚洲，尤其中港市场。“大”：截至2月29日，全球合计总市值首名是美国<sup>1</sup>，达52.6万亿(美元，下同)，第2位是中国近11.5万亿，但规模只是美国两成；第3名是约6.5万亿的日本。《财富》杂志发布的2023年全球500强企业当中，全球首10位中有6间企业在美国上市<sup>2</sup>。

MSCI国家及地区指数表现



资料来源：彭博，数据截至2024年6月6日  
\* 季内指由4月1日至6月6日期间

上半年各地股市的表现吻合上述提倡的投资策略核心。参考MSCI各地区指数，年内表现最好依次序是日本、美国及欧洲，亚洲及新兴市场明显落后。不过，单计上季各地区指数表现，日本跌至末席，截至6月6日的第2季录得负0.2%的回报，年内及季内之表现落差高见18.2个百分点，显示年内大部分升幅皆集中在首季度。

投资者对欧美股市的亢奋情绪亦急降温，美股年内及季内表现差距超过10个百分点。正如上季《宏观策略》内预测，当美国经济趋弱，便是欧美关系出现变化之时。加上，技术分析预示调整临近，日本、美国及欧洲3地股市回调符合本行的预期。反观亚洲除日本及新兴市场，年内表现虽较落后，但整体表现平稳，第2季的表现更胜各成熟市场，尤其是中港股市在季内升幅超过10%，带领亚洲除日本股市获地区之冠。



<sup>1</sup> 见 Visual Capitalist 网站，<https://www.visualcapitalist.com/the-worlds-biggest-stock-markets-by-country/>

<sup>2</sup> 见财富500网站，<https://fortune.com/ranking/global500/2023/search/>

## 股票

参考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) 的资金流走向, 整体数据如下:

日期 (一星期计)	所有类别 (亿美元)	股票 (亿美元)		
		总计	美国本土	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
总额	351	97	97	0

资料来源: 美国投资公司协会, 数据截至2024年6月3日

所有类别 (即包括债券基金等全部数据) 与股票基金的资金流向同步。5月首及尾周皆流出, 两周的股票基金净流出额分别占总流出额的103及81%, 反映所有类别基金的资金流出量差不多由股票基金全数包办。中间3周则录得净流入, 股票基金的占比却分别只有42、51及47%, 反映股票并非投资者的首选。集中分析股票基金, 5月总计仍录得净流入97亿, 同期美国本土股票的基金净流入都是97亿, 同时非美股市的资金波动偏低, 仿佛反映美国就是全球股市的焦点。

另一研究机构EPFR (Emerging Portfolio Fund Research) 在6月6日公布的数据显示<sup>3</sup>, 投资者普遍采取观望立场, 股票、债券和货币市场基金的净流入量 (以资产管理规模百分比计算) 分别为0.01%、0.07%和0.08%。踏入6月, 投资者再从日本股票基金撤资, 是自3月初以来的第12次资金外流, 资金转为泊于中国股票基金。欧洲股票基金则遭遇6周以来最大的流出。按揭抵押债券基金录得连续22周流入, 银行贷款基金则录得年内第18次净流入。股票指数表现及整体资金流走势与上季预测相若。

踏入第3季, 股票投资应如何部署?

### 美股前瞻: 指数料拾级而上

请注意以下将分成两个情景进行分析。第一个是基本情景, 预期美国经济未来将会走弱, 甚至面临衰退, 并预期在投票日前拜登民望进一步下跌, 迫使美联储下半年启动首次减息。第二个是极端情景, 触发点是“以色列—哈马斯战争”趋向地区性及美国经济步向滞胀边缘。两大情景的详情可参阅《宏观策略》及《宏观经济》内容, 在此不再赘述。

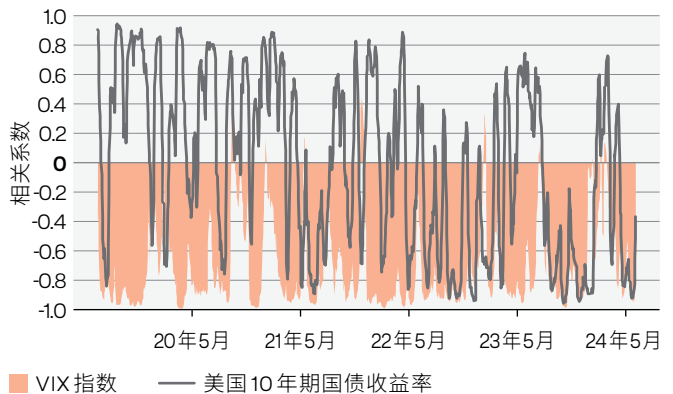
### 首次减息对指标及指数的延伸影响

《宏观策略》中已分析美国总统大选年间, 美股第3季的表现普遍向好, 差异只是升幅多寡。我们也预期美国经济趋弱时, 美联储将于下半年在通胀下启动首次减息, 重申利率拐点在于国内生产总值 (GDP) 而非美联储或华尔街一直挂在口边的消费物价指数 (CPI)。

利率改变将牵动标普500波动率 (VIX) 指数及美国国债收益率。市场普遍认为收益率上升将不利美股, 而VIX指数与美股走势理应背驰。作为美股两大风向标, 数据上能否支持以上论述?

市场多以“相关系数” (correlation) 表达两项数据走势的相关性。截至5月31日, 分析过去5年每天标普500指数与VIX指数的相关系数, 结果显示负值占比高见95.7%, 暗示超过9成时间两者呈相反走势, 佐证“VIX主宰美股走势”的论述。值得注意的是, VIX指数在5月31日高见14.47后走势反覆, 虽然未重返4月15日时约19.23的较高水平, 但蠢蠢欲动的走高之势暗示美股或有另一波的调整。

### 两项指数与标普500指数的相关系数



资料来源: 彭博, 数据截至2024年5月31日

<sup>3</sup> 见EPFR网站, <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/>



同样分析套用在美国10年期国债收益率，结果却截然不同。两者的负值占比只有48.8%，暗示少于一半时间美股与收益率间出现相反走势，反映“债息主宰美股走势”的论述不尽不实。不过，当中呈现了另一项启示，相关系数出现负值同时收益率上升及下跌的天数分别各占约24%，意味每当收益率出现变化，足以遏抑标普500指数走势。换句话说，收益率愈波动（不一定是升或跌），美股压力愈大。但注意此结论只有5成机率，可靠性一般。

最后，同样的分析套用在标普科技行业指数，结果大同小异。与VIX指数及收益率之相关系数出现负值的占比分别是93.2%及55.6%，整体上VIX指数更可靠。其次与收益率

的相关系数出现负值，同时收益率上升及下跌天数各占约27%，合共近55%，故只要收益率出现变化，都足以窒碍科技行业指数。同样其机率只稍高于一半，论述成效存疑。

注意相关系数只是显示两者走势的客观关系，并非因果关系。

减息延伸的另一个论述是减息会较有利中小企业及公用股。参考自1992年行业数据初始之际，并以连续4季加息定义为“加息周期”的准则，再抽出之后首次减息当季起，连续4季各指数的表现。结果如下：

日期 (季度计)	%		指数变化 (%)			
	联邦利率	变化	罗素2000	标普500	标普500科技	标普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
平均回报			0.6	0.3	1.8	-1.5
标准差			14.3	10.4	18.0	8.2
最大回报			25.0	20.0	34.7	8.4
最小回报			-30.9	-20.0	-34.0	-18.6
正数比率			56.3	62.5	62.5	50.0

资料来源：彭博，数据截至2024年6月8日

## 股票

符合上述条件的季度分别出现在1995、2001、2007及2019年，结果显示罗素2000的平均回报及最大回报皆高于标普500指数，中小型股表现在减息时较有优势的表证成立。不过，从标准差及最小回报方面来看，皆显示其风险相对较高，尤其是最大与最小回报差距高达55.9个百分点，反映投资者只求回报而忽视风管的代价极大。

同样分析套在增长型的科技行业指数及价值型的公用行业指数，结果显示科技股在平均回报及最大回报有着明显优势，但公用股的波动性则明显偏低。公用股的标准差及极端回报差距分别报8.2及27个百分点，反观科技股分别报18及68.7个百分点，结果天渊之别。

以上分析结果皆符合在风险状态中各类投资者的不同投资取向，所谓“百货应百客”，投资者可各取所需。

### 基本情景下美股的行业选择

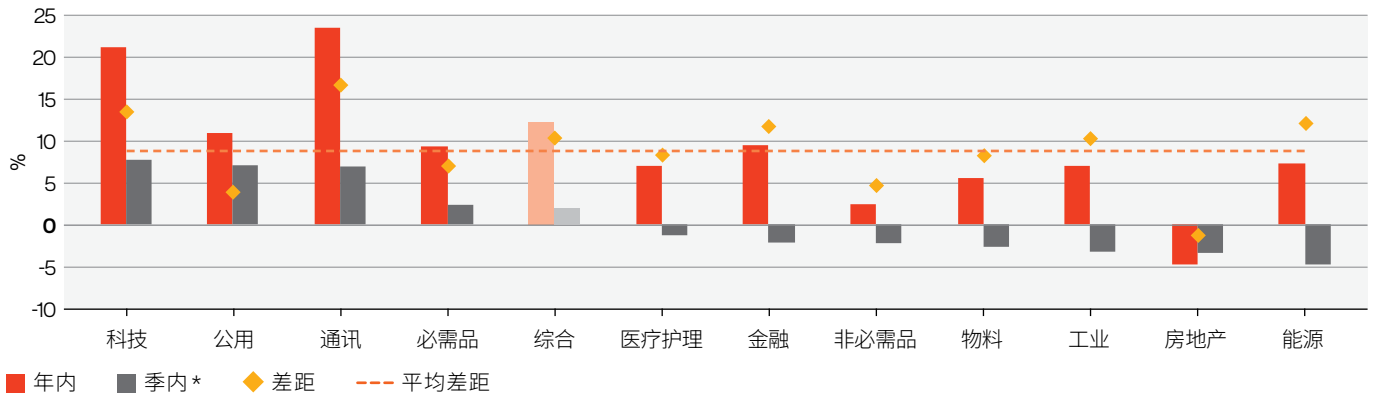
世界著名投资者比尔·格罗斯 (Bill Gross) 在4月接受媒体访问时表示<sup>4</sup>，随着美国GDP数据趋弱及美国国债收益率

飙升，建议投资者坚持价值型股份，避免投资于科技股。科技股升势逆转、预测经济走弱及看重价值型股份的观点上，与上季本章节的分析不谋而合。

参考上季表现优异的行业指数，与上季本章节内的建议名单中大致相同。

上季强调科技股并非一股不留，但时移世易，“派对之后”更应分散于价值且防守型股份。参考标普11项行业分类指数的上季表现，优于综合指数的4大行业中，科技股当然名列前茅，而紧随其后的是公用、通讯及必需品股。值得一提，公用及通讯股与科技股的表现只差0.7及0.8个百分点，反映芳华正茂的科技股实质并非投资者唯一选择。另外，上季建议行业名单中的医疗护理行业，其表现仅次于综合指数表现，排名第5。简单而言，上季建议的行业名单表现占据首5位，预测成绩斐然。再观察年内与季内表现差距，公用、必需品及医疗护理行业皆低过所有行业的平均差距，反映这3大行业的稳定性更胜一筹，在经济环境波动时更重要。

标普500指数及其行业指数表现



资料来源：彭博，数据截至2024年6月6日

\*季内指由4月1日至6月6日期间

<sup>4</sup> 见彭博网站，<https://www.bloomberg.com/news/articles/2024-04-25/bill-gross-says-stick-to-value-over-tech-as-us-yields-soar>

本季又应如何作行业部署？直截了当，在基本情景下维持上季策略不变，即科技股配搭价值且防守型股份。

人工智能 (AI) 热潮席卷全球，资金不虞匮乏，源源不绝地涌入霸占行业金字塔顶端的7间科技公司，市场戏称“美股七雄” (The Magnificent 7, M7)。截至2月29日<sup>5</sup>，美国总市值合计近52.6万亿 (美元，下同) 成为全球市值之冠，单计M7的市值已高达13.1万亿，占美股总值近四分之一，市值计仅次于美股总市值并跑赢全球其他市场。该7只股份的成败主宰整体美股，甚至影响全球资金流动，市宽之狭窄及风险集中程度令人悚然。

树大招风，欧洲议会有意立法规管AI发展<sup>6</sup>，包括堵塞AI企业借漏洞操纵或剥削用户，保障消费者的投诉权利等。美国司法部和联邦贸易委员会也将对AI及其相关芯片生产商在行业的主导地位展开反垄断调查<sup>7</sup>。官方出手整顿正好反映近年AI的野蛮生长已触动到既得利益层，尸位素餐之徒觊觎个中盘餍，料将有更多所谓规管AI发展的法律法规出现。除为了削减新生代的气焰，亦可从中分一杯羹，例如借设立行业协会为名，透过规范行为及强加守则等以钳制AI发展，最终达至把新生代利益据为己有。历代创新行业的发展史中，“空手套白狼”的例子多不胜数。

面对种种不利因素，为何仍要投资科技股？一字记之曰：盈利。迄今AI及相关的半导体技术，由硬件制造到软件研发，只由少数企业掌控。加上全球需求殷切，订单应接不暇已预示了未来可观的盈利增长。参考上世纪90年代个人电脑及千禧年代智能手机市场的发展进程，每当领导者的股价或盈利出现轻微下跌，或挑战者隆重登场之际，领导者便会推出“新一代”型号应市，就算只是作出丝毫的改动，粉丝们也会自动慷慨解囊更新换代，股价自然能重新拾级而上。“护城河”一日未被攻克，资金在别无他选之下唯有继续高追，当中尤以上游业务者最能受惠。

参考标普500行业分类指数未来3季的盈利增长预测，科技股仍然亮丽，平均值约16%。盈利支持下就算政府有多大的阻挠，科技股表现走样的情况预期可控。另外，值得注意的是，除科技股外，在盈利增长预测中优于综合指数的行业还有医疗护理、物料及通讯股。在此重申本季的核心策略，价值且防守型股份实属一员。顺带一提，只有能源和金融在本季的盈利增长预测是负值，换句话说，未来各行业出现盈利增长的机率高近94%，侧线支持“美股第3季整体表现向好”的预测。所有数据表列如下：

行业指数	盈利增长预测 (%)			
	今年第3季	今年第4季	明年第1季	平均
医疗护理	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
通讯	12.1	17.4	8.6	12.7
综合	<b>8.2</b>	<b>12.7</b>	<b>14.0</b>	<b>11.7</b>
工业	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
房地产	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

资料来源：彭博，数据截至2024年6月8日

<sup>5</sup> 见 Visual Capitalist 网站，<https://www.visualcapitalist.com/the-worlds-biggest-stock-markets-by-country/>

<sup>6</sup> 见欧洲议会网站，<https://www.europarl.europa.eu/news/en/press-room/20240308IPR19015/artificial-intelligence-act-meps-adopt-landmark-law>

<sup>7</sup> 见纽约时报网站，<https://www.nytimes.com/2024/06/05/technology/nvidia-microsoft-openai-antitrust-doj-ftc.html>



## 股票

基本情景假设美国经济在下半年持续走弱，迫使美联储启动首次减息。沿用上文的分析套路，参考自1992年行业数据初始之际，以连续4季加息作为“加息周期”的准则，再抽出之后首次减息的季度表现，反映高利率结束后各行业当季表现作分析。结果如下：

首次减息季度	当时利率 (%)	减息幅度 (%)	标普500行业分类指数表现 (%)										
			科技	公用	能源	医疗护理	非必需品	必需品	工业	金融	通讯	房地产	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
平均回报			-2.9	1.6	-0.8	-1.0	-1.1	1.5	0.2	0.4	4.7	4.6	0.0
标准差			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
最大回报			6.1	8.4	9.4	13.2	2.2	6.8	5.8	14.9	16.8	6.9	4.4
最小回报			-25.9	-7.6	-7.2	-15.0	-6.5	-10.2	-10.8	-10.0	-1.2	2.3	-6.2
比例 (绝对值)			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位次数			1	1	1	1	1	1	1	1	2	1	1
按年排名尾3位次数			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
正值回报次数			3	3	2	2	2	3	3	2	3	2	2
结果			1	3	0	0	0	2	1	1	4	3	1

资料来源：彭博，数据截至2024年6月8日

上述分析中设立了4大指标，包括平均回报与标准差比例(愈高愈好)、最大及最小回报比例(愈高愈好)、排名次数差距(愈高愈好)及正值回报次数(愈多愈好)，最后在各指标中排名首3位者给予1分。最终得出综合得分首3高的行业分别是通讯、公用及房地产。

最后，引述《宏观策略》中分析，过去10届美国总统大选年间，美股在第3季的表现完胜其他资产，因此本季维持增持美股的策略。把同一套路放在行业分析，由于只有自1992年以来的行业数据，故共有8届数据。整体表现数据如下：

选举年的第3季	标普500行业分类指数表现(%)										
	科技	公用	能源	医疗护理	工业	非必需品	必需品	通讯	房地产	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
平均回报	0.1	2.0	-1.2	1.0	2.9	2.1	2.3	-2.0	0.8	5.8	-1.0
标准差	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
最大回报	12.4	31.9	10.4	6.4	12.0	14.9	9.6	8.7	4.6	23.3	12.7
最小回报	-14.0	-18.7	-24.9	-5.7	-9.1	-5.3	-6.1	-15.7	-2.9	-0.2	-22.9
比例(绝对值)	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位次数	3	2	3	2	3	2	2	2	1	3	1
按年排名尾3位次数	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
正值回报次数	4	4	6	4	6	4	6	4	4	6	5
结果	0	1	2	0	3	2	2	0	0	4	0

资料来源：彭博，数据截至2024年6月8日

沿用上述4大分析指标，最终得分最高首5位的行业，分别是金融，工业，以及同得2分的能源、非必需品和必需品。

综合上述不同分析，列出表现优异的行业指数，表列如下：

分析范围	优异表现行业(由左至右顺序优次)				
盈利增长预测	医疗护理	物料	科技	通讯	—
首次减息	通讯	公用	房地产	—	—
大选年	金融	工业	能源	非必需品	必需品

## 股票



综合结果非常有趣，全数11个行业分类皆出现在上表当中，但只有通讯行业出现多于1次，预期在基本情景下，各行业表现仅得轻微差异。叠加宏观分析，重申维持上季策略不变：科技股配搭价值且防守型股份。

### 极端场景：滞胀风险升温

美国经济当下风雨如晦，极端风险若隐若现。过去50年美国只出现过5次滞胀，而大多与中东战事及能源危机有关，分别出现在1974、1975、1980及1991年。当中只有1次与战事或能源危机无关，便是2022年第2季疫情大流行后出现短期滞胀，详情不在此赘述。由于标普500行业分类指数始于1992年，历史上唯有参考2022年当季数据。

标普500指数在该季急挫16.4%，跌幅较综合指数更大的行业依次序分别是非必需品、通讯、科技及金融。除通讯行业外，其余皆为周期性或高啤打值行业。跌幅只有单位数依次序分别是必需品、公用、能源及医疗护理。除能源外，其余皆为非周期或低啤打值行业。滞胀期间行业间表现壁垒分明，反映滞胀期间的投资策略无须花巧。历代滞胀出现时，全球避险情绪高涨，各地股市表现不济，美股亦不能涅而不缁(分析内容可参阅《宏观策略》章节)。须要留意的是，美国在7月下旬将公布上季GDP数据，如果延续跌势，就算各财金官员或华尔街大行如何处处维护，但一叶知秋，当时理应果断地加强防守性策略。

### 预测本季标普500指数最高为5,886点

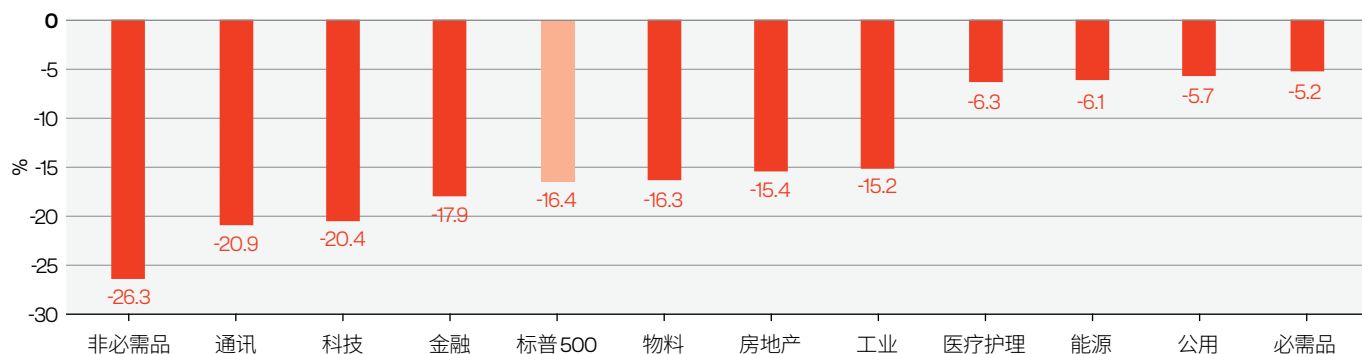
在基本情景下，综合未来盈利增长预测、大选年间及首次减息的分析，料美股升势将会持续。假设没有极端事件发生，参考6月7日标普500指数收市报5,347点，其时预测市盈率为22.1倍，以过去3年预测市盈率最高首两位数值作为投资者可接受的估值范围，即分别是23.4及24.0倍，推算标普500指数本季的目标范围介乎5,661至5,807点。

### 标普500指数及其预测市盈率



资料来源：彭博，数据截至2024年6月8日

### 2022年美国滞胀时当季标普500及其行业指数表现



资料来源：彭博，数据截至2024年6月8日



同时，参考6月7日标普500指数的每股盈利 (EPS) 报228.06美元，配合上述未来3季盈利增长约11.7%，即约254.74美元。再配合估值范围，推算预期目标价约为5,961至6,114点。最后，简单计算4组目标价的平均值，报约5,886点，并作为本季标普500指数的目标水平。

### 非美地区：预期欧日股市走势各异 亚洲科技股潜力巨大

不能否认科技股表现如日中天，堪称行业翘楚的芯片制造商一举跃升为全球市值前列企业。无疑，国际焦点绝大部分都放在美股的科技股之中，但不同市场都有科技股，美股以外是否不屑一顾？

以MSCI美国、欧洲、亚洲除日本、日本及新兴市场的科技股指数作为5大国家及地区性代表，并以2年期、1年期、年内及上季4个不同时段的表现进行分析。结果显示，2年回报中成熟市场 (欧、美、日) 的平均回报高达61.9%，亚洲除日本及新兴市场则为26.5%，高下立见。

半导体行业近年外溢至其他地区，尤其是亚洲市场，例如台湾、南韩及印度，刺激当地相关股份的股价持续攀升。虽然各时段的首2位最佳表现者，依然是欧美股市，但与其他3个地区的差距明显收窄，反映非欧美地区的科技股潜力更大。例如，亚洲除日本及新兴市场的科技股指数，年内与欧美表现差距只有6至8个百分点，季内更只有3个百分点。

表现较令人失望的是日本，除了上季是唯一出现负回报的市场之外，年内较亚洲除日本指数亦只高出2.1个百分点，比较2年前差距达25.6个百分点，反映曾贵为全球科研大国的日本，近年受亚洲区内其他国家及地区追赶，已不复当年勇。

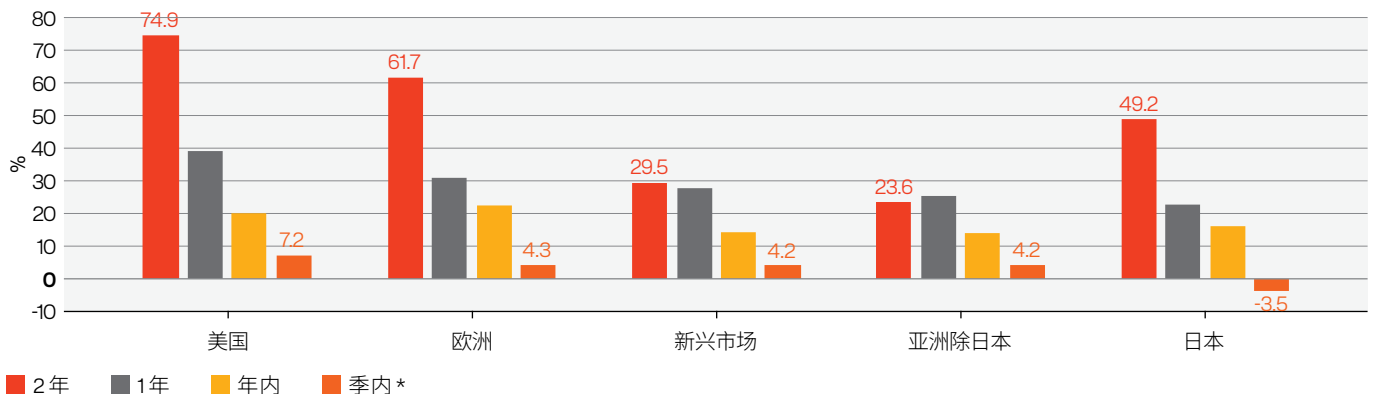
亚洲除日本及新兴市场的表现叮当马头。翻查MSCI提供截至5月31日的相关科技股指数的基金便览<sup>8,9</sup>，发现投资占比首4位的股市依次序同样是台湾、南韩、印度及中国，合共占比为99.51及98.93%，两者相差只有0.58个百分点，最大的分野在于余下不足1%的分配，分别投资于泰国 (0.37%) 及沙特阿拉伯 (0.40%)。

综合而言，欧美以外具潜力的科技股着实稀缺，大部分集中于亚洲。不过，科技股后起之秀表现良莠不齐，投资者在选股上更要小心。

### 欧股：短线乐观但中线黯淡

虽然欧元区CPI仍高于目标2% (5月报2.6%)，但6月6日欧央行宣布减息<sup>10</sup>。市场除了窥探未来利率走向，更重要的是经济能否摆脱衰退的威胁。欧元区最大经济体德国自2022年第1季起按季GDP长期徘徊在盛衰边缘<sup>11</sup>，法国亦只曾在去年第2季报0.6%的增长，自2022年第4季起各季度皆徘徊在0.2%以下<sup>12</sup>，较美国首季GDP增长报1.3%明显落后。

MSCI各地区之科技股指数表现



资料来源：彭博，数据截至2024年6月9日

\*季内指由4月1日至6月6日期间

<sup>8</sup> 见MSCI网站，<https://www.msci.com/documents/10199/f50d0a7b-c738-4774-a155-076c8e6bbdb5>

<sup>9</sup> 见MSCI网站，<https://www.msci.com/documents/10199/e4fc065d-b458-4b10-bfa3-3c1427b0af47>

<sup>10</sup> 见路透社网站，<https://www.reuters.com/markets/europe/ecb-begin-cutting-rates-even-inflation-fight-continues-2024-06-05/>

<sup>11</sup> 见Trading Economics网站，<https://tradingeconomics.com/germany/gdp-growth>

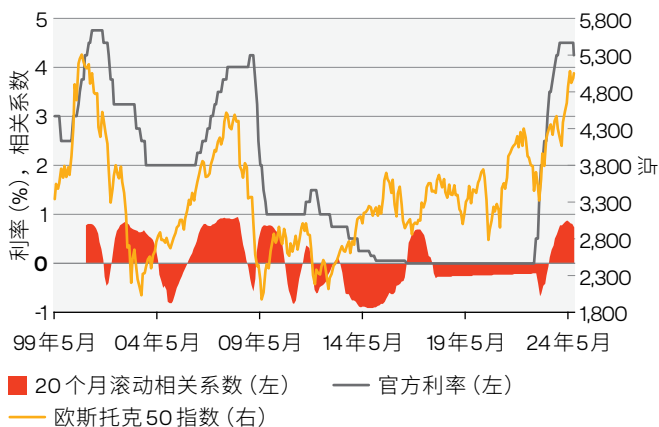
<sup>12</sup> 见财经M平方网站，<https://en.macromicro.me/charts/99946/world-market-cap-to-gdp>

## 股票

欧央行自2022年7月首次加息以来，欧股表现不单未受影响，反而势如破竹。截至今年6月7日，欧斯托克50指数累计升幅约47%，更胜同期标普500指数的42%。以当地总市值除以其GDP总体量计算的“巴菲特指数”显示，欧洲报62.93%，反映过去两年欧洲经济虽然徘徊衰退边缘，但经济体量仍足以支撑当地股市升势。反观美国报188.90%，是仅次于台湾股市（报288.42%），排名全球次席，反映实体经济未能支撑现时股市估值。美股趁AI狂热之便劲升，但经济却江河日下，不禁令人担心当拜登政府的扩张性财政政策哑火时，美股将如何自处。

另外，参考过去30年欧元区官方利率与欧斯托克50指数的月度数据显示，2008年金融海啸之前的20个月滚动相关系数，正值占近75%，反映利率处正常情况时，欧股表现与利率算是同步。今天处于加息周期后首次减息，截至6月7日，其相关系数又高见近65%，暗示未来进一步减息有可能遏抑欧股升势。

### 欧元区官方利率、欧斯托克50指数及两者之相关系数



资料来源：彭博，数据截至2024年6月9日

去年第2季分析中国在“两会”中以强硬的态度应对欧美阵营的挑战，及后欧美高举“去中国化”旗帜，全方位向中国施压，当中金融战直接冲击中港股市。例如去年5月美国

上市公司会计监督委员会(PCAOB)公布2022年报告后，决意对在美上市的中概股展开新一轮审计检查<sup>13</sup>，以及去年11月宣布把中港股市由美国联邦退休基金中剔除<sup>14</sup>。虽然没有实质资金足印支持，但市场普遍认为当时全球股票组合正跟随美国禁令，由中港股市流出并转投欧、日股市。比较欧斯托克50、日经225、恒生指数及沪深300指数，由去年3月起走势明显出现背驰。更有趣的是，今年4月起欧、日股市出现明显调整，同一时期恒生指数却出现绝地反弹。如此巧合，资金流向显而易见。

### 各地区代表性股票指数表现



资料来源：彭博，数据截至2024年6月9日

《宏观策略》章节中预测欧美经济差距进一步扩大、欧洲领导层换班、联合国大会就中东决议的投票结果出现姿态上的分歧，以及近月欧洲领导人与中国政府高层频密接触后，欧美关系出现近年来少见的裂痕。截至6月10日，欧洲议会选举看似尘埃落定<sup>15</sup>，固有利益团体好大机会继续执掌，但极右阵营趁势抬头，反映欧洲选民对事无大小跟随美国的做法反感，法国总统马克龙随即宣布提前大选便是铁证<sup>16</sup>。

市场预期欧美以邻为壑的操作将受到掣肘，以往予取予携的资金自然会流出欧美阵营，不利欧股走势。国际格局变化多端，大家拭目以待。

<sup>13</sup> 见美国上市公司会计监督委员会网站，<https://pcaobus.org/news-events/news-releases/news-release-detail/pcaob-releases-2022-inspection-reports-for-mainland-china-hong-kong-audit-firms>

<sup>14</sup> 见金融时报网站，<https://www.ft.com/content/6e5d00ec-de0d-4c57-82ea-4b2846ef8004>

<sup>15</sup> 见CNN网站，<https://edition.cnn.com/2024/06/09/europe/european-parliament-far-right-surge-intl/index.html>

<sup>16</sup> 见政客网站，<https://www.politico.eu/article/eu-european-election-results-2024-emmanuel-macron-dissolve-parliament-france/>

最后，早前分析美国总统大选年间，美股在风险考量后的表现完胜其他地区股市。距离11月大选只差约1季，踏入最后冲刺期，过去10届的第3季各地股市表现又是如何？分析结果如下：

选举年的第3季	指数表现(%)				
	标普500	欧斯托克50	MSCI亚洲除日本	东证指数	MSCI新兴市场
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
平均回报	-0.6	1.0	-2.4	-3.0	-1.9
标准差	6.3	5.0	12.0	7.7	12.2
比例	-0.1	0.2	-0.2	-0.4	-0.2
最大回报	8.4	8.5	9.8	6.2	8.7
最小回报	-9.4	-8.9	-23.9	-17.6	-27.6
比例(绝对值)	0.9	1.0	0.4	0.4	0.3
按年排名首2位次数	5	4	4	1	4
按年排名尾2位次数	4	2	4	5	3
排名差距	1	2	0	-4	1
正值回报次数	4	5	4	3	5
结果	4	3	2	0	3

资料来源：彭博，数据截至2024年6月9日

因数据所限只能自1988年起分析，沿用上述4大分析指标，得分最高首3位分别是标普500、欧斯托克50及MSCI新兴市场指数，结果预测欧股在美国选举年第3季仍会向好。

综合所有分析，中线而言，欧洲经济仍能支持当地股市，但长线来说，持续减息传统上不利股市走势，加上与美国关系转差亦有可能触发资金流出欧股。历年美国总统大选年的第3季数据显示，欧股表现突出，短期内欧股走势料能向好，但预期升幅有限。

### 日股：弱日圆优势渐见褪色

过去两年日股成为全球资金焦点，缘于趁美元兑日圆由近130持续爬升至近160水平、喻为“股神”的巴菲特增持日股、去年G7广岛峰会后各科技“大君”(Taikun)加大日本投资，以及久违多个年代的通胀重临等利好因素支撑下，令日股气势如虹。截至6月11日，东证指数报约2,784点，与在1989年12月18日的峰值2,884点，仅一步之遥。

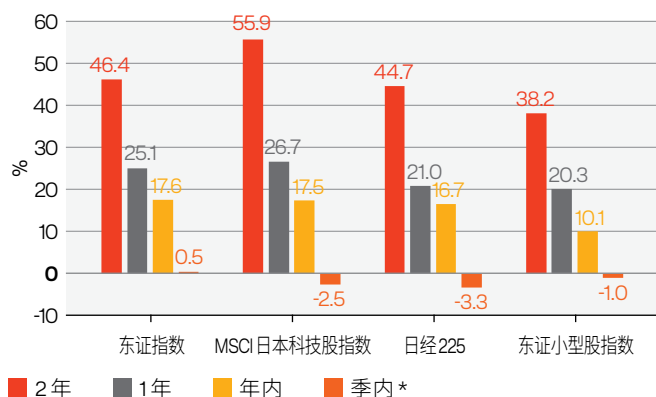
问题是未来美元兑日圆会否突破160水平？巴菲特会否持续加注？科技巨头会否遵守投资承诺？通胀重临是天使还是魔鬼？更重要是资金在日股升至35年峰值时，决定沽货离场，还是高追加仓？今天投资者面对的是长达逾30年周期的经济及投资考量，撇除短炒，以中长线角度来看，须要有更大的理据才能支持日股维持估值，甚至突破35年的高位。

近月股指的走势已非常直白：资金流亢奋后回归基本分析。



## 股票

日本各代表性股票指数



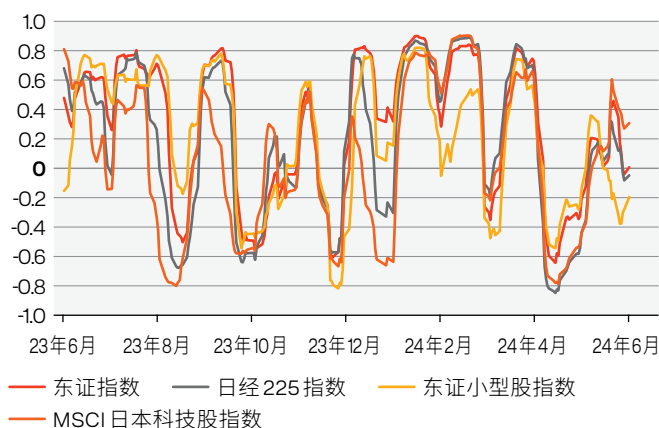
资料来源：彭博，数据截至2024年6月11日

\*季内指由4月1日至6月10日期间

参考日本4大股票指数，包括最具国际代表性的东证和日经225指数，分别代表增长股及科技股的东证小型股和MSCI日本科技股指数，通过两年期、1年期、年内及季内表现共4个时段作分析。结果显示，日股的升势约始于两年前，当时全球半导体需求殷切，日本在研发及代工位处世界前列，及受惠岸田政府的政策支持<sup>17</sup>，4大指数中两年期表现以MSCI日本科技股指数最为突出，全期升近56%，较大型股为主的东证指数高出9.5个百分点。观察4大指数之后的表现，就算期间出现调整，各走势大致相若，表现差距都在5个百分点之内。唯一须注意的是小型股指数在1年及年内与其他指数表现差距逐步扩大，反映市场波动时资金投入大型股偏多。惟意料之外的是，季内各指数表现差距进一步扩大，只有东证指数微升0.5%，其余皆录得跌幅，当中相信与日本财金政策及国际格局有关。

根据上述4大指数过去两年与美元兑日元之相关系数，并以按日数据显示，东证、日经225及东证小型股指数的正值占比分别是65.8、63.1及63.3%，反映日元走势对他们的影响相若。但MSCI日本科技股指数报49.7%，即受日元走势影响不足一半，反映其受科技热潮影响更大。另外，观察各系数近年走势，当美元兑日元自去年1月13日报128之后，持续上升至今年4月26日近158之际，4大指数之相关系数升至74.8、70.7、71.3及57.1%，反映弱日元更有力支持各指数走势。

日本各股票指数与美元兑日元的相关系数



资料来源：彭博，数据截至2024年6月11日

对外资而言，日元贬值是投资日股的最大隐忧。根据上述之指数及时段，扣除期间日元贬值后的总回报，表列如下：

时段	美元兑日元表现 (%)	扣除日元表现后之总回报 (%)			
		东证指数	日经225指数	东证小型股指数	MSCI日本科技股指数
2年	16.8	29.5	27.8	21.4	39.0
1年	12.7	8.3	4.2	3.4	9.8
年内	6.7	0.7	-0.2	-6.8	0.7
季内	3.8	-16.3	-20.1	-17.8	-19.4

资料来源：彭博，数据截至2024年6月11日

结果显示，两年内共16组数据中有6组出现负值，即期内不论何时投入4项指数，负值占比近38%。缩窄范围至今年内表现，8组数据中更有6组出现负值，比例近75%。季内表现更吓人，总回报全数录得双位数下跌，最大值更见负20.1%，反映股指破顶的表象，其实是大谬不然。

下一个问题是，日元会否进一步走弱？《外汇》章节中有详细的技术分析，但从中线来看，须考量财金政策的底层逻辑，及其他央行举措的互动影响。

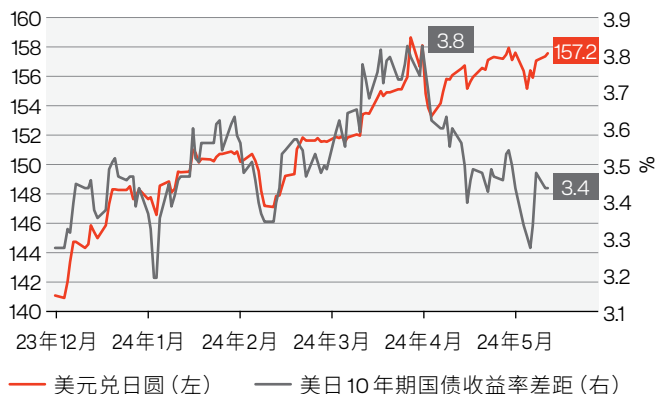
<sup>17</sup> 见新加坡商业时报网站，<https://www.businesstimes.com.sg/international/kishida-urges-us-executives-boost-tech-investments-japan>



日圆冉冉贬值的核⼼原因是官方利率长期远低过欧美等主要经济体，造就过去数十年的利差交易，大量日本国民甚至政府的储蓄外流，把利差收益回馈企业以至社会经济。日圆长期被沽空，汇率过弱，将资源倾斜到国外，与刺激内需的政策实质上背道而驰。日本是量化宽松的鼻祖，但饮鸩止渴最终断送本土经济近30年。

日央行当然有其责任，但更是时势所迫。去年底美联储会议纪录表示今年内将启动首次减息<sup>18</sup>，点阵图还显示年内将减息3次<sup>19</sup>。美联储如此信誓旦旦，为避免美国减息后日圆有可能大幅升值，日央行便在3月19日宣布结束持续11年的负利率政策及收益率曲线控制 (yield curve control, YCC)。怎料宣布之后，美联储不单止按兵不动，其主席鲍威尔及委员们还不断放出“鹰派”言论，导致日圆急速下滑至近158水平。日本首相岸田文雄在4月和韩国总统尹锡悦更一同致电华盛顿，对两国本币大幅贬值向美国提出“严重关切”<sup>20</sup>。加上日本政府曾公开呼吁市场不要沽空日圆，数据上亦显示日央行曾大手干预，惟成效不彰<sup>21</sup>。

美元兑日圆与美日10年期国债收益率差距



资料来源：彭博，数据截至2024年6月11日

或许天佑日本，当美国在4月宣布首季GDP表现令人大失所望，美联储的粉饰再难掩市场对经济衰退，甚至出现滞胀的忧虑。懒理美联储如何维持高息，美国10年期国债收益率高见4.7%后持续下跌，同时日央行取消YCC的效能渐现，日本10年期国债债息由4月约0.7%持续向上，更曾突破1.0%水平。截至6月11日，数据上美元兑日圆与债息差距走势相若，此消彼长下，美日收益率差距由高位3.8个百分点，持续下滑至3.4个百分点，汇率与利差明显背驰，反映155以上水平的汇率将站不住脚。

美联储在6月点阵图中下修至年内减息1次，令美国债息进一步下跌。就算未来日本债息维持不变，按6月初的利差比例计算，都足以把美元兑日圆由高位近160水平拉落至近140水平。若果真如此，将对高处不胜寒的日股构成压力，重演去年强劲气势的难度将相当高。

### 日股：利率政策进退失据

日央行行长植田和男上任后一直备受批评，尤其言论过于谨慎导致美元兑日圆持续走高。5月他与岸田文雄会面后一改颓势，“鹰”姿焕发地表示央行须采取政策以应对汇率波动<sup>22</sup>。暂且不去讨论以加息来抵御日圆贬值是否奏效，但对经济冲击等副作用更须关注。

加息背后涉及通胀问题。日本是缺乏天然资源的外向型经济体，本币贬值无疑受惠出口业或旅游业，但代价是进口性通胀削弱国民的购买力，实际打击本土民生性消费，对整体经济可能得不偿失。

虽然“春斗”(Shunto)决定今年工资平均上涨5.28%，创下自1991年新高<sup>23</sup>。但扣除4月份2.5%的通胀后，实质加薪幅度只有约2.8%。引述三井住友资产管理的分析报告<sup>24</sup>，除非加薪能够刺激本土消费增加，否则不能确定加薪能带来良性的经济循环，最终须取决于企业能否系统地坚持基本工资的增长。

<sup>18</sup> 见CNBC网站，<https://www.cnbc.com/2024/01/03/fed-minutes-december-2023-.html>

<sup>19</sup> 见芝加哥商品交易所网站，<https://www.cmegroup.com/markets/interest-rates/cme-fedwatch-tool.html>

<sup>20</sup> 见路透社网站，<https://www.reuters.com/markets/currencies/political-heat-prods-japan-south-korea-team-up-weak-currencies-2024-04-19/>

<sup>21</sup> 见路透社网站，<https://www.reuters.com/markets/currencies/japans-may-1-intervention-may-have-cost-236-bln-boj-ata-suggests-2024-05-02/>

<sup>22</sup> 见日本时报网站，<https://www.japantimes.co.jp/business/2024/05/08/economy/boj-ueda-monitoring-yen/>

<sup>23</sup> 见日经亚洲网站，<https://asia.nikkei.com/Economy/Japan-s-unions-win-biggest-wage-hike-since-1991-in-stage-change>

<sup>24</sup> 见三井住友资产管理网站，[https://www.smd-am.co.jp/english/market\\_information/monthly/2024/Why\\_the\\_Wage\\_Increase\\_Rate\\_in\\_the\\_Shunto\\_of\\_2024\\_is\\_Important.pdf](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，各行业加薪幅度参差<sup>25</sup>、日圆年内贬值约10%，以及长年累月的通缩心态，令国民反而继续紧缩开支。日本4月份按月家庭开支下跌1.2%，是“春斗”后首次下跌<sup>26</sup>。

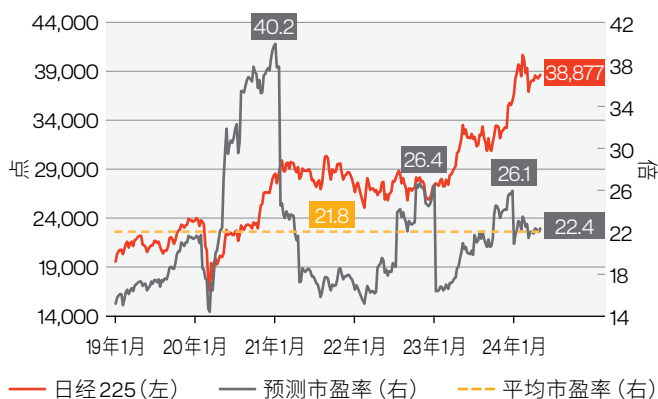
另一方面，日圆低迷吸引大批海外游客到访，人满为患有可能演变成社会矛盾。例如东京涩谷近年游客数量大增，街头醉酒闹事对民生造成滋扰，涩谷区公所决定每天下午6时至翌日清晨5时执行夜间禁酒令，新规例将于10月生效<sup>27</sup>。

日央行6月会议中维持利率不变，言论中保留日后政策转变的回旋空间。仿照美国“缩表”进程，会后明确指出将在7月会议中讨论减少买债的具体计划。日本国债收益率有望进一步上升，美日债息收窄将不利日股走势。受制于美联储利率政策和经济条件抵御加息的影响还未成熟，预期日央行的被动状态短期内将不会改变。奢望以加息解决更深层次的消费信心、投资意愿和经济增长动能，迄今看似一厢情愿。

### 日股：适宜“选股不选市”

截至6月12日，日经225指数之预测市盈率为22.4倍，2019年疫前至今的平均值约21.8倍，而疫后最高值为26.4倍。以6月12日指数报38,877点计算，按比例推算的预测指数范围应是37,836至45,819点。

日经225指数及其预测市盈率



资料来源：彭博，数据截至2024年6月12日

另外，同样以6月12日的38,877点，配合现价市盈率约28倍，并以两年平均值28.4倍作起点，推算每1倍市盈率波动之相对指数水平，表列如下：

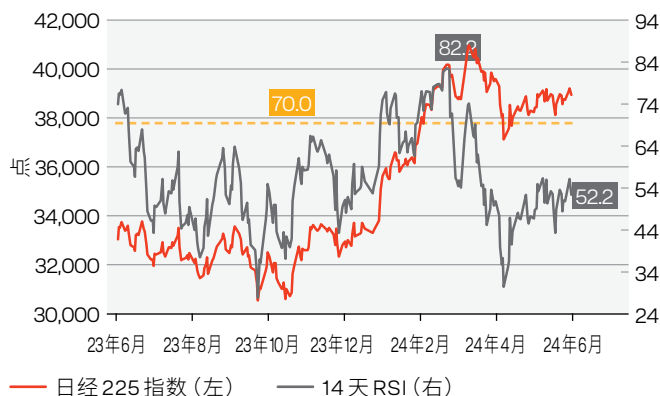
现价市盈率 (倍)	推算指数 (点)
30.4	42,209
29.4	40,821
28.4 (两年平均值)	39,432
27.4	38,044
26.4	36,655

资料来源：彭博，数据截至2024年6月12日

最后把最高与最低范围打平均，预测日经225指数本季目标范围应在37,246至44,014点，反映上升空间较下跌空间大，日股值博率仍然偏高。

再以14天相对强弱指数 (RSI) 作为市场极端状况指标来量度下跌风险。数据显示，过去1年当指数冲破40,000点时，14天RSI最高值约82.2，相对6月12日报52.2，反映市场仍未过热或短期内下跌机会及空间有限，与上述分析结果相若。另外，全期高于70，所谓“超买”水平的日数只有约15%，反映虽然日股过去1年屡屡破顶，但其实市场未算过热。

日经225指数及其14天RSI



资料来源：彭博，数据截至2024年6月12日

<sup>25</sup> 见CNBC网站，<https://www.cnbc.com/2024/04/03/why-japans-shunto-wage-hikes-may-not-work-over-80percent-of-its-workers-.html>

<sup>26</sup> 见Trading Economics网站，<https://tradingeconomics.com/japan/household-spending-mom>

<sup>27</sup> 见朝日新闻网站，<https://www.asahi.com/ajw/articles/15293784>

最后，行业选择中以未来3季盈利增长预测作指标，表列如下：

综合及行业	盈利增长预测 (%)			
	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
医疗护理	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
<b>日经225</b>	<b>13.7</b>	<b>8.1</b>	<b>28.2</b>	<b>50.0</b>
工业	-3.3	-5.7	44.4	35.4
房地产	-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
通讯	0.0	-18.4	-64.3	-82.7
<b>平均</b>	<b>2.3</b>	10.4	54.3	--
<b>标准差</b>	<b>24.7</b>	31.6	102.2	--
<b>最大值</b>	<b>29.0</b>	48.7	303.2	--
<b>最小值</b>	<b>-64.0</b>	-67.3	-64.3	--
<b>正值比例</b>	<b>54.5</b>	72.7	81.8	--

资料来源：彭博，数据截至2024年6月12日

未来3季平均盈利增长预测高于综合指数的行业分别有物料、金融、医疗护理、科技及必需品，该5大行业所有的盈利预测平均增长为54.3%，表现相当亮丽。更重要是低于综合指数的行业，大部分表现差劲，盈利增长预测负值比率高见50%，平均值为负4.4%，最大盈利倒退67.3%，反映投资于这些行业风险颇高，亦折射出日股各行业的股价表现将非常参差。



单纯观察本季整体盈利增长表现，平均只有2.3%，但波动非常大，不只标准差报24.7，远高于平均值，最大及最小值相差近93个百分点，而且最小值是最大值的2.2倍，下行风险非常大。换句话说，投资日股时不宜简单地投资在综合指数身上，更应选择盈利增长有望优于指数的行业作为投资标的，否则风险将非常之高。

综合上述所有分析，日股总市值占GDP比例高见153%，排名世界第3位<sup>28</sup>，显示股市正偏离经济基调。日圆持续贬值其实是双刃剑，弱日圆有利外贸，但同时蚕食国民购买力。利率政策正刺激国债收益率上升，美日利差缩窄不利日股中线走势。短期内日股大幅下跌的机率及幅度偏低，本季日经225指数的目标范围在37,246至44,014点，反映上升空间更大，但盈利分析中显示应“选股不选市”，否则风险将相当高。

#### 本章总结：

- 基本情景下，本季标普500指数最高为5,886点
- 美股投资策略为科技股配搭价值且防守型股份
- 多项因素支持欧股短期走势，但升幅有限
- 日股适宜“选股不选市”，否则风险相当高

<sup>28</sup> 见财经M平方网站，<https://en.macromicro.me/charts/99946/world-market-cap-to-gdp>

股票

东亚银行财富管理高级投资策略师 陈伟聪

# 香港及中国内地股市展望：修成正果

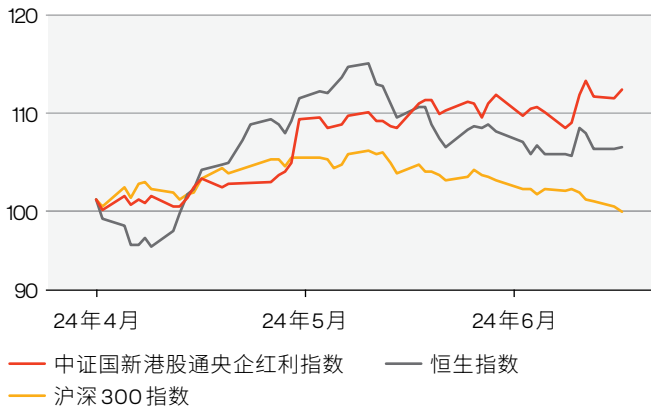
上季题为“乍暖还寒”，象征中港股市在中央一连串稳增长政策加持下渐入佳境，惟期间难免遇到各种来自外围的考验和市场对个别政策执行力的怀疑，市况回暖并非一帆风顺，现时回望与当时的预测相差无几。

在4月至5月中旬，中国内地多个政府部委承接两会时提出的经济发展主线，陆续发布了针对房地产、消费、工业和资本市场等领域的提振措施或改革政策。例如大幅下调首套及第二套房的首付比例和按揭利率、放松一线城市住房限购令、设立3,000亿元人民币保障性住房再贷款予地方政府收购已建成未售房屋、发行超长期特别国债、开展新一轮新能源车以旧换新补贴、修订监管A股市场之“国九条”、建议扩大港股通投资范围等。另外，根据外媒报道，内地投资者经港股通买入港股未来亦有可能获免征股息税。受到利好政策行情驱动，市场风险偏好情绪大举修复，触发恒生指数于短短5周内从期内低位16,044点飙升至19,706点，累计升幅惊人，达23%，不仅大幅抛离同期沪深300指数约5%的升幅，同时亦跑赢欧美各主要股票市场。值得一提的是，港股此轮升势之日均成交额亦增加至约1,300亿港元，其中港股通资金属主要催化剂，占大市整体成交比例平均接近20%。

然而，自踏入5月中下旬后，由于政策博弈行情气氛减退，加上港股业绩期内企业盈利逊预期之比例仍然高企，令恒生指数的升势无以为继。同时，美债息攀升、欧美对华商品加征关税、台海军演等一系列外围风险因素重新冒起，加重了港股在严重超买下的回调压力，恒生指数一度从高位下调约10%，最低见17,752点。6月中下旬，多名中央主要财金官员出席陆家嘴论坛，提出了“科创板八条”和央行

国债流动性管理操作等措施。与此同时，沉寂一时的国家队资金再度入场撑市，国新投资宣布认购了3只港股通央企红利交易所买卖基金(ETF)，有助纾缓大市沽压。

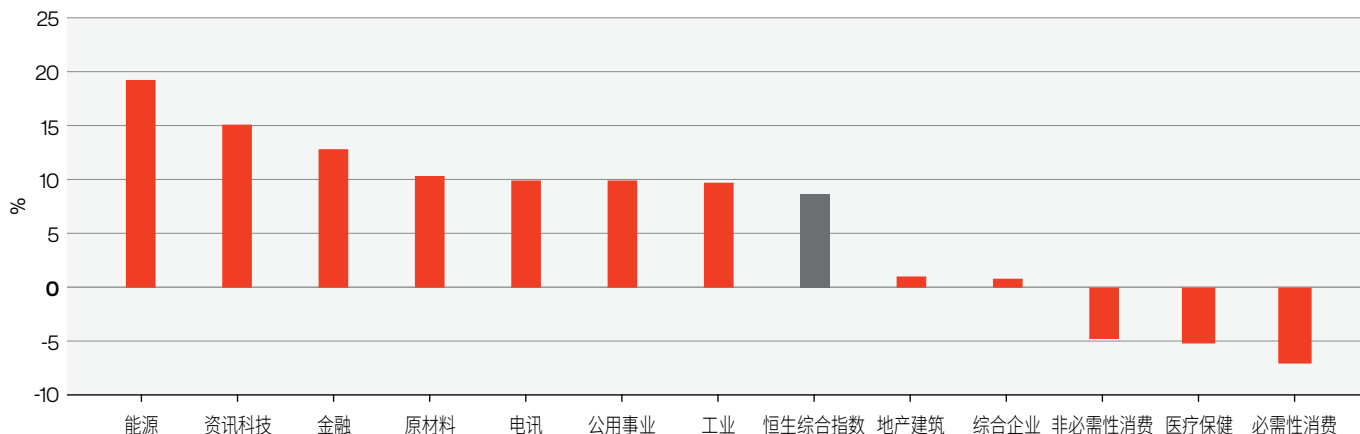
中证国新港股通央企红利指数、恒指、沪深300指数走势



彭博，数据截至2024年6月25日  
注：基数设为100

截至6月25日，港股表现在季内较A股市场略胜一筹，恒指及沪深300指数分别上升9.3%及下跌2.3%。港股板块表现方面，能源、资讯科技、金融、原材料、电讯、公用事业及工业均可跑赢大市，能源板块更已连续两季排名榜首，季内累升19%。另有3个板块录得下跌，包括非必需性消费，医疗保健，以及跌幅约7%的必需性消费。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，股价表现继续势如破竹，屡创多年新高。同样评为“看好”的本地高息概念股则个别发展，整体走势受累于美债息高企；至于评为“审慎乐观”的工业设备板块和网络游戏板块，皆能跑赢大市。

2024年第2季恒生综合行业指数表现



资料来源：彭博，数据截至2024年6月25日



本季题为“修成正果”，意谓经过多月以来国内稳增长政策持续发力，内地房地产和消费等经济较为薄弱环节可能已抵达转捩点，本季公布的经济数据、企业中期业绩若稍有惊喜，两地股市可望延展升势。对于今年初于股市处于低位时默默增持的投资者，可能将会迎来五谷丰登之时。

### 中央大刀阔斧出招稳楼市，关连产业可择优而取

过去两年，内地房地产行业萎靡不振，一直是港股与A股的最大拖累。去年中央政府以保交楼作提振楼市政策主调，却始终未能扭转量价齐跌的困局，不少财困房企最终难逃债务违约的厄运。有见及此，过去一季中央决策层宣布了一篮子房地产宽松政策，政策重心亦转移至消化库存、刺激需求、保障融资等层面上。当局甚至在记者会中以“政治性”和“人民性”等罕见措辞去形容稳定房地产市场的工作，某程度上反映了当局稳楼市坚定不移的决心。综观5月发布的一系列房地产需求提振措施，其中取消全国首套房和二套房的按揭利率下限，就预期可令房贷利率在年内平均下调30至50个基点，居民每月供款负担可节省约4至6%。同时将按揭最低首付比例要求下调至历史最低水平的15%（首套房，原本为20%）及25%（二套房，原本为30%），亦进一步降低了居民的买楼门槛。这无论对于刚需自住的买家或投资客均具一定吸引力，更重要的是此宽松措施并无地域限制，意味只要未来一、二线城市的限购政策进一步松绑，楼市交投回升料指日可待，相信于该等城市坐拥大量优质土地及项目储备的内房国企将能率先受惠。

除了刺激需求的措施备受关注外，中央政府近月高调倡议的住房去库存政策，例如由人行设立的3,000亿元人民币保障房再贷款计划，其执行进度与成效如何，也是左右中港股市在本季表现的关键因素。从正面角度看，该计划目的是以1.75%的较低利率，引导银行向地方政府及国企提供额外5,000亿元以上信贷资金，用作收购房企新落成的住房单位存货，由于收购价普遍较市价存在一定折让，令后续用作保障房出租的租金回报率或可高于2.3%，故对于地方国企来说，有一定的吸引力。短期而言，相关措施预期可纾缓个别二、三线城市楼市供过于求的压力，亦有助补充内房发展商的流动性。然而，现阶段约8,000亿元人民币的收储资金仅足够消化约22%的新屋存货或4%的累计未售出住房存货，资金规模对整体内房市场实属杯水车薪。当局在未来数月会否再加大相关贷款金额，或推出更大力度财政支援政策，将会主导内房去库存及稳价格的成效。

整体来说，内地房地产行业在多项政策加持下已渐见曙光，过去两年被拖后腿的部分板块或可趁机重整旗鼓。其中较看好的有：一) 内地银行股，主要受惠于新增居民房贷回升，以及资产质素改善；二) 内地保险股，受益于房地产股权及债权资产价值修复，投资组合减值风险降低。至于建筑、机械、建材及物业管理等行业，以往股价表现与房地产升跌周期的关联度也颇高，惟在目前政策目标仍以去库存为主，对相关板块未来数月业绩的提振料有限，股价表现仍可能较为反覆。

### 挺经济政策料一气呵成，关注数据及业绩表现

经济政策层面上，中央相关部委在过去一季多措并举，逐步落实国务院总理李强于两会《政府工作报告》中确立的稳增长主线，包括启动1万亿特别超长期国债发行、推出新一轮汽车及家电消费品以旧换新补贴措施、增加对企业设备升级换代的财税支持等。同时，有关培育及发展新质生产力的具体政策亦接踵而来，覆盖氢能、可再生能源、低空经济、人工智能+等领域。另一较震撼市场的是国家集成电路产业投资基金三期正式成立，其注册资本超过3,400亿元人民币，料重点投向国内大型半导体制造厂和受海外政府制裁而被“卡脖子”的设备、材料、零部件等环节。我们认为，中港股市的政策博弈行情，正在从首季的憧憬阶段，逐渐发展至第2季的初期兑现阶段，期间两地股市的风险溢价明显回落，驱动估值大举修复。踏入第3季，我们预期政策兑现阶段将进一步延续，意味上述各项经济及产业支持性政策可一气呵成，甚至有加码空间。投资者不妨留意7月召开的三中全会及中央政治局会议，预期将围绕科技创新、低碳化转型、社福保障、提振消费、金融市场改革及化解债务风险等范畴作主要着墨点。若会议释出的讯号贯彻过去半年偏向稳增长的大方向，可望成为中资股新一轮估值上调的催化剂。

## 股票

尽管利好政策相继出台，但截至6月26日，内地在第2季已公布的经济数据表现，只是好坏参半。其中出口、工业生产及制造业固定资产投资呈现较强势增长，消费物价指数(CPI)及生产物价指数(PPI)延续回勇势头，显示通缩压力缓和。惟新增信贷规模、零售销售增速、基建与房地产固投增长则相对疲弱。由此可见，国内经济在多项宽松政策呵护下似乎已走出困局，但行业复甦态势尚欠全面，过度偏重于出口及制造业环节的复甦，对整体港股的盈利预测提振可能只是昙花一现。反之，未来一季市场或更倾向验证其他经济数据表现，例如内地居民消费领域能否及时回勇、CPI上行趋势能否持续等。若最终达标完成，料有助两地股市触发再通胀交易行情。

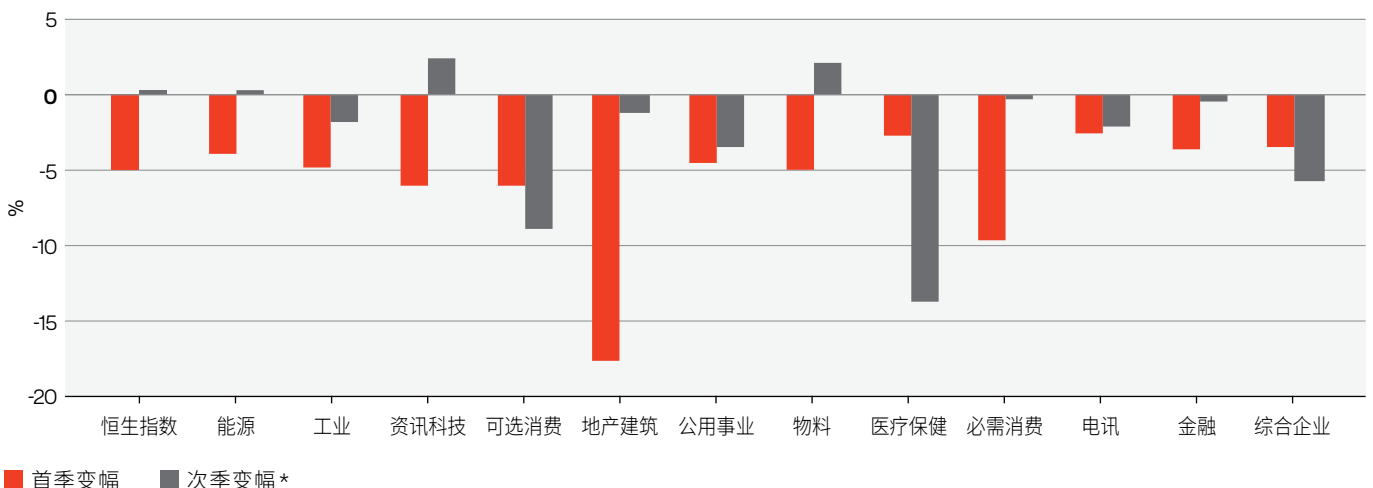
再者，上市企业的中期业绩以及管理层对下半年的业务展望也将主导大市走向。我们预期上半年盈利表现较理想的板块包括：资讯科技、能源、物料、工业和金融。根据彭博统计，前3者之恒生综合行业指数的2024年度盈利预测在第2季已成功扭转跌势，后两者的下调幅度亦大幅收窄。另一边厢的非必需消费和房地产板块，市场对其中期业绩的看法则相对审慎。即使如此，其下半年的经营环境或可逐步走出谷底，盈利预测进一步下调的空间料不大。

### 资本市场改革持续，高收益国企股料续领群雄

国务院在4月颁布内地资本市场改革框架的新“国九条”，强调以投资者保障为本，内容大致包括以下范畴：一) 收紧企业上市标准，强化发行承销监管；二) 规范上市公司的高管和大股东进行股份减持；三) 加强交易监管，增加高频交易成本，严格执行退市制度；四) 壮大专业机构投资者，推动中长期资金入市。事实上，中央过去两次(2004年及2014年)发布“国九条”均较聚焦“融资端”改革，而本轮新“国九条”与之前最大的分别是更侧重以投资者为中心。

首先，当局有意强化监管制度，改善A股的企业管治质素，以及减少内幕交易、帐目造假等严重违法行为，从而提升上市企业的可投资性。对于外资而言，决定超配哪个股票市场，除了审视行业增长前景和企业潜在回报之外，其余包括市场讯息披露、监管法规、上市企业的可投资性也属举足轻重之因素。若相关改革措施得以落实，相信假以时日可逐渐挽回外资投资中资股的信心，有利收窄中港股市与环球主要股市的估值折让。其次，新“国九条”重申要求合格上市企业须提高派息分红及股票回购，与过去大半年中央倡议“活跃资本市场，提振投资者信心”的大方向可谓一脉相承，意味在宏观增长动力欠奉、国内利率低位徘徊的投资环境下，利用现金流强劲的企业直接增加股东回报，无疑是提振中资股投资价值最直接可行的手段，我们预期一众高收益价值型“中特估”概念股份，依然是本季两地股市的主要领头羊。

恒生综合行业指数首季及次季的盈利预测变动



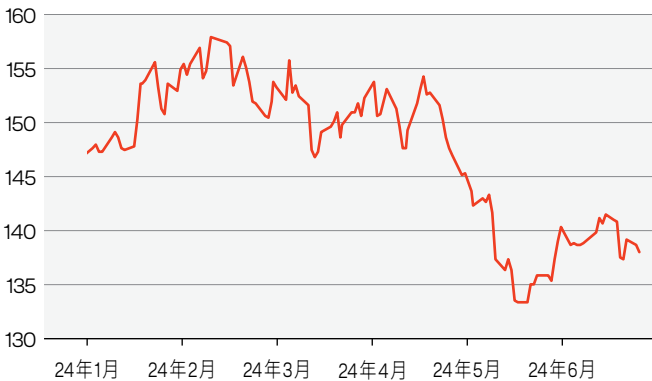
资料来源：彭博，数据截至2024年6月24日

\* 次季指由4月1日至6月24日期间

### 港股通扩容成效或有限，股息税减免如愿以偿？

中证监会在上季公布5项支持香港提升国际金融中心地位措施，当中3项与港股通扩容有关，包括放宽ETF合资格产品范围、纳入房地产投资信托基金(REITs)及纳入人民币计价股票，我们预期相关措施将于下半年陆续落实。首先，ETF产品扩容率先于7月22日生效，惟不宜过度高估该扩容为港股引入增量资金的规模。毕竟在原先的条件下，北水已可透过港股通吸纳10只ETF，当中较活跃的8只ETF的日均成交额，基本上已占整体ETF产品日均成交额约80%，故其余成交欠活跃的ETF即使获纳入至港股通，对内地资金来说可能只属聊胜于无。REITs亦有相似情况，尽管内地投资者热衷于配置高收益类资产，但在港挂牌的REITs数目有限，而且普遍市值偏低和交投量疏落，除个别规模较大的REITs受惠外，实际上对整体港股引流的作用似乎微乎其微。

#### 恒生沪深港通AH股溢价指数年内表现



资料来源：彭博，数据截至2024年6月25日  
注：指数大于100代表A股相对H股存在溢价

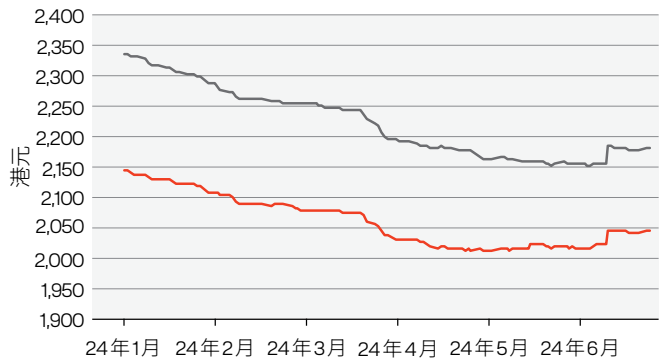
反观，传闻中的港股通股息税减免措施更令市场翘首以待，能否于本季落实属大市好淡风向标之一。由于目前国内个人投资者及传统互惠基金通过港股通买入H股后，在收取股息时须缴纳介乎20%至28%的股息税，其税率甚至高于直接持有A股(持有期超过1个月：0%至10%)，某程度上导致H股股价较A股股价长期存在重大折让的主因之一。事实上，上季市场获悉相关传闻后，已令沪深港通旗下股票的A/H股溢价从约5成大幅收窄至约3成。未来一旦港股通股息税率可下调至与A股市场持平，甚至全数宽免，再配合将人民币计价股票纳入至港股通，令内地投资者能免除汇兑风险，届时内地中长期资金增持港股之势将更趋旺盛，料将成为港股短期最大的“强心针”。投资者可重点关注股息率较高，且H股较A股股价折让较大的板块，例如内银、中资保险、中资电讯、能源、电力、建筑等。

### 削盈利惟上调估值倍数，恒指目标19,900点

基于上述分析，内地政府稳增长政策方向预期于本季延续。尽管房地产、通胀及消费等经济数据可能仍会阴晴不定，但只要整体经济回暖之势头未变，预期港股今明两年之盈利预测尚有上调空间。再者，“国家队”资金护盘态度坚决，加上港股通扩容改革，料有助重新刺激港股的流动性，可望对估值带来一定支撑。然而，美国总统大选在即，候选人在选战期间进行的辩论及政纲演说，或会进一步提出对华加征关税、限制投资中国企业、抵制中国高科技行业等措施，属中港股市未来数月最大的风险，遂限制估值倍数上调空间。

整体而言，我们将恒生指数2024年的每股盈利预测从上季的2,100港元下调至2,075港元(截至6月26日，彭博的预测共识约2,044港元)。估值方面，恒指经过去季的显著反弹后，其未来12个月预测市盈率已从年初低点7.8倍回升至约8.8倍，本季或须更多催化剂助估值作进一步修复。我们给予恒指2024年的预测市盈率目标9.6倍，并上调恒指今年底目标价至19,900点，较第2季预测的18,500点，上调约7.6%。

#### 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6月25日  
注：指数大于100代表A股相对H股存在溢价

#### 恒生指数预测市盈率



资料来源：彭博，数据截至2024年6月25日

股票

2024年第3季重点关注板块：

行业/主题板块	重点投资逻辑	看好程度 <sup>#</sup>
中资保险	<ol style="list-style-type: none"> <li>受惠于监管机构从严执行银保销售渠道新规，可望减少寿险行业的非理性竞争，有助降低大型险企的银保佣金开支。寿险产品预定利率下调、产品结构优化等因素预期可进一步改善行业新业务价值利润率。</li> <li>中国国债收益率料逐步见底回升，加上对A股与港股市场下半年看法正面，可望带动险企之投资收益率上升。</li> <li>内房企业流动性逐步改善，违约风险降低，有助持有较多内房资产的险企作估值修复。</li> <li>内险股估值大幅低于历史平均值，加上普遍H股较A股折让幅度较大，且股息率高达4至8%，料能受惠潜在港股通股息税减免措施。</li> </ol>	****
本地高息概念 (银行、公用事业、电讯、交通运输、综合企业)	<ol style="list-style-type: none"> <li>美联储料最快于本季开始减息，美国10年期国债收益率中线下行趋势已成，令本地部分银行、公用、电讯及综合企业的股息率(5至9%)更显吸引。</li> <li>公用事业企业盈利能见度较高，大部分海外项目(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，公用股的资产负债表稳健，普遍有能力加大派息，并有充裕杠杆空间作收购。</li> <li>股价波动性较低，较能规避人民币贬值、国内政策变动及中美冲突等风险，有助加强投资组合的防守性。</li> </ol>	****
中资电讯	<ol style="list-style-type: none"> <li>中资电讯企业正积极开发自家人工智能(AI)语言大模型，并加快建设AI数据和算力中心，料可吸纳更多政府和国企客户，成为未来收入增长的重要引擎。</li> <li>5G业务投资高峰期已过，相关资本开支已见顶回落，有利提升自由现金流，并可用作派息或股份回购。</li> <li>中资电讯企业的管理层预期未来2至3年派息比率年可进一步提高，目前行业的2024年预测股息率达6.3%至7.0%，高息因素可吸引内地长线资金增持。</li> </ol>	***
电力及可再生能源	<ol style="list-style-type: none"> <li>6月初国家能源局宣布放宽个别地区可再生能源利用率目标要求(从95%下调至90%)，意味未来更多新能源安装项目可望获得审批，有利提升风电及光伏新增装机容量。</li> <li>内地或于年内提出电力市场改革，其中重点之一或放于改善新能源电企的电价形成机制，料有助提升电企盈利能力及稳定性。</li> <li>国内多地已落实有关新能源设备的以旧换新政策，包括补助电企对单机1.5兆瓦以下风电机组的更新换代，料可增加风电项目的内部回报率及降低维护成本，并提振风电设备相关订单。</li> </ol>	***

<sup>#</sup>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：

- 稳经济政策的效用会继续体现，经济数据表现和企业业绩将主导后市走势
- 美国总统大选在即，两党候选人或会大打“中国牌”，属中港股市未来数月最大的风险
- 我们将恒指今年的每股盈利预测下调至2,075港元，预测市盈率上调至9.6倍，对应指数目标价为19,900点
- 本季可重点关注的板块包括中资保险、本地高息概念、中资电讯和电力及可再生能源



# 分歧中见投资机遇，审慎选股为投资关键

## 审慎选股对整体投资表现非常重要

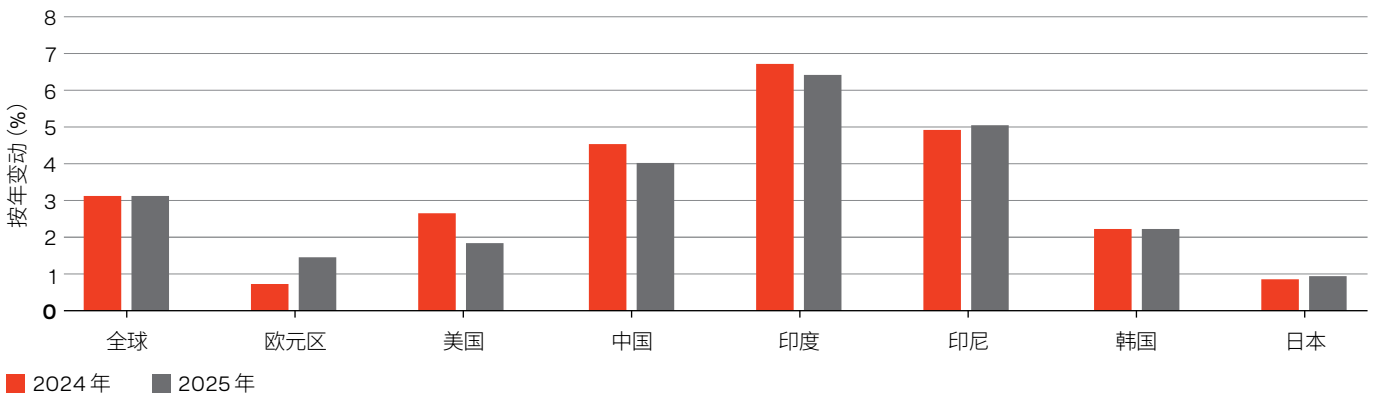
### 环球经济具韧性；唯各国情况分歧，须小心选股

美联储预期今年减息次数将缩减至1次，并表明长远息率水平会高于预期。美国减息时间未明，欧洲和加拿大央行已先行减息，惟接续降息机会不大。日本为应对久违了的通胀，17年来首次加息。印尼则为支持汇价，在4月出乎意料突然调升利率。全球高息环境持续，多个国家的通胀水平尚未回落至央行目标，但环球经济的韧性令人惊讶。国际货币基金组织预测全球经济在今年和明年将录得约3.2%的增长<sup>1</sup>。全球多国经济增长逐渐稳固，通胀稳步下行，美国经济出现硬着陆机会微，因此东亚联丰看好股票资产，但鉴于多国经济表现分歧，选股在现阶段尤其关键。目前，我们仍然看好美国具策略性的科技股、日股、中国价值型高息股，以及一些具结构性增长潜力的印度股。

### 个别美国AI股具吸引力；多项利好因素助推升日股

从宏观角度分析，美国经济纵使有放缓迹象，但整体仍属稳健。个人消费放缓，第1季经济按季年率轻微向下修订至1.3%<sup>2</sup>，但劳工市场保持强势，5月新增职位远高于市场预期。另一好消息是，当地5月的通胀低于市场预期，为美联储缔造减息条件。美国在科技领域上具领导地位，人工智能(AI)也开始应用在不同行业，刺激相关需求。这促使我们继续看好具策略性地位的美国科技企业。美股7巨头(The Magnificent 7)季度盈利增长不俗兼坐拥大量现金，多间企业更派发股息。人工智能被誉为第4次工业革命，而生成式人工智能可以创作出新内容和想法，过程须要用上大量先进晶片、软件和数据库等。这为人工智能供应链带来不同投资机会。

全球及多国的国内生产总值增长预测



资料来源：国际货币基金组织《世界经济展望》报告，数据截至2024年4月

<sup>1</sup> 见国际货币基金组织网站，<https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2024/04/16/world-economic-outlook-april-2024>

<sup>2</sup> 见彭博网站，<https://www.bloomberg.com/news/articles/2024-05-30/us-gdp-grew-at-softer-pace-as-spending-inflation-marked-down>

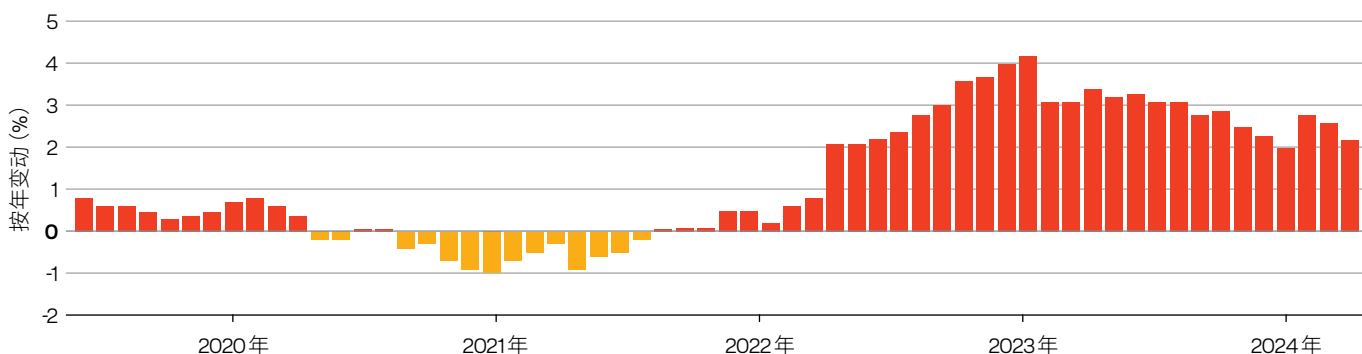
## 股票

东亚联丰对日股仍然保持乐观，看好原因包括受益于企业治理改革、货币政策正常化、资产价格提升、以及日本民众投资限额上调。自2022年，东京证券交易所持续推出改革，例如去年3月特别要求所有市账率低于1倍的企业提出改善资本运用的计划。目前，日本已经有不少企业宣布进行股份回购和增加派息，亦有解除交叉持股，帮助提升股份估值。加上，当地和国际之间的金融活动渐趋频繁，我们认为银行和金融股具投资潜力。继3月日本央行结束负利率政策，同时解除以购买国债控制长期利率的收益率曲线控制政策(YCC)后，于6月的会议上决定减少长期国债的购买规模，进一步推动货币政策正常化。日本多年处于通缩，时至今日终于回复通胀，工资和企业资本开支上升。随着日本利率正常化和美国减息预期，美日货币政策分歧相信会逐步缩窄，日元汇价有机会波动，因此我们看好受汇率影响较轻微的内需股。另外，为鼓励市民进行投资，日本政府扩大市民个人储蓄账户(NISA)年度投资限额，同时把免税期由原来的5年修改至无限期。

### 中国内地高息价值型股份值得留意

中国经济相对平稳。中国于5月推出历史性措施挽救楼市，虽然措施成效仍有待观测，但东亚联丰认为中国楼市的最坏时间应该已经过去。不过，现阶段团队对于内房股保持审慎态度，须待楼市措施成效明朗化后再作进一步评估。

### 日本核心通胀率



资料来源：日本统计局，数据截至2024年6月

目前，团队继续看好高派息和估值吸引的中国价值型股份，例如银行和石油股，后者更有对冲地缘政治风险的作用。另外，中美关系亦是左右股市表现的重要因素，一旦地缘政治局势升温，汽车、科技、人工智能和半导体等行业有机会受到波及。

### 印度选举结果不碍结构性增长前景

在刚落幕的大选中，印度总理莫迪第3度连任总理一职，但其所属的印度人民党却失去绝对多数席位。选举结果并没有打击我们对印度前景的信心。该国最新季度经济增长高于预期，达7.8%<sup>3</sup>。评级机构标准普尔把印度的前景从稳定调高至正面，反映政策持续稳定和庞大的基础设施投资有利当地的经济的发展。受惠基建投资、中产和劳动人口增加，团队会继续留意具结构性增长潜力的股份。由于当地股市已累积不少升幅，当市况出现调整时，将能为投资者带来选择性挑选优质股份的投资机会。

目前全球经济增长逐渐稳固、通胀稳步下行、货币政策和金融市场稳定性逐步改善，持续为资本市场提供支持。然而，各国宏观经济状况和货币政策分歧，加上地缘政治局势紧张，市场在机遇中暗藏隐忧。加上，不少地区的股市已累积相当升幅，故审慎选股对整体投资表现非常重要。我们认为具结构性增长动力的国家，以及领先行业和高息价值型股份，可为投资组合争取较佳回报及稳定收益。

#### 本章总结：

- 美国在科技领域上具领导地位，加上受惠人工智能兴起，美国科技股表现领先
- 货币政策正常化、合理估值以及企业治理改革为日股带来支持
- 中国价值型高息股，例如银行和石油股具吸引力
- 印度政策相信将持续稳定，庞大的基础设施投资有利国家发展

<sup>3</sup> 见今日印度网站，<https://www.indiatoday.in/business/story/indias-gdp-grows-at-78-in-q4-fy24-full-year-growth-at-82-2546304-2024-05-31>

## 缜密以栗

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



## 缜密以栗

全球金融秩序正进入新时代，尽管变化仍有待观察，投资者其实早已置身于“百年未有之大变局”中

上季标题是《春寒料峭》。早前预测经济走弱才是美国首次减息的导火线，而非华尔街银行家及财金官员一直高举的通胀幌子。毕竟在拜登的选举考量下，通胀预期不可能短期内下降至美联储的目标，美联储主席鲍威尔执掌后的利率点阵图更是大谬不然。另外，上季亦已强调不应过份憧憬减息，除非经济陷入衰退，否则只会酌量减息。历年首次减息前，收益率已反映大部分降息的影响，在首次减息之前入市方为上策。存续期应采杠铃式部署，将投资组合的债券年期平衡在3至5年间。债券级别方面，首次减息后，投资级别企业债较国债及高息债在风险调整后的回报更佳。整体预测大致与今天结果相若。

本季标题是《缜密以栗》。美联储一贯忽悠市场，看似在减息次数上就范，但经济预测中隐藏着为减息设好的下台阶。收益率预测中重申首降前已反映大部分减息优势的事实，空仓者已错失投资债券的最佳时机，持仓者可静候首降到来后有序获利。投资策略上，高息企业债较为吸引，在美国总统大选年间，欧美国债亦是最简单直接的选择，而在非美债市中经风险调整后的选择其实不多。债市更大的风险存在于两大“黑天鹅”事件：第1个是美国债台高筑已达到令海外投资者却步的水平；第2个是“去美元化”已兵临城下，长远正打击美元的国际地位，从而冲击美国的经济基石。短线利率拐点的出现及长线美债的前途危机下，投资者更应缜密以栗，见贤思齐。

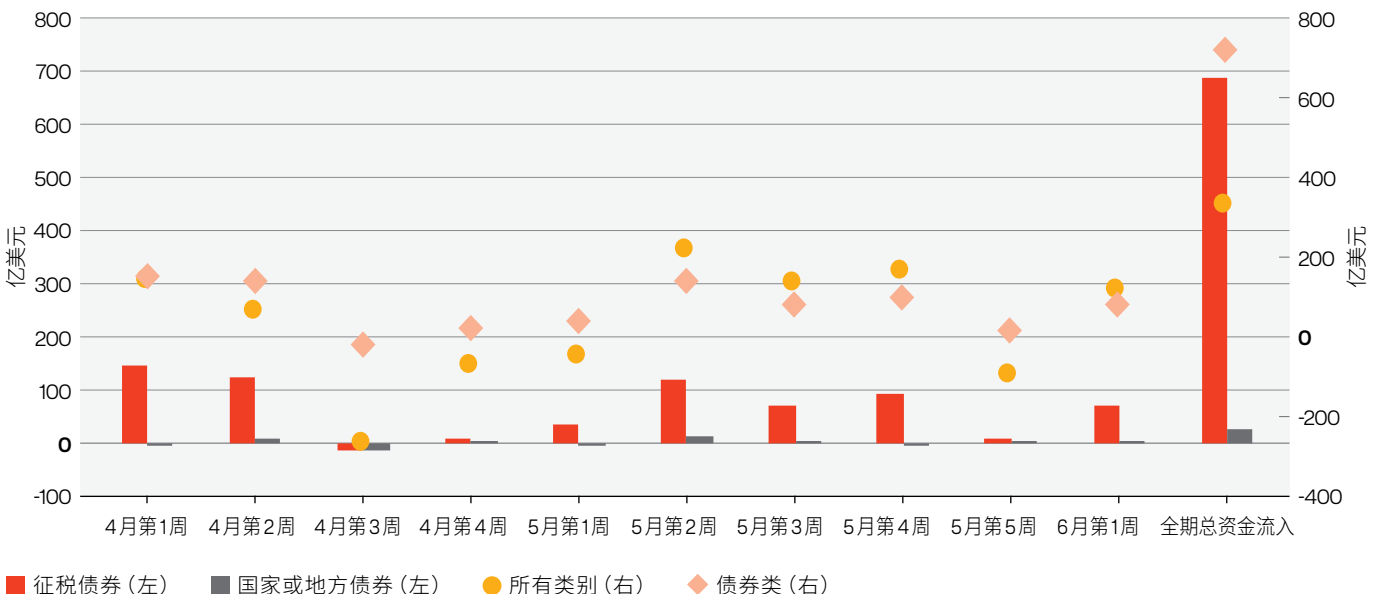
### 市场回顾：华尔街的禁脔

上季预测全球资金将有序流入债市，而且集中于企业债券而非国债，在此不再赘述。回顾上季资金流数据，结果正吻合本章预测。

截至6月15日，参考美国投资公司协会提供在美注册交易所买卖基金(ETF)及长线基金在过去10周的资金流数据，所有类别(即包括股票等全部类别)总流入量报322亿美元(下同)，但单看债券总流入量已录得近708亿，两者超过1倍的差距正好反映期内资金正蜂拥流入债市。

在债券类别中，拆开代表企业债券的“征税类”(企债)及代表地方债或国债的“地方债类”(国债)。期内企债较受资金追捧，只有4月的第3周录得流出外，其余9周皆录得流入，最高及最低流入量分别有121亿及11亿。国债在10周中有4周录得流出，但全期平均资金流量只有3亿，最高及最低流量分别是16亿及负12亿，反映国债交投并不活跃。全期企债流量占债券类近96%，而国债只有约4%，同样反映投资者非常集中于企债交易。

美国注册ETF及长线基金按周资金流



资料来源：美国投资公司协会，数据截至2024年6月15日



## 债券

另一研究机构Emerging Portfolio Fund Research (EPFR) 公布截至6月10日的数据显示<sup>1</sup>，资金对固定收益资产的兴趣依然强劲，年内流入资金已突破3,300亿，占去年总流入量近88%，与2021年创纪录流入量相比，约占当时的42%。当中有超过30亿资金流入高收益债券基金，新兴市场债券基金则录得自去年第4季以来的最大的资金流入。

欧洲央行自2019年以来首次减息之前，欧洲债券基金录得资金连续流入，并抵销了英国、瑞士和西班牙债券基金的流出。美国债券基金录得自2020年第4季以来最大资金流入，并主要流入企业债券。亚洲债券基金表现突出，而全球新兴市场债券基金则创下第2大资金流入纪录。

资金何解如此急进？本文早已分析在首次减息之前，收益率变化已反映了大部分减息的影响，强调投资者应及早部署（详情可参阅过去两季《债券》章节）。华尔街大户当然莫失良机，借着美联储主席鲍威尔及委员们的词艺<sup>2</sup>，无风生浪，炒作加息<sup>3</sup>。不谙世事的散户急忙抛售持仓，2年期及10年期的美国国债收益率推高至季内峰值的5.04及4.70%。在扫清障碍后，大户们便可长驱直进，之后再借美国首季国内生产总值(GDP)数据不似预期，收割早在年初部署的“金发女孩”（注：比喻为经济温和增长，失业率、通胀及利率偏低环境）烟幕，反手炒作减息，把国债收益率反压至近4.70及4.20%。上述资金流量数据的变化，正好折射出上述部分操作策略。

华尔街把债市作为一己禁脔，在市场内予取予携只是故技重操。过程中对加息或减息的分析前后矛盾，观点左摇右摆，行为令人嗤之以鼻，无非是利益挂帅。大户“割韭菜”的一刻，相信是在美联储正式宣布减息之时，现时已可预料届时仍有大批后知后觉的资金涌入债市，并将成为大户的盘飧。当然债市不会因此一贫如洗，但升势将是最后探戈（以下有详细分析）。

历史上利率的拐点往往带来投资契机，肥水不流外人田，华尔街大户早已名闻遐迩。风浪中散户更须谨慎，在风险和回报中知所进退，否则代价不菲。

### 利率预测：预设好的下台阶

“七国集团”（G7）贵为全球最重要的经济集团之一，其利率政策主导全球资金流向。加拿大<sup>4</sup>及欧元区<sup>5</sup>分别在6月5日及6日率先宣布减息，预期英国也会在8月宣布开展减息周期，上述各国更可能年内减息多于1次<sup>6</sup>。现时只有美国及日本对利率决策举棋不定，利差牵扯资金流动的影响下，预期美日央行短期内对利率方向拍板的机会愈来愈高。

加、德及英国的核心消费物价指数(Core CPI)分别是2.7、3.0及4.0%，实质GDP更只有0.6、负0.2及0.2%。各国通胀根本未达到经常念兹在兹的2%，但经济却已在衰退边缘中苦苦挣扎。央行的决定反映在经济及通胀中两害取其轻，财金官员如何再嘴硬都于事无补。反观美联储却延宕拖沓，6月会议上继续对息率走向支吾其词地忽悠市场。

过去已多次强调美联储首次减息是取决于GDP而非坊间经济讨论的消费物价指数(CPI)。历年维持超过12个月高息环境后，经济往往将步入衰退，甚至出现金融危机，在此不再赘述。虽然鲍威尔口不对心，甚至自打嘴巴的例子并非罕见，但今天美国面临的已单非是经济衰退，而是更严重的滞胀风险。历史上一旦滞胀成形，将遗祸数年（详情可参阅《宏观策略》内容）。谁都不想遗臭万年，砸锅前预设好下台阶，未尝不是为自己留一条后路。

<sup>1</sup> 见EPFR网站，<https://epfr.com/insights/global-navigator/investors-find-reasons-to-move-in-early-june-equity-fund-flows-bond-flows-money-market-funds-esg-fund-flows-investor-sentiment-financial-markets-data/>

<sup>2</sup> 见路透社网站，<https://www.reuters.com/markets/rates-bonds/fed-hold-rates-steady-inflation-dims-hopes-policy-easing-2024-05-01/>

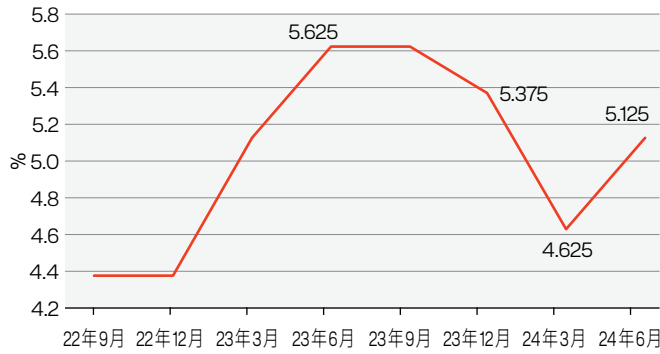
<sup>3</sup> 见美联社网站，<https://apnews.com/article/federal-reserve-interest-rates-inflation-mortgages-52156f98736527a254d5717b83e219f2>

<sup>4</sup> 见路透社网站，<https://www.reuters.com/markets/rates-bonds/bank-canada-cuts-rates-first-time-four-years-2024-06-05/>

<sup>5</sup> 见路透社网站，<https://www.reuters.com/markets/europe/ecb-begin-cutting-rates-even-inflation-fight-continues-2024-06-05/>

<sup>6</sup> 见路透社网站，<https://www.reuters.com/world/uk/bank-england-cut-rates-august-least-one-more-expected-this-year-2024-06-12/>

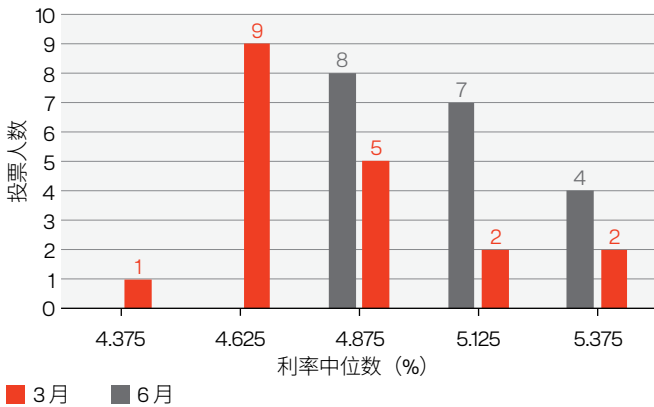
利率点阵图中 2024 年利率中位数



资料来源：彭博，数据截至2024年6月15日

美联储在6月的最新利率点阵图显示，今年利率中位数由4.625上调至5.125%，以25点为每次减息的幅度，预示今年减息由3月时的3次，降至现时1次。这是自去年6月起铺排减息操作后第1次上修，反映美联储终于肯面对现实。当中亦释出两大讯息：第一是投票分布较上季更集中，委员们分歧缩窄预示延伸出利率预测的波动率将骤降；第二是投票中认为会减息的有15人，利率“维持不变”的有4人，故只须让其中1至2人“转舵”，本季落实首降机率便会提升，有利短期美元债市表现。

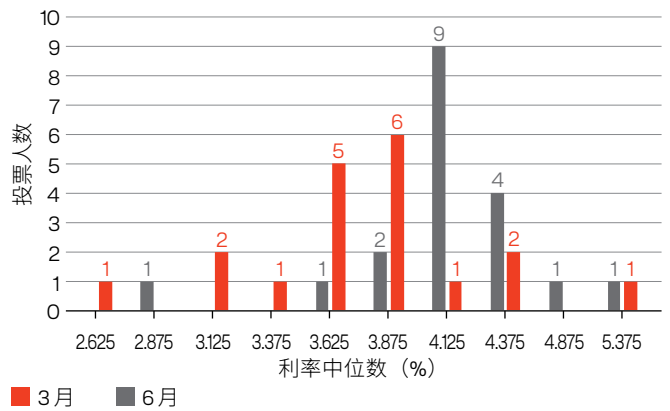
各委员对 2024 年利率中位数的投票结果



资料来源：彭博，数据截至2024年6月15日

中线方面，明年利率中位数由3.875上升至4.125%，基于今明两年各中位数之差距计算，暗示明年减息将由3次增至4次，但两年合计总减息次数却由6次减至5次，加上明年中位数上升，反映整体债市的乐观气氛将会收敛，同时折射出委员们的两大重要观点，分别是明年美国经济有可能步入衰退，以及下届谁入主白宫都改变不了减息的路向。

各委员对 2025 年利率中位数的投票结果



资料来源：彭博，数据截至2024年6月15日

更长远利率目标按季持平，首次投票人数依序分别是2.5及3.0%，反映委员会认为在可见的将来，美息都不会重回金融海啸时的零利率水平，对楼市及长息债券带来重大启示。数据表列如下：

美联储利率点阵图的投票结果		
更长远联邦利率 (%)	3月	6月
2.375	1	1
2.500	8	5
2.625	1	1
2.750	1	3
3.000	3	4
3.125	1	1
3.500	2	2
3.625	0	1
3.750	1	1

资料来源：彭博，数据截至2024年6月15日

## 债券

除了利率预测上落墨，经济预测亦可见委员们的“心思”，当中对核心PCE的改动更是画龙点睛。减息的3大指标中有2项其实已经达标，包括核心PCE及失业率。换句话说，未来只要核心PCE稍微低过或失业率高过目标，美联储将更有底气宣布减息。最后一关是GDP，7月25日将公布第2季GDP数值及8月29日公布其修订值，两者只要延续今天跌势，料美联储声称以防患未然之策宣布开始减息的机会颇高。

两季内3大经济预测及其最新数值表列如下：

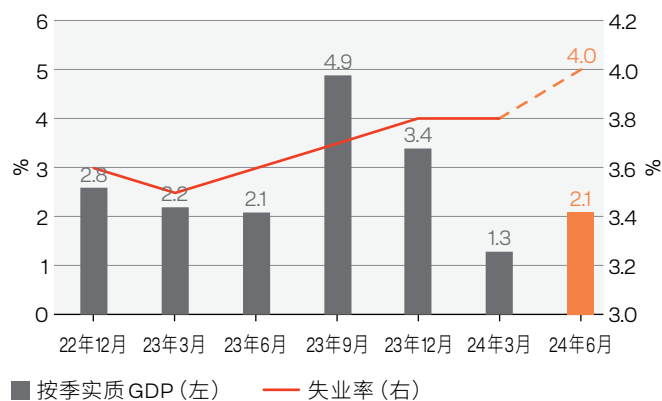
指标	美联储预测 (%)		现值 (%)	更新时间
	3月	6月		
实质按年GDP	2.10	2.10	2.90	第1季
核心PCE	2.40	2.80	2.75	4月
失业率	4.00	4.00	4.00	5月

资料来源：彭博，数据截至2024年6月15日

归根究底，美联储最基本的职责是利用货币政策调控通胀及失业率，而失业率实属经济走弱的表征。过去经常透过官媒或国际组织以“金发女孩”云云包装的美国经济<sup>7</sup>，屡次委曲及罔顾失业率攀升的事实，背后的其他考量相信较经济更为重要。

综合而言，我们维持预测9月将首次减息。如下半年经济进一步向下，不排除12月再减息1次（其他利率分析可参阅《宏观经济》内容）。

美国按季实质GDP及失业率



资料来源：彭博，数据截至2024年6月15日  
注：橙色为预测值

### 收益率预测：首降前路途更清晰

截至6月18日，季内美国10年期国债收益率波动区间介乎4.71至4.22%，与上季预测3.31至4.01%大相径庭。美国GDP按季由3.4大幅下降至1.3%，美联储又将减息预期从3次下调至1次。正如上季早已提到：“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。”今天正合此道。与上季相同，如美联储再次大幅修改减息的预测，以下的预测亦须随之修改。



<sup>7</sup> 见美联社网站，<https://apnews.com/article/economy-global-inflation-growth-china-world-bank-c7b22580a44579c418a1cb10b61c2402>

本行的预测模型是利用线性回归分析，以按季GDP、核心PCE及联邦利率作自变数，美国10年期国债收益率作应变数，并抽取过去50年按季数据作分析，配合敏感度因子后的结果表列如下：

		核心PCE (%)							核心PCE (%)								
		GDP=2.0%	2.90	2.80	2.75	2.70	2.65	2.60	2.55	GDP=1.5%	2.90	2.80	2.75	2.70	2.65	2.60	2.55
联邦利率 (%)	5.50	4.48	4.47	4.47	4.46	4.46	4.46	4.46	5.50	4.47	4.46	4.46	4.46	4.45	4.45	4.45	
	5.25	4.35	4.34	4.34	4.34	4.33	4.33	4.33	5.25	4.34	4.33	4.33	4.33	4.32	4.32	4.32	
	5.00	4.22	4.21	4.21	4.21	4.20	4.20	4.20	5.00	4.21	4.20	4.20	4.20	4.19	4.19	4.19	
		GDP=1.0%	2.90	2.80	2.75	2.70	2.65	2.60	2.55	GDP=0.5%	2.90	2.80	2.75	2.70	2.65	2.60	2.55
联邦利率 (%)	5.50	4.46	4.45	4.45	4.45	4.44	4.44	4.44	5.50	4.45	4.44	4.44	4.44	4.43	4.43	4.43	
	5.25	4.33	4.32	4.32	4.32	4.31	4.31	4.31	5.25	4.32	4.31	4.31	4.31	4.31	4.30	4.30	
	5.00	4.20	4.19	4.19	4.19	4.19	4.18	4.18	5.00	4.19	4.19	4.18	4.18	4.18	4.17	4.17	

资料来源：彭博，数据截至2024年6月18日

此回归分析的调整后R<sup>2</sup>报0.84及F检定(F-test)为0.00，反映此模型可靠性高。另外，4项GDP分类中共有84项结果，总平均值为4.32%，标准差及峰谷值为0.11及0.28%。以此推算，未来美国10年期国债收益率范围好大可能介乎于4.21至4.43%，而较大的浮动区间介乎4.04至4.6%。

同一分析技巧套用在美国2年期国债收益率，预测结果如下：

		核心PCE (%)							核心PCE (%)								
		GDP=2.0%	2.90	2.80	2.75	2.70	2.65	2.60	2.55	GDP=1.5%	2.90	2.80	2.75	2.70	2.65	2.60	2.55
联邦利率 (%)	5.50	5.11	5.11	5.11	5.11	5.11	5.11	5.11	5.50	5.11	5.11	5.11	5.10	5.10	5.10	5.10	
	5.25	4.91	4.91	4.91	4.91	4.91	4.90	4.90	5.25	4.90	4.90	4.90	4.90	4.90	4.90	4.90	
	5.00	4.70	4.70	4.70	4.70	4.70	4.70	4.70	5.00	4.70	4.69	4.69	4.69	4.69	4.69	4.69	
		GDP=1.0%	2.90	2.80	2.75	2.70	2.65	2.60	2.55	GDP=0.5%	2.90	2.80	2.75	2.70	2.65	2.60	2.55
联邦利率 (%)	5.50	5.10	5.10	5.10	5.10	5.10	5.10	5.09	5.50	5.09	5.09	5.09	5.09	5.09	5.09	5.09	
	5.25	4.89	4.89	4.89	4.89	4.89	4.89	4.89	5.25	4.89	4.89	4.88	4.88	4.88	4.88	4.88	
	5.00	4.69	4.69	4.69	4.69	4.68	4.68	4.68	5.00	4.68	4.68	4.68	4.68	4.68	4.68	4.68	

资料来源：彭博，数据截至2024年6月18日

此回归分析的调整后R<sup>2</sup>报0.94及F检定(F-test)为0.00，同样反映此模型可靠性高。84项结果总平均值为4.89%，标准差及峰谷值为0.17及0.42%。以此推算，未来美国2年期国债收益率范围好大可能介乎于4.72至5.06%，而较大的浮动区间介乎4.47至5.31%。



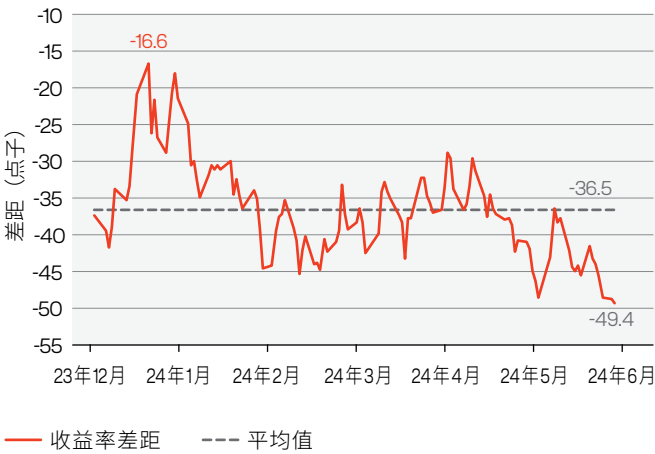
## 债券

最后利用上述两项收益率预测，再推算收益率曲线倒挂状况，结果如下：

年期	平均值	标准差	峰谷值	基本		极端	
				下限	上限	下限	上限
%							
2	4.89	0.17	0.42	4.72	5.06	4.47	5.31
10	4.32	0.11	0.28	4.21	4.43	4.04	4.60
差距	-0.57	-0.06	-0.14	-0.51	-0.63	-0.43	-0.71

资料来源：彭博，数据截至2024年6月18日

### 美国10年期国债收益率减去2年期收益率差距



资料来源：彭博，数据截至2024年6月18日

截至6月18日，美国10年期国债收益率减去2年期收益率之利差报负49.4点子，创年内最低水平。上述基本及极端区间的数据，皆低过年内平均值及最高值，分别报负36.5及负16.6点子，预期收益率曲线倒挂状况不可能在本季内改善。上季已分析过去30年历年首次减息前，收益率曲线倒挂状况都不会大幅改善，直至首次减息后3至6个月才会有序消失，以上预测正吻合历年表现。

### 投资策略：浑沌中寻亮点

综合上述各分析结果，首次降息将是窜扰下半年债市的头号风险因素。减息已无虞，年内减息1或2次只是口舌之争，并非主宰投资策略的因素。

早在去年第4季强调，投资者应有序增持债券，欲免向隅，预测收益率将随美联储讨论减息而下降，更在首降前已经反映了大部分未来减息的幅度。截至6月18日，美国10年期国债收益率报4.23%，非常接近美联储利率点阵图内明年利率中位数4.125%，暗示整体债价再升的空间有限，亦与本行预测非常吻合。投资策略上，持货者不用急于沽售，当美联储宣布减息的一刻，债价反应后，才考虑有序获利套现。未持有债券的空仓者，现已错过投入债市的最佳时间，但仍可考虑以下投资机会。



### 企业债券：首次减息前高息债券更吸引

参考过去30年数据，以持续3次加息定义为“加息周期”，并抽出之后首次减息为分析标的，符合条件者分别出现在1995、2000、2007及2019年。以首次减息之前的3个月作为分析时区，并以彭博美元累计信贷息差：投资级别(IG)及高息债券(HY)的变化为投资两类企债的导向。结果表列如下：

时间	信贷息差 (%)				联邦利率 (%)	
	投资级别	变化	高息	变化	水平	变化
1995年5月	0.65	-0.02	3.47	0.27	6.00	0.00
1995年6月	0.65	0.00	3.54	0.07	6.00	0.00
1995年7月	0.64	-0.01	3.23	-0.31	5.75	-0.25
2000年11月	1.98	0.16	8.29	1.13	6.50	0.00
2000年12月	1.99	0.01	8.49	0.20	6.50	0.00
2001年1月	1.71	-0.28	6.87	-1.62	5.50	-1.00
2007年7月	1.26	0.29	4.13	1.21	5.25	0.00
2007年8月	1.45	0.19	4.42	0.29	5.25	0.00
2007年9月	1.45	0.00	4.05	-0.37	4.75	-0.50
2019年5月	1.28	0.17	4.33	0.75	2.50	0.00
2019年6月	1.15	-0.13	3.77	-0.56	2.50	0.00
2019年7月	1.08	-0.07	3.71	-0.06	2.25	-0.25
平均值	1.27	0.03	4.86	0.08	4.90	-0.17
标准差	0.48	0.16	1.89	0.77	1.58	0.31
最大值	1.99	0.29	8.49	1.21	6.50	0.00
最小值	0.64	-0.28	3.23	-1.62	2.25	-1.00

资料来源：彭博，数据截至2024年6月18日

- 截至6月18日，IG及HY的信贷息差分别是0.93及3.16%，两者皆较各平均值为低，HY更创新低，反映现时投资企业债券并非最合适的时机；
- 4个案例中，首次减息前两项信贷息差走势普遍按月出现先升后降的走势，而且首次减息的幅度愈大，此升降幅度便愈大。假设9月减息25点子，意谓本季各信贷息差只会小幅波动；
- 息差变化上，不论HY的标准差及最小值都较IG的数据以倍数为高，反映投入HY并持有至首次减息，能受惠减息的因素将较IG更大；
- 《股票》章节中预测本季美股升势将会持续，意谓标普500波动率指数(VIX)近月的反弹将不能维持。同样参考过去30年的按月数据，IG及HY的信贷息差与VIX走势的相关系数分别是0.86及0.93，暗示当VIX随美股走高而下跌时，两项信贷息差好大可能同步下跌，有利债市表现，尤其是HY。

综合分析，在首次减息前及美股向好势头持续，预期本季HY表现更胜IG。

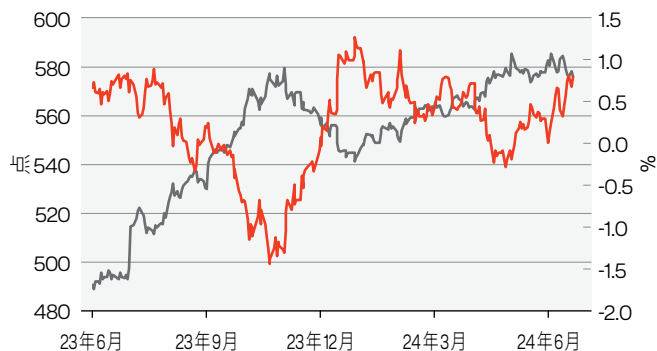
## 债券

### 实质收益率：10年期以上债券将更吸引

实质收益率为名义国债收益率减去按年核心CPI。截至6月18日，美国10年期国债收益率及核心CPI分别报4.22及3.42%，因此实质收益率为0.8%。以彭博美元累计(10年期以上)指数代表长债表现，并与美国10年期国债实质收益率作比较，两者走势呈现明显背驰，而且数据上相关系数负值比例高见99%，反映实质收益率下降将好大可能利好长债表现。

美联储絮叨地表示通胀难以下降，配合美债收益率在首次减息前有序走低，预示实质收益率将逐步下降，未来长债表现可看高一线。

彭博美元累计(10年期以上)指数及美国10年期国债实质收益率



— 彭博美元累计(10年期以上)指数(左)

— 美国10年期国债实质收益率(右)

资料来源：彭博，数据截至2024年6月19日

同样分析套用在美国2年期国债，实质收益率及代表指数走势同样出现背驰，但相关系数负值比例只有85%，反映就算核心CPI降幅一致，机率上长债较短债吸引。而且截至6月18日，过去2年及10年期国债名义收益率的峰谷值差距分别是1.08及1.28%，反映长债变化更大，暗示首降前收益率变化将更有利长债。



### 美国总统大选年：简单就是美

在《宏观策略》及《股票》章节内，在过去10届美国总统大选年间，找出调整风险后回报最值得投资的资产及类别。同样的分析亦能套用在债市，但数据所限只能由2000年起作分析。结果如下：

时间	按季表现 (%)							
	全球累计	全球高息	美国累计	欧洲累计	新兴美元累计	美国国债	美国IG企债	美国HY企债
2000年第3季	-1.2	1.6	3.0	1.2	4.4	2.6	3.0	0.6
2004年第3季	3.4	6.2	3.2	2.7	8.5	3.3	4.3	4.8
2008年第3季	-3.8	-9.7	-0.5	2.3	-5.8	2.3	-7.8	-8.9
2012年第3季	3.3	6.2	1.6	3.7	6.8	0.6	3.8	4.5
2016年第3季	0.8	5.3	0.5	1.0	3.1	-0.3	1.4	5.6
2020年第3季	2.7	4.3	0.6	1.5	2.4	0.2	1.5	4.6
平均值	0.9	2.3	1.4	2.1	3.2	1.4	1.1	1.9
标准差	2.9	6.1	1.5	1.0	5.0	1.5	4.5	5.6
比例	0.3	0.4	0.9	2.0	0.6	1.0	0.2	0.3
最大值	3.4	6.2	3.2	3.7	8.5	3.3	4.3	5.6
最小值	-3.8	-9.7	-0.5	1.0	-5.8	-0.3	-7.8	-8.9
比例(绝对值)	0.9	0.6	6.5	3.8	1.5	11.9	0.5	0.6
按年排名首2位次数	0.0	4.0	0.0	1.0	3.0	1.0	1.0	2.0
按年排名尾2位次数	1.0	1.0	4.0	1.0	0.0	3.0	0.0	2.0
排名差距	-1.0	3.0	-4.0	0.0	3.0	-2.0	1.0	0.0
正值比例	66.7	83.3	83.3	100.0	83.3	83.3	83.3	83.3
<b>总得分</b>	<b>0</b>	<b>2</b>	<b>3</b>	<b>3</b>	<b>2</b>	<b>3</b>	<b>2</b>	<b>1</b>

资料来源：彭博，数据截至2024年6月19日

同样设立4大指标：平均回报与标准差比例(愈高愈好)、最大及最小回报比例(愈高愈好)、排名次数差距(愈多愈好)及正值回报比例(愈高愈好)，最后在4大指标中排名首3位者给予1分。

结果显示，如以全球性分类，全球高息债券较好；以地区性分类，欧美债市较好；以美国债市分类，国债表现较好。综合所有得分，首3位得分最高的包括“美国累计”、“欧洲累计”及“美国国债”指数。换句话说，在成熟市场中，可简单地投资美国国债，其风险考量后表现更胜同侪。



## 债券

### 非美债市：风险考量后其实选择不多

美联储对减息畏首畏尾，成熟市场中欧洲、加拿大、瑞士已率先减息来回应本土经济问题。传统上减息有利债市，但评级机构标准普尔刚把欧盟第二大经济体法国的主权评级从“AA”下调至“AA-”<sup>8</sup>，主因法国去年预算赤字占GDP约5.5%，除了显著高于先前预测外，亦预期在2027年其广义政府债务占GDP比例将从去年约109%增至约112%。然而，若以此牵强的准则套用在其他成熟经济体，恐怕连美国也须被降级。

各地战火及选举行程此起彼伏，现时投资非美债市是否上策？若要投资，哪个地方较有潜力？以各国10年期国债收益率作指标，并将次与美国数据作比较。结果表列如下：

国家	标准普尔 信贷评级	收益率	与美国息差	3个月变化		
				最低	最高	波幅
百分比(%)						
印尼(美元)	BBB	7.10	2.88	6.61	7.19	0.58
印度	BBB-	6.97	2.75	6.96	7.23	0.26
菲律宾	BBB+	6.81	2.59	6.25	6.81	0.56
纽西兰	AA+	4.53	0.30	4.48	4.98	0.50
美国	AA+	4.22	0.00	4.19	4.70	0.51
澳洲	AAA	4.18	-0.05	3.96	4.52	0.56
英国	AA	4.08	-0.14	3.93	4.40	0.47
意大利	BBB	3.91	-0.32	3.61	4.07	0.46
马来西亚	A-	3.85	-0.37	3.83	3.99	0.16
希腊	BBB-	3.60	-0.62	3.34	3.75	0.41
西班牙	A	3.27	-0.95	3.13	3.44	0.31
加拿大	AAA	3.26	-0.96	3.26	3.87	0.61
南韩	AA	3.20	-1.02	3.22	3.70	0.48
法国	AA-	3.18	-1.04	2.79	3.22	0.44
新加坡	AAA	3.13	-1.09	3.04	3.44	0.40
葡萄牙	A-	3.13	-1.09	2.95	3.30	0.35
荷兰	AAA	2.75	-1.47	2.59	2.98	0.39
泰国	BBB+	2.73	-1.50	2.48	2.80	0.32
德国	AAA	2.40	-1.82	2.29	2.69	0.40
中国	A+	2.24	-1.99	2.22	2.34	0.12
瑞典	AAA	2.15	-2.07	2.12	2.57	0.45
日本	A+	0.92	-3.31	0.70	1.07	0.37
瑞士	AAA	0.65	-3.58	0.55	0.81	0.26

资料来源：彭博，数据截至2024年6月19日

<sup>8</sup> 见路透社网站，<https://www.reuters.com/markets/europe/sp-lowers-frances-long-term-sovereign-ratings-aa-aa-2024-05-31/>

筛选过程及条件如下：

- 收益率高于美国只有4个国家，分别是印尼(美元)、印度、菲律宾及纽西兰；
- 退而求其次，选择收益率低过美国但不多于1个百分点，分别有澳洲、英国及加拿大等7个国家；
- 在上述选取的11国之中，加入违约风险考量，筛选出评级A-或以上国家，结果余下6国，包括纽西兰、澳洲、英国、马来西亚、西班牙及加拿大；
- 再抽出3个月内收益率波幅低过美国，以反映其国债价格相较美国稳定。6国中只有4国符合以上要求：纽西兰、英国、马来西亚及西班牙；
- 最后，4国中收益率高过美国者，就只有纽西兰。
- 综合而言，美联储按兵不动期间，探索非美债市相信是投资者的另类选择。但在美元主导的资本市场及浑沌的国际环境中，投资者更须考量违约及利率波动风险，此较寻求更高回报来得重要。

### 其他分析：美债的前途危机

短期财金分析以外，投资者亦须注意更深层次且长期的难题，包括美国债台高筑及中美博弈。

### 债台高筑：财政纪律较利率更重要

去年美国联邦总债务占GDP比例高达122.3%，位居全球第3，仅次于日本(263.9%)及意大利(137.3%)。根据彭博综合预测显示，2029年前美国的相关占比将持续上升，最高或见128.2%。相比全球第2大经济体的中国(77.1%)，美国债务程度已达至国际关注水平。国际组织多次警告<sup>9</sup>，美国债务恶化将影响全球。毕竟在美元为轴心的全球资本体系中，美国债台高筑将打击全球对美元的信心，间接冲击其他国家的经济，尤其是中小型经济体。

美国联邦债务与财赤占GDP比例及各预测



资料来源：彭博，数据截至2024年6月16日

债务增长主要源于财政纪律失衡。由前任美国总统特朗普到本届拜登，财赤占GDP比例持续递增，由最低负2.4%，升至疫情时最高负14.7%。疫后经济复常，截至去年底报负6.3%，仍较疫前为低。更甚是今年拜登多次推出扩张性财政政策，预期选举前拜登愈失势，相关政策将愈趋激进。彭博综合预测年内财赤占比再度恶化至负6.6%，暗示财政部须发行更多国债以填补多余开支。

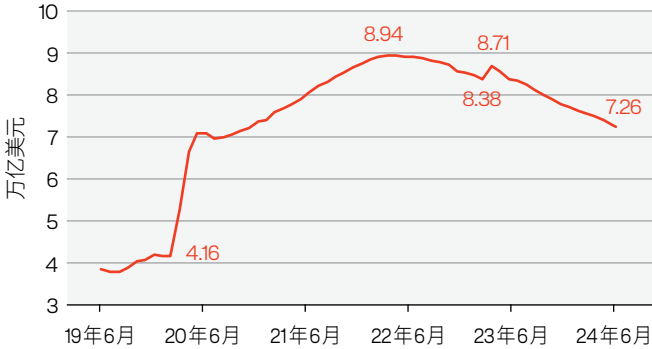
美联储主席鲍威尔接受传媒访问时直白表示<sup>10</sup>：“长远来看美国正走在一条不可持续的财政道路上，债务增速快于经济增长，这是无可争议的……我们其实是向后代借贷，但每代人都应该为自己行为付出代价，而非把帐单交给我们的子孙……政治角度上，这真的不关我们(美联储)的事。但我确实认为，现在是时候重新优先考虑财政的可持续性，而且愈早愈好。”

<sup>9</sup> 见金融时报网站，<https://www.ft.com/content/134cc7f3-f2df-43c9-b1b1-e58e6363781a>

<sup>10</sup> 见CBS网站，<https://www.cbsnews.com/news/full-transcript-fed-chair-jerome-powell-60-minutes-interview-economy/>

债券

美联储资产负债表总量



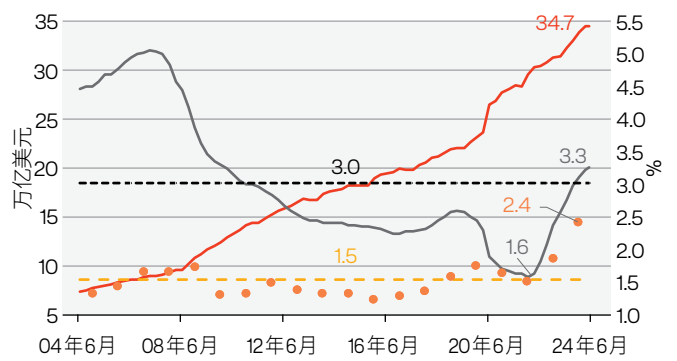
资料来源：彭博，数据截至2024年6月16日

美联储自2022年6月起实施“缩表”政策，除了去年因拯救本土银行危机而轻微“扩表”外，整体资产负债表总量确实由2022年4月最高8.94万亿(美元，下同)下降至6月初的7.26万亿。虽然较疫前只有约4.16万亿仍有距离，但美联储6月会议中决定减少其缩表规模，由每月950亿下降至600亿<sup>11</sup>，料资产负债表总量降速将会放缓，暗示把市场重拾对美元的信心蹂躏于萌芽时。

财政失衡及债务恶化导致美元渐失信于国际，立竿见影的结果便是美国国债滞销。

参考5月底美国财政部拍卖国债纪录，当中2和5年期反应未如理想，成功拍出的收益率都较市价为高，其他拍卖结果都未如理想<sup>12,13</sup>，反映市场对美元失去信心的担忧正在增加，要求稍高于市价的收益率亦无可厚非。美国财长耶伦亦在公开场合上喊话<sup>14</sup>：“长期维持较高利率令美国国债需求变得更难预测，而且稳定财赤与利息开支的可控性变得更具挑战性。”她重申经通胀调整的利息开支相对于GDP比率，未来10年将稳定在约1.3%，利息开支维持在可负担水平。

美国联邦总负债，国债平均票息率及利息开支占GDP比



资料来源：彭博，数据截至2024年6月17日

参考近20年美国国债平均票息率及联邦利息开支占GDP比率，两者平均值分别是3.0及1.5%，比较截至今年5月底数据，两者分别报3.3及2.4%。结果显示，利率差距其实不大，但利息开支占比却是20年新高，亦远超其平均值。结果反映问题核心不在于利率，而是20年来不断攀升的联邦总负债量。

美国联邦在5月底的负债总额约34.7万亿(美元，下同)，同期平均票息率报3.3%，即利息开支约1.15万亿，将之除以2022年美国GDP总量约25.4万亿<sup>15</sup>，利息占比约4.5%。拜登政府执意推行扩张性财政政策，总负债量突破35万亿只是时间问题。除非2024年GDP总量大幅上升，否则其占比难以降至耶伦声称的目标，更遑论维持“可负担水平”。当下利息开支占比已超越医疗保障，今年更有可能再超越国防开支水平，实在前无古人<sup>16</sup>。

肆意挥霍造成债台高筑，如何不令美债滞销？通过推高收益率吸引资金，与饮鸩止渴何异？正如美联储主席鲍威尔所言，此实属非战之罪。就算大幅减息都是无济于事，监督财政纪律才是对症下药。

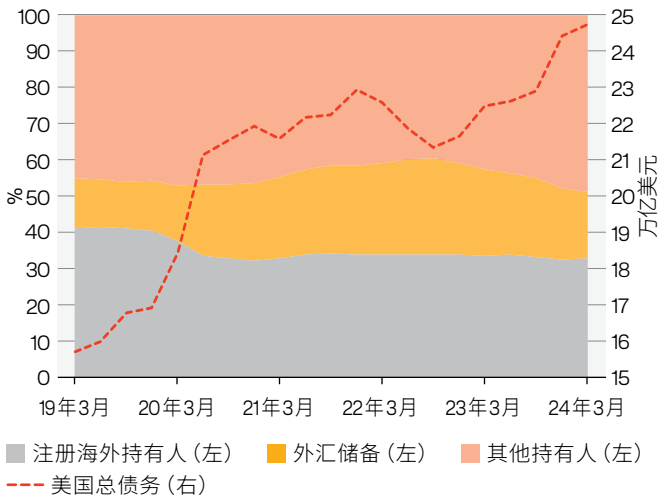
<sup>11</sup> 见CNBC网站，[https://www.cnbc.com/2024/05/01/fed-decision-heres-what-changed-in-the-new-statement.html?\\_\\_source=androidappshare](https://www.cnbc.com/2024/05/01/fed-decision-heres-what-changed-in-the-new-statement.html?__source=androidappshare)  
<sup>12</sup> 见美国财政部网站，<https://www.treasurydirect.gov/auctions/announcements-data-results/announcement-results-press-releases/auction-results/>  
<sup>13</sup> 见金融时报网站，<https://www.ft.com/content/7fe47b5c-c6e5-42f8-8faa-9bc6305027a5>  
<sup>14</sup> 见财富网站，<https://fortune.com/2024/05/25/deficit-debt-warning-janet-yellen-higher-rate-outlook-interest-expenses/>  
<sup>15</sup> 见世界银行网站，<https://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.CD?locations=US>  
<sup>16</sup> 见CBS网站，<https://www.cbsnews.com/news/federal-debt-interest-payments-defense-medicare-children/>

无奈选票大过天，传媒开始预测<sup>17</sup>拜登有可能延续2022年通过总值约4,370亿预算的《降低通胀法案》，为首置一族提供买楼补助计划等刺激经济方案。特朗普亦承诺若当选后会延长2017年时减税政策，扬言将企业税率由21%下降至15%。最终谁入主白宫，料寅吃卯粮的状况将难以逆转，更有可能继去年8月被评级机构惠誉下调长期信用评级后再受挑战。对美国是一场劫难，全球债市亦会掀起波澜。

### 美债滞销：谁为其挥霍买单？

分析美国国债持有量数据，可窥探当前美债滞销的困境。美国国债总量在过去5年升幅近6成，由注册海外持有人(包括退休基金及机构投资者)的持有量占比由约41%下降至33%；各国的外汇储备占比由约14%反覆上升至19%；其他持有人(包括个人投资者及私募基金)的占比，由约45%升至49%。

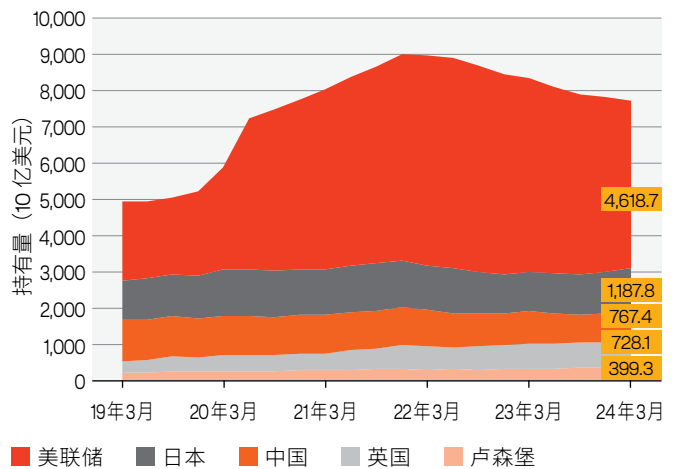
#### 美国国债总量及其持有人占比



资料来源：彭博，数据截至2024年6月18日

偏向长线持有的注册海外持有人占比持续下降，反映其对美债的信心开始动摇。以短期回报为本的其他持有人则是冲着高收益率而来，只要美国财政部维持高息，短线资金自会涌入。截至今年首季，上述两者持有美国国债的占比超过8成，财政部投鼠忌器，拍卖国债时的志忑可想而知。

#### 美国国债持有量 (美联储及首4名国家)



资料来源：彭博，数据截至2024年6月18日  
注：黄底黑字为2024年3月底各国及美联储的持有量

传统上，各国的外汇储备均持有不少美国国债。截至今年首季，首5名持有量最大的依次分别是持有4.6万亿(美元，下同)的美联储，日本持有1.2万亿，中国持有量7,674亿，英国持有7,281亿及卢森堡持有3,993亿。中国持续减持已不必争论，过去5年的减持幅度及减持量分别是32%及3,531亿。期间美国财政部长耶伦多次访华，但亦无阻中国“去美元化”的决心。

其他国家的美债持有量变化折射出另一现象。2022年美联储宣布缩表后，其减持量近1.1万亿。美联储主席鲍威尔“功不可没”，但这差额谁来填补？中国已非选择，唯有向其他友邦埋手。同期英国及卢森堡分别增持1,108及900亿，日本则减持449亿。毕竟彼此都是捉襟见肘，再强的施压都榨不出点滴，最终美联储只可自行买单。美联储在过去5年其实增持了2.4万亿国债，期间的缩表实在杯水车薪，挥霍的财政操作最后换来美债的滞销。

<sup>17</sup> 见华盛顿邮报网站，<https://www.washingtonpost.com/business/2024/06/09/biden-trump-taxes-election/>



## 债券

### 中美博弈：“去美元化”的冲击

美债如何滞销，最终都会有人承接，这是美元主导的全球资本市场之恒常操作。美国发行大量国债予其他国家，借以计算各国外汇储备量及背书其本币价值，同时便利国际贸易。好处是全球经济以同一“语言”去比较国力差异及配置资源，坏处是美息的高低直接或间接影响他国经济，甚至达成某种干预目的。“美元霸权”一词由此应运而生。

由时任美国总统奥巴马提出“亚太再平衡”后，中美分道扬镳实是无可避免。伴随美方由竞争转向敌对，中方由观察到硬朗再以“冷和”应对，投资者迄今再憧憬彼此和好如初将是缘木求鱼。近年美方阵营透过金融战，迫使全球资金撤出中国及其盟国，借此拖垮其经济发展。中方阵营却策划“去美元化”，直捣美国经济的基石，意图击溃美元主宰的金融帝国。

根据国际货币基金组织 (IMF) 截至去年第 4 季的数据显示<sup>18</sup>，全球近 6 成外汇储备以美元结算。截至今年 4 月，环球银行金融电信协会 (SWIFT) 系统中超过 5 成国际贸易都是以美元结算<sup>19</sup>。近代史中没有一种货币能成功撼动美元地位，美国的军事实力有着全球压倒性优势，挑战美元地位或会换来军事上的灭顶之灾。

大卫要战胜哥利亚，除要如有神助，亦须靠天时与地利，俄乌及以哈战事正好带来了契机。俄乌战事爆发至今，美方阵营向俄罗斯及其盟国多次实施贸易制裁及威胁剔出 SWIFT 贸易系统，甚至扣押俄罗斯海外资产<sup>20</sup>，最终造就另一个国际结算系统多种央行数码货币跨境网络 (mBridge) 的出现。

根据国际结算银行 (BIS) 提供的资料显示<sup>21</sup>，该计划旨在提供一个由央行和商业银行参与的多方位央行数位货币 (CBDC) 平台，利用虚拟货币及区块链技术，提供实时跨境支付和结算服务。这是自 2021 年开始由国际清算银行创新中心、泰国银行、阿拉伯联合大王国中央银行、中国人民银行数位货币研究所和香港金融管理局合作的成果，今年 6 月已有 26 个观察成员国。

引述路透社报导<sup>22</sup>，中国除了主导此计划外，还在全球开展最大规模的 CBDC 试点，目前覆盖近 2.6 亿人口，涵盖从电子商务到政府支付等多个场景。印度、巴西和俄罗斯等大型新兴经济体也计划在未来两年推出 CBDC。另外，沙特阿拉伯央行在 6 月宣布成为此计划的“全面参与者”，这是朝着减少以美元进行世界石油贸易又再迈进一步。

更关键的转捩点，相信是沙特拒签在 6 月 9 日到期，与美国维持了 50 年之久的“石油美元协议 (petrodollar agreement)”<sup>23</sup>。早在 1974 年，沙特将其石油出口以美元定价，并将盈利收入投资于美国国债。此协议有利美国获得稳定的石油供应，并确保美国国债的需求，同时提升美元作为世界储备货币的地位，带挈美国经济在过去数十年间的蓬勃发展。

早在首季《宏观策略》章节预测：“当以哈战事进一步恶化，中东地区国家将更团结”，“大有可能接受非美元作能源交易结算”，如今一一应验。

日后美元以什么作为锚定？二战后以黄金锚定的布雷顿森林体系维持了近 30 年，随后以石油锚定的“石油美元”体系维持了 50 年，今天美元只靠美国的兑付信誉来维持其国际地位，可是当前其财赤及债务占 GDP 比例实在与新兴市场无异，那为何仍要持有美元？短期与长期对金融市场有何影响？

以锚定石油的角度而言，替代能源的兴起导致今天全球石油的依赖程度与上世纪 70 年代相比，不能同日而语。另外，新兴产油国的出现 (例如美国) 也挑战中东地区的传统主导石油供应的地位。不过，如果非中东地区等产油国联手接受非美元交易，此影响将会更深远且全面，在中美博弈下，此预测并非绝无可能。

<sup>18</sup> 见 IMF 网站，<https://data.imf.org/?sk=e6a5f467-c14b-4aa8-9f6d-5a09ec4e62a4>

<sup>19</sup> 见 Statista 网站，<https://www.statista.com/statistics/1189498/share-of-global-payments-by-currency/>

<sup>20</sup> 见外交政策网站，<https://foreignpolicy.com/2024/06/10/g-7-leaders-summit-italy-ukraine-russia-assets-china-israel-gaza/>

<sup>21</sup> 见 BIS 网站，[https://www.bis.org/about/bisih/topics/cbdc/mcbdc\\_bridge.htm](https://www.bis.org/about/bisih/topics/cbdc/mcbdc_bridge.htm)

<sup>22</sup> 见路透社网站，<https://www.reuters.com/technology/saudi-arabia-joins-bis-led-central-bank-digital-currency-trial-2024-06-05/>

<sup>23</sup> 见纳斯达克网站，<https://www.nasdaq.com/articles/us-saudi-petrodollar-pact-ends-after-50-years>

以国际货币的角度而言，美元的功能是储备。在短期内未有替代方案之前，料各国的外汇储备仍以美元主导，但各国同时增持黄金将是意料中事。另一功能则是用作贸易。美国国债仍是国际银行体系中最可靠的抵押品之一，短期内企业融资等不同原因，令商界仍须持有美元。然而，“mBridge”面世将打破美元贸易的垄断，由国与国间的贸易结算到民间的货币交流（例如旅游出行），在可见的将来各国依赖美元程度只会逐步下降。还有一项功能是投资。科技狂热燃烧着美股的升势，别无他选之下唯有以美元作股票投资。美元债券仍是全球最大的债市，暂时未见对其地位有任何撼动的可能性。上述3大功能在美元的应用体量依次序是“储备”、“贸易”及“投资”。因此，只要美元地位在上层遭到动摇，涟漪效应下其他功能只可变阵迁就。长远而言，全球对美元需求将会下降，货币贬值导致本土通胀及利率上升，企业盈利增长放缓，债券市场疲软等，最后引发国际秩序重置。当然，这将是按年度计算的漫长过程。

未来沙特会否延续石油美元协议，答案或捆绑于执笔时仍在谈判的“美沙防御条约”<sup>24</sup>。美国承诺在沙特遭受攻击时协防，沙特作为交换，将对美国开放领空与领土，以维护美国及中东地区的伙伴利益。该条约也将禁止中国在沙特境内设立军事基地，或与沙特进行安保合作。沙特明确表示，条约的确立只会建基于美国及以色列承认巴勒斯坦国独立才会发生。如谈判不果，背后更大的风险是中东地区有可能爆发全面战争。正如美国国务卿布林肯所言：“国际体系中，如你不在餐桌上，你便会出现在菜单上！”

“去美元化”能否摆渡彼岸，过程中一场全球性灾难将不能幸免，历史上改朝换代总伴随军事冲突。回应本行首季预测：“去美元化将严重触动美国神经，相信此事没有妥协余地，欧美联军不惜一切捍卫利益，爆发世界大战绝非危言耸听”，“超越维和的军事集结，震慑的不单是伊朗，而是提醒BRICS阵营应谨言慎行。”

“去美元化”经已兵临城下，其他国家对美方阵营近年把金融系统“武器化”乃历历在目，踟蹰不前还是揭竿起义，往往只是一念之差。时移世易，石油美元协议的终结代表着全球权力异变，突显新兴经济体的影响力日益增长。全球金融秩序正进入新时代，尽管变化仍有待观察，投资者其实早已置身于“百年未有之大变局”中。

#### 本章总结：

- 预期美联储在9月首次减息，如经济进一步放缓，不排除12月再减息多1次
- 收益率预测中反映空仓者已错失入市最佳时机，持仓者可静待首次减息后有序套现
- 未来高息企债较可取，通胀再下降将有利长债
- 选举年间欧美国债表现较好，非美债市其实选择不多
- “去美元化”是长线最大的黑天鹅事件



<sup>24</sup> 见耶路撒冷邮报网站，<https://www.jpost.com/middle-east/article-806472>

## 中国及亚洲债市展望

着眼长远利率走势，灵活配置亚洲投资级别和高收益债券

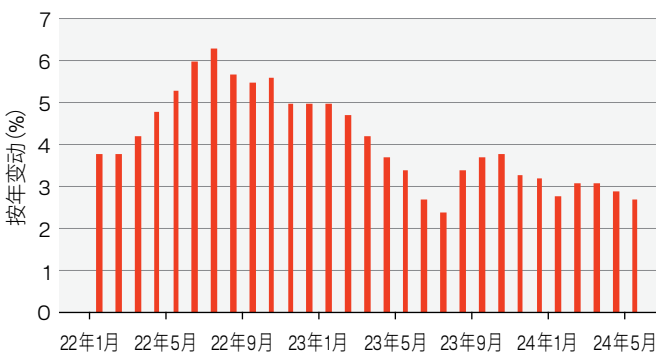
### 在亚洲投资级别和高收益债券间进行灵活调配

2024年是选举年。印度、印尼和台湾等国家及地区已举行大选，紧随其后还有美国总统大选。选举因素叠加地缘政治紧张局势加剧，东亚联丰团队预计今年利率波动有可能会加大，因此我们会着眼长远利率走势，避免受到短期波动影响。不少亚洲市场的经济稳健，其债券的信贷基调良好且收益率吸引。东亚联丰认为今年余下时间可以因应市况走势，在亚洲投资级别和高收益债券两者之间灵活配置，从中寻找机会。

### 对南韩投资级别债券维持乐观；中国科技、媒体和电讯投资级别长存续期债具投资价值

南韩经济和金融市场稳健，当地投资级别金融机构债券信贷基调良好，兼备高收益率。因此，银行、证券和租赁公司债券特别受我们青睐。南韩在今年第1季的经济增幅超乎预期。国内消费反弹，加上出口强劲，当地经季节性调整的首季经济增长按季上升1.3%，是自2021年第4季以来最大的升幅<sup>1</sup>。南韩央行认为，当地今年的经济增长有机会超越之前预期的2.1%<sup>2</sup>。同时，当地通胀跌幅也较预期快，5月消费物价指数按年上升2.7%，为年内最低升幅。另外，南韩金融市场具韧性，万一外围环境变差，相信亦有足够能力承受风险。

#### 南韩通胀率



资料来源：韩国统计局，数据截至2024年6月19日

除南韩的投资级别金融机构债券之外，东亚联丰亦看好中国的科技、媒体和电讯(TMT)投资级别长存续期债券，尤其是电子商务和社交平台营运商的债券。中国科技巨头公布的最新季度业绩，大部分表现出众。加上新债供应少，收益率吸引，投资者对于该板块的债券需求旺盛。同样因供应短缺，中国资产管理公司的债券也有不俗表现。该板块同时受惠于中国政府推出的多项房地产措施，有助改善投资者情绪。

### 对中国高收益内房债稍稍看好；印尼房地产和工业高收益债券可看高一线

中国连番出招刺激经济和房地产，全国多个城市均已取消限购政策。中国当局在5月进一步推出更多措施刺激楼市。人民银行宣布将提供3,000亿人民币再贷款，让地方国企购买闲置的待售房屋，再将之改为保障性住房。同时，人行全面调整住房贷款利率政策，包括取消全国抵押贷款利率下限和降低首付比例。新措施细节尚未完全公布，东亚联丰相信7月举行的三中全会可能会交待更多的政策细节。我们估计，政府会用一段时间观察措施成效，倘若结果未如理想，才会推出更多政策。我们认为，新屋销售、楼价和地产商盈利均需要时间来改善。不过，从信贷角度而言，银行透过项目贷款或担保债券等方式帮助开发商再融资，对于实力雄厚的地产商确实提供了更坚实的支持。我们认为刺激楼市措施主要惠及投资级别开发商、国企或地方国资委为母公司的开发商，以及拥有足够投资物业作为抵押品的发展商。

<sup>1</sup> 见路透社网站，[https://www.reuters.com/markets/asia/south-korea-q1-gdp-13-qq-beating-forecast-2024-04-24/#:~:text=Gross%20domestic%20product%20\(GDP\)%20for,of%20Korea%20\(BOK\)%20showed](https://www.reuters.com/markets/asia/south-korea-q1-gdp-13-qq-beating-forecast-2024-04-24/#:~:text=Gross%20domestic%20product%20(GDP)%20for,of%20Korea%20(BOK)%20showed)

<sup>2</sup> 同上

中国以外，我们也关注印尼高收益房地产和工业债券。印尼今年第1季经济增幅优于市场预期，按年上升5.11%<sup>3</sup>。当地经济具结构性增长潜力，例如劳动人口增加和消费力改善。同时，当地政府致力投资基础设施，有助带动经济活动。受印尼总统佐科维多多 (Joko Widodo) 支持的国防部长普拉博沃 (Prabowo Subianto) 于刚落幕的总统选举中胜出，市场预期新任总统将会延续现有的经济政策。作为东南亚最大经济体，印尼未来的经济发展正面，成功吸引了不少外资。近日一美国科技巨头宣布将于当地投资17亿美元发展人工智能和云端技术<sup>4</sup>。印尼稳健的经济发展同时带动当地楼市，数据显示今年第1季当地的住宅市场量价齐升，价格按年微升1.89%，销售则按年激增31.16%<sup>5</sup>。印尼政府大量兴建基础设施，同时利好印尼高收益工业债券前景。年初迄今，不少印尼企业提早赎回美元债券或进行债务重组，减少利息支出，资产负债表和信贷基调得以改善。

总括而言，亚洲多国经济平稳发展，债券信贷基本面良好，收益率相比环球同业更为吸引。不过，亚洲债券或多或少受到美国债券表现的影响，美国今年稍后举行总统选举，市况可能因而出现波动。因此，投资者若能着眼长远利率走势，在亚洲投资级别和高收益债券两者之间维持灵活调配，便可受惠变动市况所带来的投资机遇。

#### 本章总结：

- 美国选举可能导致利率波动，宜在亚洲投资级别和高收益债券间灵活调配
- 看好中国的科技、媒体和电讯 (TMT) 投资级别长存续期债券、韩国金融之投资级别债券，因为其相对价值具有吸引力
- 看好中国内房、印尼房地产和工业发展，可受惠于利差压缩



<sup>3</sup> 见BNN Bloomberg网站，<https://www.bnnbloomberg.ca/indonesia-s-gdp-growth-accelerates-to-5-11-beats-expectations-1.2069141>

<sup>4</sup> 见半岛电视台网站，<https://www.aljazeera.com/economy/2024/5/1/microsoft-to-invest-1-7-bbn-in-ai-cloud-infrastructure-in-indonesia>

<sup>5</sup> 见印尼央行网站，[https://www.bi.go.id/en/publikasi/ruang-media/news-release/Pages/sp\\_2610424.aspx#:~:text=The%20latest%20Residential%20Property%20Price,%25%20\(yoy\)%20in%20the%20fourth](https://www.bi.go.id/en/publikasi/ruang-media/news-release/Pages/sp_2610424.aspx#:~:text=The%20latest%20Residential%20Property%20Price,%25%20(yoy)%20in%20the%20fourth)



## 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，应详细阅读及了解有关投资产品之销售文件及风险披露声明，并应谨慎考虑阁下的财务情况，投资经验及目标。

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

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

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

东亚联丰投资为东亚银行的非全资附属公司。东亚银行（中国）有限公司（“东亚中国”）是东亚银行在内地注册成立的全资附属银行。

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。