

## 殊途同歸

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



## 殊途同歸

美股受制選舉結果及減息趨勢；持續減息或拖垮歐股；套息風暴下日股仍未脫險

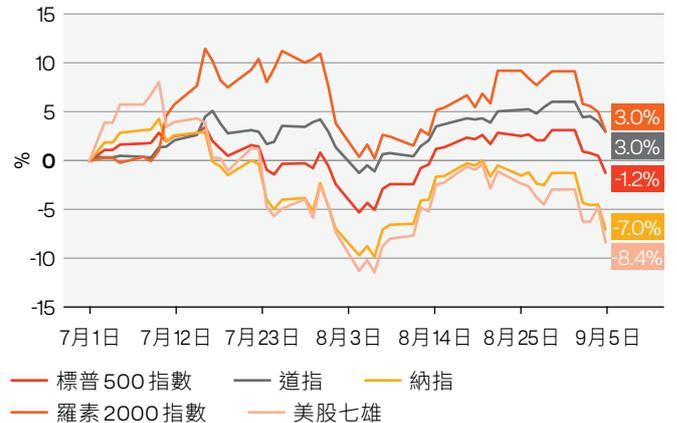
上季標題是《蓄勢待發》。當時預測美國首次減息的觸發因素是經濟下滑，而非美聯儲念茲在茲的通脹率。配合技術分析結果，預料美股將迎來一次調整。歷年美國總統大選前夕，美股普遍向好，但預計升幅將較上半年放緩。科技股的擠擁交易程度令人悚然，獲利套現一觸即發，防守型及價值型股份將變得更加吸引。綜合盈利預測、首次減息及大選年因素，板塊輪動將成為核心投資策略。歐股雖普遍受惠於美國大選的外溢效應，但歐洲經濟疲弱或將拖累後市表現。美日利差擴大，預計日圓有可能反彈，進而衝擊日股走勢，因此「選股不選市」的投資策略在日股之中更為合宜。事實上，過去預測與現今結果大致相符。

本季標題是《殊途同歸》，意謂「看似殊途，結果同歸」。美股後市將面臨3大風險因素：其一，民主黨與共和黨的總統候選人在財金政策上的天壤之別，誰入主白宮將主宰未來各行業指數的走勢。其二，選舉後的權力交接期，正是美國國力脆弱之時，潛在的選舉後遺症及多項外圍挑戰將為成熟股市增添陰霾，故通過地區性分散投資風險的做法較可取。其三，美聯儲首次減息後，股票市場表現分化，低波幅型股份表現最佳。歐股各行業指數的盈利預測趨弱，料將拖垮當前的升勢，持續減息更是後市的「致命傷」。日股則因經濟環境內外交困之下，企業盈利預測非常波動，較適合於善於駕馭風險的投資者。

### 市場回顧：趁機平衡以科技股主導的股票組合

上季日本央行加息至0.25%，引發全球套息交易的平倉潮，導致各地股市曾出現大型調整。再加上市場對美國經濟衰退的炒作，美股中，道指曾最多跌6.1%，標普500指數的最大跌幅達8.5%，羅素2000指數則達10.1%，而納指曾一度跌13.6%。上半年如日中天的「美股七雄(M7)」更曾重挫18.1%，趁勢套利的情況更為明顯。隨後，除了道指曾突破年內高點外，其餘指數皆顯現疲態，跌勢一浪接一浪。截至9月6日，道指和羅素2000指數上升3%，其餘指數錄得1.2至8.4%的跌幅，與上季預測非常吻合。

美股四大指數及「美股七雄」第3季表現



資料來源：彭博，第3季數據截至2024年9月6日

美股疲弱，非美市場表現也搖搖欲墜。截至9月6日，MSCI各地區指數表現在季內全線下跌。日本股市單季下跌達9%，凸顯其處於平倉潮的震央，這與上季我們預期日股會出現調整的看法不謀而合。各指數表現如下：

MSCI 指數	季內回報 (%)
新興市場	-1.1
美國	-1.2
亞洲除日本	-1.4
歐洲	-1.5
日本	-9.0

資料來源：彭博，第3季數據截至2024年9月6日

成熟股市表現一般，屢次攻頂皆無功而回，波動指數亦印證了市場的不穩定性在。根據芝加哥期權交易所提供的數據，截至9月6日，標普500、歐斯托克50及日經225指數的波動指數，自年內的高位急挫，但在8月底美國公布最新就業數據後便同步反彈，較年內平均值(美股報14.8，歐股報15.3及日股報21.2)高出近4成，顯示投資者對早前股市大幅調整仍心有餘悸。同時，未來可能出現的風險，包括日央行再度加息、美國經濟下滑、各地戰事失控及美國總統大選出現意外結果等，均可能驅使投資者趁機減少股票持倉，或平衡以科技股為主的股票組合。

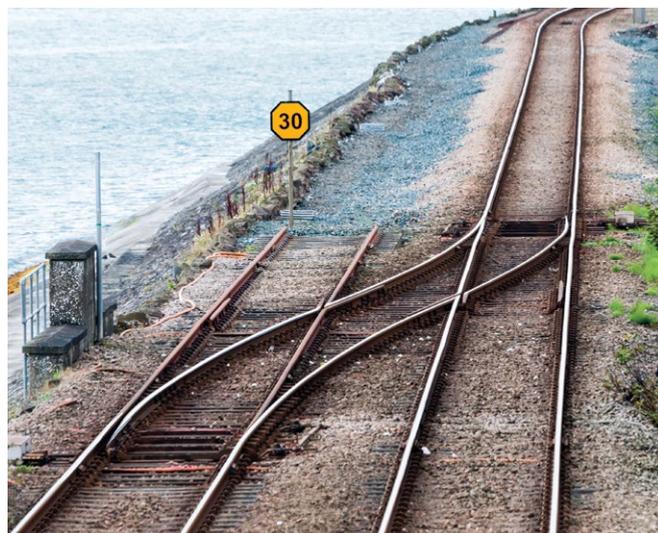
## 股票

各股票指數的波動指數



資料來源：彭博，數據截至2024年9月9日

資金流走勢與上述分析相呼應。根據美國投資公司協會第3季按周數據顯示，截至8月最後一周，美國註冊長線基金及交易所買賣基金 (ETF) 的資金大部分流入「美國本土」類別，總計530億 (美元，下同)。而「世界」類別淨流出190億，兩者資金流走勢南轅北轍。淨流出周數中，「世界」類別在9周中出現7周，而「美國本土」類別只有3周，反映投資者撤離非美股市並非一時衝動的短期行為。



「美國本土」類別的最大按周淨流入出現在截至7月17日及24日兩周，當時全球股市出現大幅調整之際，資金反而大舉流入美國股市，進一步支持上季分析總統大選前「美股獨大」的預測。相關數據中沒有顯示行業板塊的資金流情況，但綜合上述分析，相信大部分投入美股的資金都以避險為主，而非重投科技股的懷抱。整體資金流數據如下：

星期	總額	美國本土	世界
	億·美元		
2024年7月2日	73	49	24
2024年7月10日	-12	-20	8
2024年7月17日	161	238	-77
2024年7月24日	168	198	-30
2024年7月31日	55	92	-37
2024年8月7日	-8	8	-16
2024年8月14日	-110	-82	-28
2024年8月21日	77	84	-7
2024年8月28日	-63	-37	-26
總計	340	530	-190

資料來源：彭博，數據截至2024年9月6日

### 美股前瞻：風險中宜分散投資

本季美股的主要風險因素包括美國總統大選、權力交接期及美聯儲減息。以下將以標普500指數及其11項行業指數作分析對象，再找出各因素對相關指數的影響並闡述相應部署，最後得出綜合的投資策略。

### 美國總統大選：選舉結果主宰後市表現

假設民主黨候選人賀錦麗勝出，其財金政策將延續現任總統拜登的方向，變化有限；若共和黨候選人特朗普勝出，市場或會有較不同的反應。

我們在拜登任期中抽出由2021年1月至今年9月9日共45組數據和特朗普任期中抽取2017年1月至2020年12月共48組數據作分析比對。雖然數據量上相差3組，但對結果影響輕微。以指數按月回報的平均值及其標準差，再年化兩項指標作分析，整體結果如下：

平均回報 (按月年 化%)	任期	標普500	科技	公用	能源	醫療護理	必需品
	特朗普	15.3	32.0	7.6	-9.9	14.7	7.9
	拜登	12.0	19.3	7.0	29.7	9.6	7.9
	差距	3.3	12.7	0.6	-39.6	5.1	0.0
	任期	非必需品	金融	工業	通訊	房地產	物料
	特朗普	21.4	8.6	11.0	7.6	5.7	11.8
	拜登	6.2	13.9	12.1	9.3	7.6	8.4
	差距	15.2	-5.3	-1.1	-1.7	-1.9	3.4
標準差 (按 月年化%)	任期	標普500	科技	公用	能源	醫療護理	必需品
	特朗普	16.3	19.1	13.3	34.5	14.7	13.0
	拜登	16.4	22.5	17.9	28.2	13.9	13.6
	差距	-0.1	-3.4	-4.6	6.3	0.8	-0.6
	任期	非必需品	金融	工業	通訊	房地產	物料
	特朗普	20.0	21.3	20.5	18.3	14.6	18.7
	拜登	23.2	19.6	19.0	21.0	21.1	20.7
	差距	-3.2	1.7	1.5	-2.7	-6.5	-2.0

資料來源：彭博，數據截至2024年9月10日

特朗普任內，標普500指數的平均回報高於拜登任內約3.3個百分點，而標準差輕微低於0.1%，回報及波動比例結果顯示特朗普佔優，暗示若特朗普勝出大選，將較賀錦麗勝出對美股更為有利。

行業回報差距中，特朗普在11項中有5項佔優，表現稍微勝出。回報差距的絕對值中最大首3名是能源、非必需品及科技，全數都是雙位數差距，結果凸顯了兩人執政時政策偏向，即特朗普執政時GDP增長完勝拜登（詳情可參閱《宏觀策略》章節），有利非必需品及科技行業的周期性高增長行

業的表現。而拜登執政時涉及地緣戰事，刺激紐約期價由最低約45美元升至最高124美元，升幅近2倍。雖然近來下滑至70美元附近，仍較上任時高出約5成，故拜登任內能源行業指數表現標青。

標準差分析結果卻截然不同。特朗普在11項行業中勝出7項（標準差愈低愈好），暗示若特朗普勝出，美股波動性將會下降。絕對值差距較大的是能源、公用及房地產，反映特朗普執政時利率持續下降，有利公用及房地產行業。而能源行業則與拜登涉及各地戰事有關。

## 股票

最後，計算各行業指數的平均回報與標準差比例，愈高愈好。數據顯示，特朗普任內，比例最高首3位依次序是科技、非必需品及醫療護理。而若賀錦麗最終勝出大選，則較適宜投資在能源、科技及金融行業。上述結果中，只有科技行業同時列席其中，暗示不論誰人入主白宮，當下的科技熱潮好有可能得以延續。數據結果如下：

平均回報與標準差比例 (%)						
特朗普	標普 500	科技	公用	能源	醫療護理	必需品
	0.94	1.68	0.57	-0.29	1.00	0.60
	非必需品	金融	工業	通訊	房地產	物料
	1.07	0.40	0.53	0.42	0.39	0.63
拜登	標普 500	科技	公用	能源	醫療護理	必需品
	0.73	0.86	0.39	1.05	0.69	0.58
	非必需品	金融	工業	通訊	房地產	物料
	0.27	0.71	0.64	0.44	0.36	0.41

資料來源：彭博，數據截至2024年9月10日

### 權力交接期：適宜地區性分散的投資策略

在《宏觀策略》章節中指出，美國總統大選投票日(11月5日)至就職典禮(翌年1月20日)為權力交接期，亦是美國政府權力相對脆弱的時刻，尤其若選舉缺乏凌駕性結果，敗方或會提出法律訴訟，甚至引發類似上屆國會山莊等騷亂。外交層面上，金磚國家陣營可能趁此機會啟動替代現行SWIFT系統的國際貨幣支付體系，打擊美元於脆弱時。此外，中東局勢有可能因伊朗報復以色列行動<sup>1</sup>而有進一步失控的風險。

針對權力交接期的投資策略，我們抽取美股四大指數和代表歐洲及日本的主要指數在過去10屆美國大選年間11月至翌年1月之按月平均回報作分析，整體結果如下：

年份	選舉結果			指數表現 (%)					
	當選政黨	當選人	選舉結果	標普 500 指數	納指	道指	羅素 2000 指數	歐斯托克 50 指數	東證指數
1984	共和黨	列根	共 >> 共	2.7	N/A	2.2	3.9	N/A	2.7
1988	共和黨	喬治 HW 布殊	共 >> 共	2.2	2.3	3.0	1.5	1.7	4.6
1992	民主黨	克林頓	共 >> 民	1.6	4.0	0.9	4.7	2.0	0.5
1996	民主黨	克林頓	民 >> 民	3.8	7.2	4.2	2.8	5.5	-3.9
2000	共和黨	喬治 W 布殊	民 >> 共	-1.4	-6.5	-0.2	1.1	-1.8	-1.9
2004	共和黨	喬治 W 布殊	共 >> 共	1.5	0.9	1.6	2.4	2.5	1.9
2008	民主黨	奧巴馬	共 >> 民	-5.1	-3.9	-4.9	-5.9	-4.4	-2.8
2012	民主黨	奧巴馬	民 >> 民	2.0	1.1	1.9	3.3	2.7	8.2
2016	共和黨	特朗普	民 >> 共	2.3	2.2	3.1	4.7	1.8	3.0
2020	民主黨	拜登	共 >> 民	4.5	5.4	4.4	10.6	5.8	4.7
平均回報				1.4	1.4	1.6	2.9	1.8	1.7
標準差				2.8	4.3	2.7	4.1	3.2	3.8
最大與最小回報差距				9.5	13.7	9.3	16.5	10.3	12.1

資料來源：彭博，數據截至2024年9月10日

結果顯示，羅素 2000、歐斯托克 50 及東證指數回報相對較好，標準差及回報差異較小的指數包括有標普 500、道指及歐斯托克 50。綜合回報與風險，歐斯托克 50 表現一枝獨秀，顯示在美國政府權力交接期間，資金會流向歐洲，以達到分散投資或避險的目的。

<sup>1</sup> 見BBC網站，<https://www.bbc.com/news/articles/cvgeywx7pn5o>

歷史數據中，只有2000年及2008年的選舉年間，大部分指數出現負回報，主要是與當時科網泡沫爆破及金融海嘯有關，而非因大選結果引發。總括而言，在權力交接期間，投資於上述股票指數，獲得正回報的機率高達77%。因此，投資者應在此時期採取地區性分散投資的策略。

最後，將焦點放在民主黨執政期間的大選年，只有2000年科網泡沫爆破令各指數表現欠佳。這提醒了投資者，當前人工智能 (AI) 的投資熱潮若有任何閃失，屆時成熟股市的風險將非常高。

### 美國減息：減息不能逆轉下行周期

9月美聯儲宣布減息50點子，為長達超過2年的加息周期畫上句號。美聯儲的點陣圖預示，今明兩年將持續減息（詳情可參閱《宏觀經濟》章節）。儘管市場普遍認為減息對股市有利，但根據過去40年美國聯邦利率數據，並以持續3次以上加息或減息設定為「加息周期」或「減息周期」。為了剔除零星的利率變化，我們選取了加息周期轉向減息周期的拐點（即首次降息）作為分析的錨點，並計算了3個月、6個月及9個月後的市場表現。40年來符合上述條件的案例共有7次，並將這些案例與標普500指數的相關系數進行分析。結果如下：

日期	相關系數平均值		
	3個月	6個月	9個月
1984年10月31日	-0.28	-0.40	-0.50
1987年10月30日	0.34	0.36	0.29
1989年6月30日	0.76	0.66	0.50
1995年7月31日	0.65	0.62	0.47
2001年1月31日	0.52	0.59	0.67
2007年9月28日	-0.11	-0.02	0.16
2019年7月31日	0.18	-0.10	-0.16
總平均值	0.29	0.24	0.21

資料來源：彭博，數據截至2024年9月10日

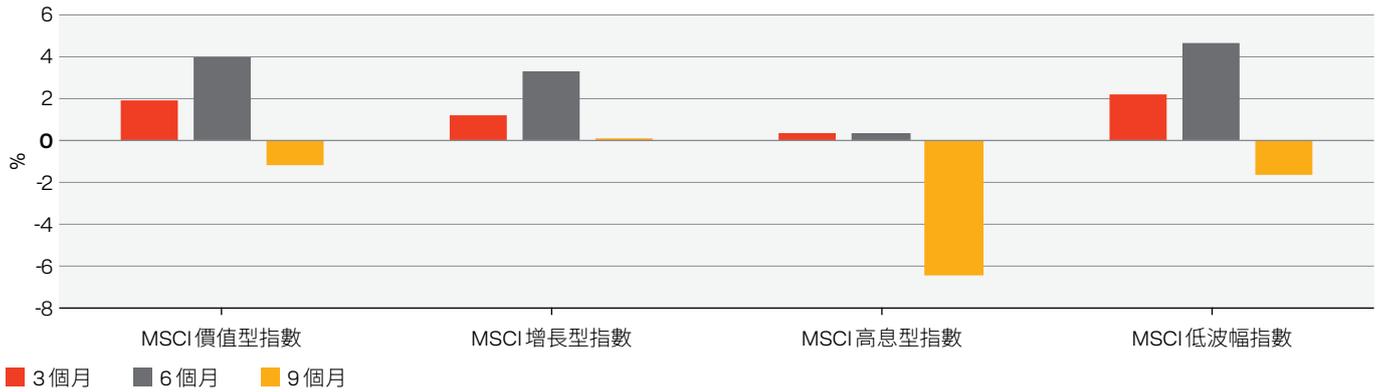


- 首次降息後3至9個月的相關系數總平均值介乎0.21至0.29，正值反映利率與股市走勢同步，顯示首降後指數普遍下跌而非上升；
- 相關度只有約2至3成，同時隨時間下跌，反映減息對股市的影響力輕微並有序下降；
- 首次降息後3個月的風險偏高，正值首3位中有兩位出現在1989年，對近代影響的參考價值不高；
- 相關系數只有7次出現負值，佔整體約3分之1。換句話說，「減息利好股市」的理論欠實證支持，應小心首次降息後，股市趁勢回吐。

## 股票

根據上述的分析邏輯及時段，進一步分析首次減息對各類型股票指數的影響，並以 MSCI 世界股票指數中的價值型、增長型、高息型及低波幅型指數作分析對象。

各類型股票指數在首次降息後不同時段的平均回報



資料來源：彭博，數據截至2024年9月10日

結果顯示，在首次降息後初期，各指數都錄得輕微正值，反映減息對股市短期影響只屬中性。在減息後3個月表現最佳的是低波幅型指數，意外的是表現最差者居然是高息型指數，相信是資金早作部署而非落實首次降息後才行動。減息後6個月，表現最佳者同樣是低波幅型指數，而且回報明顯高於減息初期。此情況亦出現在價值型指數及增長型指數，暗示減息的利好因素大多須一段時間後才會反映出來。表現差距中只有高息型指數持續低迷，顯示減息後股息因素並非投資者的首要考慮。

9個月後的結果出現突變。各類型指數表現急挫，高息型指數更下跌6.4%，只有增長型仍能保持小幅上升。翻查上述各案例的年份，除了1984年及1995年，MSCI世界指數都在首次減息後約9個月內出現明顯下跌：1987年錄得負21%、1989年為負16%、2001年達負27%、2007年負55%及2019年負21%。各年份大多涉及不可抗力的天災人禍，減息只能紓緩短期的經濟壓力，絕非逆轉經濟周期的靈丹妙藥。集中分析各指數的波動性，並以標準差及最大與最小回報差距的平均值作為衡量指標。結果如下：

各時段中標準差的平均值 (%)				
月數	價值型指數	增長型指數	高息型指數	低波幅指數
3個月	5.9	8.0	4.1	5.5
6個月	11.8	12.9	11.7	10.6
9個月	18.1	15.3	15.6	10.3
總平均值	11.9	12.1	10.5	8.8

各時段中最大與最小回報差距的平均值 (%)				
月數	價值型指數	增長型指數	高息型指數	低波幅指數
3個月	15.5	25.7	7.6	13.8
6個月	32.6	36.0	26.5	25.9
9個月	40.9	47.6	35.5	23.5
總平均值	29.7	36.4	23.2	21.1

資料來源：彭博，數據截至2024年9月10日

上表的紅字表達同一時段中最低數值者，兩項指標的結果相同：3個月以高息型指數，6及9個月以低波幅型指數表現最佳。反映撇開回報，純粹減低逆周期中的持倉波幅，以上兩者是首選。

綜合回報及波動分析，低波幅型指數表現最好，3及6個月的回報最高，6及9個月的波動性最低，故投資者應在首次降息後有序增加此類股份。其次，6個月內高息型指數在回報及波動性偏低，但9個月後回報急挫，同時波動性急升，投資者要多加注意。價值型指數與增長型指數維持高風險高回報的特性，沒有因利率變化而有所變化。

綜合以上3大影響後市因素：美國總統大選、權力交接期及美聯儲首次減息，整體結果如下：

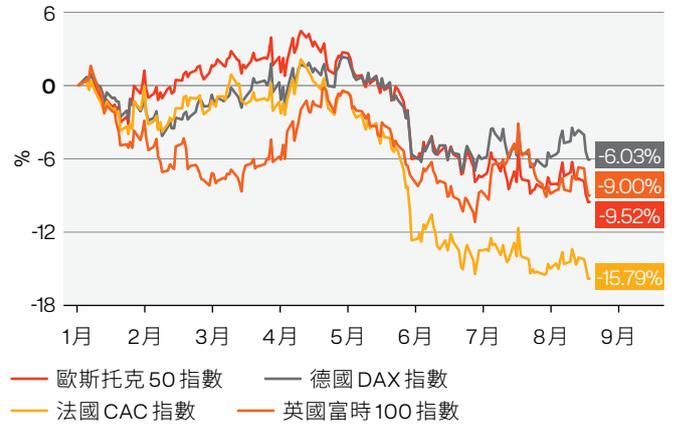
- 若特朗普勝出，不論在回報及波動性料對美股較好。行業上，科技、醫療護理及非必需品料表現較佳；假如賀錦麗勝出，則對科技、能源及金融行業較有利，當中只有科技股無論誰人勝出均預期會有較好的表現；
- 權力交接期間美股各指數表現各有千秋，回報及波動性分析顯示，歐股更勝美股，反映資金傾向流到歐股以分散風險。同時，成熟股市獲得正回報的機率偏高，但適宜作地區性分散；
- 減息利好股市的理論基礎不足。股票類型上，低波幅型指數不論在回報及風險上較為突出。首次降息後9個月內，全球股市普遍出現明顯調整，反映減息並非逆轉下行周期的靈丹妙藥；

總括以上分析，在基本情景下，維持標普500指數年內5,886點的目標不變，詳情可參閱上季內容。

### 非美股市前瞻：泥菩薩過江

上文分析美國總統大選年間對歐股較有利，對日股只屬一般，在此不再贅述。截至9月12日，歐斯托克50指數年內升5.4%，同期德國DAX指數及英國富時100指數分別錄得9.4及6.0%的升幅。法國CAC指數在執政黨地方選舉失利後一蹶不振，年內暫下跌1.9%。

各歐洲股票指數與標普500指數走勢比例之百分比



資料來源：彭博，數據截至2024年9月12日

雖然年內歐股表現較很多主要股市亮麗，但較美股依然遜色。參考歐洲各指數與標普500指數走勢比例的百分比，最差者當然是法國，最佳者是德國，但表現仍低過美股約6%。這佐證了上季預測：美國總統大選年間，美股表現優於全球股市。

### 歐股：盈利預測愈見孱弱

股票投資的終極決定因素是盈利表現。截至9月12日，歐斯托克50指數的預測市盈率約13.5倍，已在歷年的低位中反彈，與疫情大流行前的水平相若，較平均值仍約低8.5%。這意味著估值雖然不算昂貴，但已非便宜，後市上升空間可能有限。

歐斯托克50指數之預測市盈率及其過去10年平均值



資料來源：彭博，數據截至2024年9月12日

## 股票

德國 DAX 指數、法國 CAC 指數及英國富時 100 指數現價的預測市盈率，分別低過 10 年平均值約 3.4、10.2 及 14.5%。3 者差距也同樣反映在他們的 GDP 數值中 (德國負 0.6%、法國 0.2% 及英國 0.6%)，但排名順序卻與股市估值相反。這種背馳是否暗示德國股市風險較高？參考巴菲特指數 (股市市值除以 GDP 的比例，比率愈高表示股市風險愈大)，結果顯示德國的巴菲特指數反而是最低，法國則顯示是風險較高的市場。整體數據如下：

國家	總市值	GDP	比例
	(萬億, 美元)		
德國	4.46	2.45	0.55
法國	3.03	3.41	1.12
英國	3.34	3.26	0.98

資料來源：彭博、財經 M 平方、CEIC，數據截至 2024 年 9 月 12 日

行業盈利方面，根據歐斯托克 50 指數及其 11 項行業分類指數，未來 3 季盈利預測及其平均值的數據如下：

指數	盈利預測 (%)			
	今年第 3 季	今年第 4 季	明年第 1 季	平均值
房地產	-3.92	23.31	3.76	7.72
科技	-16.15	2.80	36.19	7.61
工業	11.46	-8.04	11.39	4.94
金融	5.54	2.41	4.09	4.01
必需品	1.99	1.29	8.53	3.94
醫療護理	7.27	-3.53	7.96	3.90
歐斯托克 50	-2.85	0.01	5.55	0.90
通訊	-28.92	7.33	-4.94	-8.84
非必需品	-18.80	-6.91	-6.90	-10.87
公用	-18.45	4.79	-19.79	-11.15
能源	-19.41	-12.03	-3.44	-11.63
平均值	-7.48	1.04	3.85	-0.86
物料	N/A	485.27	28.66	256.97

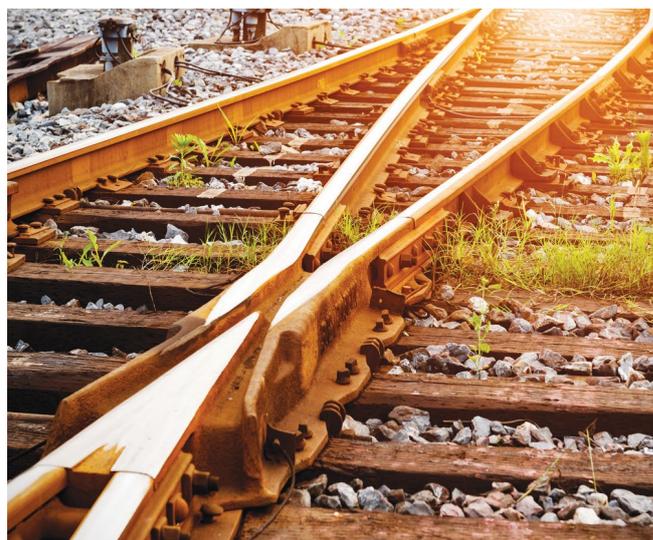
資料來源：彭博，數據截至 2024 年 9 月 12 日

除了物料行業因數據不齊全而剔除分析，結果顯示盈利預測之平均值高於與低於綜合指數比例為 6 比 4。這反映出雖然部分行業的盈利表現料支持歐股繼續向好，但動力明顯趨弱。這與按季的平均值走勢相若，第 3 季出現負值，未來兩季稍微回升至正值，但反彈力不足，暗示目前歐股的升勢難以持續。投資者應小心套現盤赫然而至。

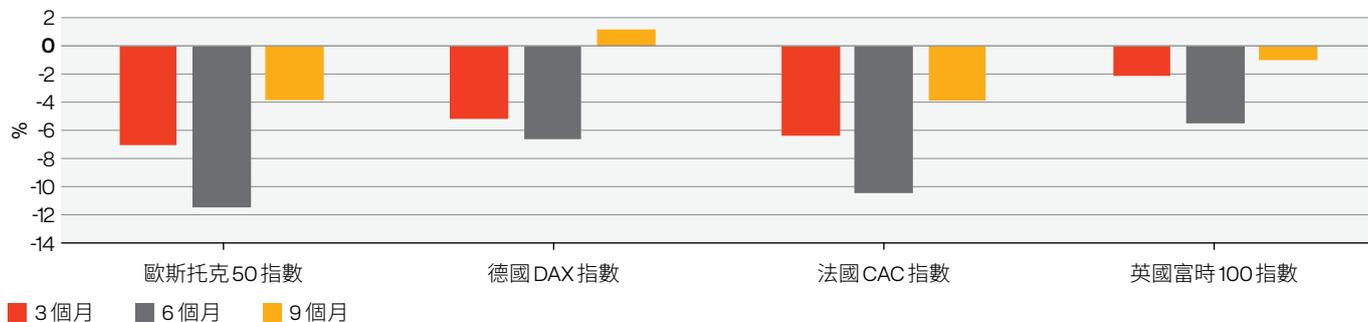
分析顯示，表現優於綜合指數的行業佔比高見 83%，遜於綜合指數的行業只有 13%，反映各行業盈利偏差率非常高。具體來說，金融及必需品行業預測全期正增長，雖僅是單位數增長，但可算是風浪中相對穩定的選擇。非必需品及能源行業則處於風眼當中，預測全期負增長，且平均值雙位數下跌，投資者宜避之則吉。

### 歐股：減息或引發區內股市調整

9 月，歐央行再次減息 25 點子，以上文分析美股的邏輯套用在歐股，減息周期或會引發區內股市調整。分析時段設置為 1999 年 1 月 (歐元區成立) 至今年 8 月 31 日，並以連續加息及減息兩次以上設定為「加息周期」及「減息周期」，再以首次減息為分析的錨點，觀察歐斯托克 50 指數、德國 DAX 指數、法國 CAC 指數及英國富時 100 指數，在首次減息後 3、6 及 9 個月後的平均回報作分析。



各歐洲股票指數在首次降息後不同時段的平均回報



資料來源：彭博，數據截至2024年9月12日

自1999年以來，歐元區曾經歷3次主要利率周期，分別在2001年、2008年及2011年。各指數在減息後的3至9個月後的平均回報表現令人失望，只有德國DAX指數出現過1次正值外，其餘指數在不同時段都出現下跌。各指數在首次減息後3個月出現明顯下跌，到6個月後跌幅加劇，歐斯托克50指數及法國CAC指數皆下跌超過10%，跌勢直到9個月後才逐步緩解，但仍有低單位數跌幅。

參考各指數在不同時段的標準差及最大與最小回報差距之平均值，以衡量其波動性，愈小愈好。英國富時100指數在各項數據中表現最佳，走勢相對穩定。相反，德國DAX指數偏向波動，尤其兩項指標都高於英國股市超過1倍，暗示重啟減息周期，德國股市風險偏高。整體數據如下：

各時段中標準差的平均值 (%)				
月數	歐斯托克50指數	德國DAX指數	法國CAC指數	英國富時100指數
3個月	12.9	15.5	13.8	7.7
6個月	5.0	10.9	6.9	4.1
9個月	12.4	16.8	13.3	9.6
總平均值	10.1	14.4	11.3	7.1
各時段中最大與最小回報差距的平均值 (%)				
月數	歐斯托克50指數	德國DAX指數	法國CAC指數	英國富時100指數
3個月	23.2	27.9	24.2	14.4
6個月	9.0	21.4	13.6	7.2
9個月	22.8	32.2	26.4	17.3
總平均值	18.4	27.2	21.4	13.0

資料來源：彭博，數據截至2024年9月12日

### 日股：執意加息將加劇內憂外患

上季本章節的預測力排眾議，指出：「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。」結果日股出現了套息平倉潮，與預測非常吻合。

同時，上季還提出了幾個關鍵問題：「巴菲特會否持續加注？科技巨頭會否遵守承諾？通脹重臨是天使還是魔鬼？」，「今天投資者面對的是長達30年周期的經濟及投資考量，撇除短炒，以中長線角度，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。」迄今未聞巴菲特有任何加倉；去年廣島G7峰會後各西方領導人信誓旦旦投資於日本科技的承諾，如今消聲匿跡，甚至首相岸田文雄亦已下台，往事如煙<sup>2</sup>。根據彭博數據，日本通脹率持續3個月維持2.8%，但個人消費支出預期由第2季的3.7%，下降至第3及4季的1.7及1.0%，通脹重臨反是未見其利，先見其害。

突破歷代的經濟困局須更大刀闊斧的改革，但政黨的政治角力拖著經濟改革的後腿。更不幸的是，日本國內不斷爆出經濟醜聞，例如多間日本車企數據造假<sup>3</sup>，知名製藥廠的補充產品疑致服用者患病甚至死亡<sup>4</sup>，全國鐵路貨物運輸公司涉嫌在列車組裝作業發生竄改數據事件<sup>5</sup>。掩飾問題往往長達數十年，連續的生產紕漏正動搖全球對「日本製造」的信心，衝擊著日本經濟基石，更遑論突破經濟困局。

<sup>2</sup> 見經濟時報網站，<https://economictimes.indiatimes.com/small-biz/trade/exports/insights/ahead-of-g7-japan-pm-welcomes-more-investment-from-global-chipmakers/articleshow/100347041.cms?from=mdr>

## 股票

最致命的問題可能是日本央行執意加息的決策。日本央行行長植田和男已表明，經濟條件許可下，再次加息只是時間問題<sup>6</sup>。市場預測下一財年的下半年前日本將加息至少1%<sup>7</sup>，暗示日圓平倉潮有可能重臨。雖然「殺傷力」或不及8月初的一次，但美日債息差距收窄的影響有其延續性。日本央行今年餘下2次議息會議，分別在10月31日及12月19日。若日本加息而美國減息，美元兌日圓極有可能再次推近140水平，屆時平倉潮將為日股帶來另一波震盪。

平倉潮亦為日本金融體系帶來壓力。近日日本農業金融商農林中央金庫表示<sup>8</sup>，計劃出售約10萬億日圓(630億美元)的美國和歐洲主權債券，以抵銷錯押利率方向造成的損失。這一情形不禁令人想起去年美國地方銀行事件，利率短期內大幅波動將令銀行持有的金融工具價值大幅縮水，令資產負債表頓時緊縮，釀成流動性危機及大型擠提事件。因此，不容忽視利差主導日本金融體系的內部風險。

### 日股：風浪中尋找各行業盈利的亮點

日股面臨內外交困，是否不適宜投資？非也。參考東證指數中11項行業分類指數，未來3季盈利預測及其平均值，整體數據如下：

指數	盈利預測 (%)			
	今年第3季	今年第4季	明年第1季	平均值
醫療護理	20.8	18.1	180.4	73.1
金融	25.4	53.9	89.2	56.2
必需品	8.0	15.0	33.3	18.7
科技	12.4	28.5	8.6	16.5
東證指數	11.1	5.1	21.5	12.6
物料	-5.7	10.6	31.6	12.1
工業	-1.2	-3.9	32.6	9.2
房地產	-14.6	16.1	6.9	2.8
非必需品	-13.0	2.2	-5.4	-5.4
能源	8.2	-8.6	-39.8	-13.4
平均值	5.1	13.7	35.9	18.2
通訊	15,072.1	-39.4	-19.0	5,004.6
公用	-62.2	-22.4	不適用	不適用

資料來源：彭博，數據截至2024年9月12日

通訊及公用行業因數據不全和極端原因而被剔除分析，其餘行業的盈利預測之平均值高於綜合指數有4個，較上季5個輕微減少，盈利優勢愈見減少並非好兆頭。優於綜合指數的行業中，醫療護理及金融行業之增長平均值居然達到5至7成，驚人的盈利增長料有助相關股份走勢。至於必需品及科技行業平均都有雙位數增長。以上行業在未來3季的盈利預測均為正值，預期這些行業將續有不俗表現。

遜於綜合指數的行業中，其盈利預測平均值出現正值及負值各佔一半，看似勢均力敵，但平均升幅及跌幅分別為11.1及13.2%。性價比存在輕微優勢，當中物料、工業及房地產料今季表現較佳。相反，各行業中僅非必需品及能源的預測盈利增長平均值出現負值，投資者應加以警惕。

觀察各季度的平均值，今年第3季錄得低單位數外，之後按季以倍數躍升。明年首季更預測增長超過三成，盈利攀升料對東證指數有顯著的支持。最後，相較於歐美股市，日股的盈利預測不論行業及季度之間都非常波動，彰顯其多項利淡風險及利好因素交織的獨特投資環境，適合能承受較大風險，偏好追風逐浪的投資者。

### 本章總結：

- 美國總統選舉結果主導美股各板塊後市表現，權力交接期應分散投資，減息非逆轉下行周期的靈丹妙藥
- 基本情景下維持標普500指數年內目標價5,886點
- 歐股盈利預測支持其升勢，但持續減息勢成後市的「致命傷」
- 日股內外交困，盈利預測波動，較適合能承受較高風險的投資者

<sup>3</sup> 見日本每日新聞網站，<https://mainichi.jp/english/articles/20240606/p2a/00m/0op/015000c>

<sup>4</sup> 見路透社網站，<https://www.reuters.com/world/asia-pacific/second-kobayashi-pharma-japan-factory-inspected-over-deaths-2024-03-31/>

<sup>5</sup> 見日本時報網站，<https://www.japantimes.co.jp/business/2024/09/11/jr-freight-suspended/>

<sup>6</sup> 見路透社網站，<https://www.reuters.com/markets/asia/boj-will-remain-vigilant-unstable-market-moves-says-governor-ueda-2024-08-23/>

<sup>7</sup> 見路透社網站，<https://www.reuters.com/markets/rates-bonds/bojs-tamura-calls-raising-rates-least-1-2024-09-12/>

<sup>8</sup> 見日經亞洲網站，<https://asia.nikkei.com/Business/Finance/Japan-s-Norinchukin-Bank-to-sell-63bn-of-U.S.-and-European-bonds>

## 香港及內地股市展望：居安思危

上季的主題為「修成正果」，寓意中國內地宏觀經濟數據及企業業績可延續回暖趨勢，預示中港股市升勢有望一氣呵成，現時回顧整體行情，也相差不遠矣。

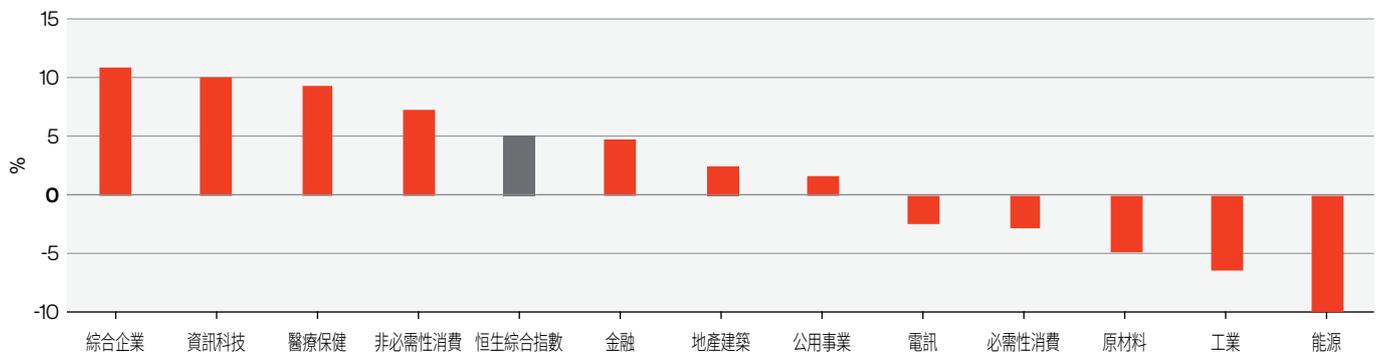
在7月至8月上旬，內地公布的國內生產總值(GDP)、採購經理人指數(PMI)、房地產投資及零售銷售等經濟數據普遍走弱。儘管人民銀行當機立斷下調逆回購利率、貸款市場報價利率(LPR)等政策指標利率，惟市場對內地經濟下行壓力之憂慮仍揮之不去。同時，期間召開的三中全會僅提出多項中長期經濟改革方向，短期刺激方案欠奉，均為市場避險情緒升溫的觸發點。外圍方面，美國共和黨總統候選人特朗普於首場總統競選辯論中取得壓倒性優勢，「特色交易」(Trump Trade)主題大行其道。其中對華實施激進高額關稅等政策的憂慮，令環球資金持續撤出中資股；此外，日圓匯價飆升導致高風險資產套息交易拆倉，對港股也造成一輪震盪。恒生指數在此期間反覆下滑，一度下跌至16,441點，創4月以來的低位，距7月高點的跌幅超過10%。

踏入8月中下旬，隨著美國就業數據急轉直下，市場開始押注美聯儲須以較進取步伐展開減息，在美元匯價和美債息顯著回落下，人民幣重新轉強，這彷彿成為港股市場的強心針。此外，美國民主黨以賀錦麗取代拜登參選總統，其民意支持度反先特朗普，稍為提升了中美關係的能見度，也支撐了大市展開強勢反彈。利好消息接連不斷，8月中下旬港股業績期表現亮眼，多隻恒指權重較大的中資科網股第2季盈利增長遠超市場預期，觸發恒指今年盈利預測自期內低點調升約2.7%，為市況回升奠定基礎。

及至9月，美聯儲在千呼萬喚下終於掀起減息序幕，且降息幅度意外高達50點子。利率點陣圖亦顯示，美聯儲在未來1年可能採取較快速的減息節奏，再度激起市場亢奮情緒。再者，人民銀行、國家金融管理總局及中證監突發性召開記者會，聯合公布減息降準、下調存量房貸利率、設立貨幣政策工具支持股票市場等政策組合拳，進一步點燃市場風險胃納。恒生指數於期內(截至9月24日)最高攀升至19,002點，較季內低位反彈逾15%。值得注意的是，8月至9月24日期間，雖然港股出現凌厲反彈，但內地A股市場弱勢未改，滬深300指數累跌2.6%。

截至9月24日，恒生指數及滬深300指數在季內的回報分別為7.2%及負3.2%，顯示美國減息對港股的利好遠高於A股。港股板塊表現方面，綜合企業、資訊科技、醫療保健及非必需消費均跑贏大市。反之，能源及工業分類指數表現則表現欠佳，分別下跌11%及6%。至於上季建議的重點關注板塊，當中評為「看好」的中資保險股因業績報喜兼增派息，股價跑贏大市；同樣評為「看好」的本地高息概念股亦走俏，受惠於美債息大幅回落，多隻本地公用、本地電訊及國際銀行股均創下52周新高；至於評為「審慎樂觀」的中資電訊板塊及電力板塊，前者表現大致與市場同步，後者則相對跑輸大市。

2024年第3季恒生綜合行業指數表現



資料來源：彭博，數據截至2024年9月24日

## 股票

本季題為「居安思危」，意謂港股本季可能仍受到美國降息、內地刺激政策、企業盈利改善等因素呵護，主要指數有望挑戰年內高峰。然而，經過連續兩季攀升後，現時進場似乎已成「雞肋」，投資者反而更應對美國經濟可能由盛轉衰、中美磨擦加劇等潛在風險保持警惕，防患未然。

### 美減息助港股擺脫頹勢，惟須警惕外圍經濟風險

隨著美聯儲9月按下「減息鍵」，象徵美國已步入新一輪寬鬆周期。據美聯儲最新的利率點陣圖預測，從今年第4季至明年底前的減息幅度可達150點子。傳統投資理論往往將減息與利好股市畫上等號，尤其在美元走弱和美債息回落的背景下，資金更傾向流入新興市場，中港股市亦應受益匪淺。然而，回顧自1995年以來美國5次減息周期的數據，在美聯儲每次首度啟動減息至完成第3度降息的期間，恒指的升跌比例為3:2，平均回報為10.2%，反映港股於美國減息周期初段的表現確可看高一線，惟卻不算具有壓倒性優勢。值得注意的是，該3次恒指錄得正回報的減息行動均存在一個共通點，就是期內美國經濟按季增速仍能維持正值；反之，於2001年第1季期間，儘管美聯儲進行了3次減息，累計幅度達150點子（屬該5次減息周期統計中最大減幅），惟美國經濟增長急轉直下，跌至收縮水平，恒指當時就要暴跌近11%。由此觀之，假設本季美聯儲進一步下調利率，對中港股市孰好孰壞，更大程度是取決於美國經濟能否成功軟著陸。

另一方面，若美聯儲採取更進取的減息路徑，中美息差可望逐步收窄，而過去兩年持續受壓的人民幣匯價也有望得到喘息機會。事實上，市場從7月開始為美國即將減息的預期進行部署，美國與中國的10年期國債收益率差距收窄了480個點子，觸發人民幣兌美元期內急升近3.3%。隨著中資股在港股主要指數的權重與日俱增，港股表現與人民幣匯價走勢變得更緊密。根據過去10年的迴歸分析數據，恒生指數與人民幣兌美元匯價每周變幅的相關性為0.4，線性迴歸 (Linear Regression) 之經調整Beta為1.65，意味著人民幣兌美元每升值1%，理論上可拉動恒指上漲1.65%，這正是美聯儲減息對港股帶來的直接利好。當然，倘若人民銀行須進一步減息去刺激經濟，人民幣匯價則未必可大幅攀升，但在美國債息持續回落下，至少可緩和內地資金外流壓力，讓人民銀行推出寬鬆貨幣政策時少了一份後顧之憂，也可算是中港股市的間接催化劑。

### 恒生指數與美元兌人民幣走勢



日期	首3輪減息累計幅度	期初恒指水平	期末恒指水平	期內回報
1995年7月至1996年1月	75點子	9,407點	11,359點	+20.8%
1998年9月至1998年11月	75點子	7,946點	10,148點	+27.7%
2001年1月至2001年3月	150點子	14,869點	13,223點	-11.1%
2007年9月至2007年12月	100點子	24,599點	29,226點	+18.8%
2019年7月至2019年10月	75點子	28,146點	26,667點	-5.3%
平均回報：				+10.2%

資料來源：彭博，數據截至2024年9月24日

投資者欲捕捉美國踏入減息周期的投資機遇，以下幾個主題板塊可伺機部署：

- (i) 美元或港元計價債務佔比較大及融資成本較高的股份，包括本地地產收租股、本地綜合企業股、澳門博彩股、航空營運及租賃股等；
- (ii) 高收益價值型板塊，包括本地公用股、本地電訊股、本地房地產信託基金等；
- (iii) 黃金相關股或其ETF。

但值得注意的是，自7月中旬以來，市場對美聯儲減息的押注愈趨激進，根據截至9月23日的利率期貨市場顯示，目前市場普遍預期美國在2024年底及2025年底的利率水平分別為4.0至4.25%及2.75至3.0%，較美聯儲最新利率點陣圖的指引分別低25點子及50點子。假如未來數月美聯儲降息節奏未如市場預期般進取，加上上述板塊近月已累積不少升幅，短線不排除會出現獲利回吐，故宜採取分段逢低吸納的策略。

### 內地經濟復甦之路一波三折，財政貨幣政策料加碼

內地第3季公布的宏觀經濟數據表現顛簸不平，除了出口及製造業固定投資表現相對穩健外，其他領域如消費、房地產、基建固投等復甦動力仍與市場預期存在明顯落差，這是壓制中資周期股反彈的主要因素。以中國8月份數據為例，官方製造業PMI、零售銷售增長、工業增加值增長、全國固定資產投資年初至今增速分別錄得49.1、2.1%、4.5%、3.4%，全數低於7月份的49.4、2.7%、5.1%、3.6%。至於通脹表現方面，雖然8月CPI按年升幅擴大至0.6%（7月：0.5%），惟主要來自食品價格回升的貢獻，核心CPI漲幅卻下滑至0.3%，連續兩個月放緩，而工業生產者出廠價格指數（PPI）更扭轉了過去大半年逐步改善的趨勢，8月份的收縮幅度重新擴大至負1.8%（6月及7月：負0.8%）。綜觀而言，除非9月份的經濟數據出現大舉回暖，否則10月公布的第3季度GDP或將面臨進一步下行風險，並可能觸發市場下調明年GDP目標的負面情緒，連帶拖累中資企業的盈利預測走向，投資者須警惕這段期間中港股市潛在的波動性。

當然，假如內地宏觀數據表現短期內未見好轉，全年實現5%左右GDP增長目標的壓力進一步加大時，相信更大規模的刺激與寬鬆政策就會醞釀更密集地推出。在貨幣政策方面，9月中旬人民銀行已表示將堅持支持性的貨幣政策立場，明言「加快現存金融政策措施落地見效，著手推出一些增量政策舉措，降低企業融資和居民信貸成本」，並於

9月底宣布降準50點子、下調7天期逆回購利率及LPR利率20點子，寬鬆力度略超預期。同時，人行也繼續引導將居民存量房貸利率調降至新造房貸利率水平附近，預計平均降幅達50點子，料可平均減省每年全國家庭按揭利息支出1,500億元人民幣，騰出更多的消費能力。最令市場振奮的是，人行史無前例推出結構性貨幣政策工具支持資本市場，包括向證券和基金公司提供互換便利操作、向上市公司及主要股東提供低息貸款，用作增持或回購股票。對於權益資產來說，一方面無風險利率下降有助支撐估值，尤其是高收益價值型國企股最能受惠。經過第3季股價適度調整後，恒生滬深港（特選企業）高股息率指數的預測股息率已再度升越7.0%，與中國10年期國債收益率之差距仍高達500點子，估值依然具吸引力。加上低成本再貸款工具或促使部分負債比例較高的國企啟動股票回購計劃，因此對中資能源、保險、電訊、電力和有色金屬等板塊持續看好。此外，存量房貸利率下調料有助振興居民消費信心，估值相對落後的中資消費股有望逐步收復失地。儘管內地銀行淨息差難免會持續受壓，但同時受惠於央行潛在降準及存款利率加速下調等因素，預期對行業盈利的衝擊屬可控。

### 恒生滬深港（特選企業）高股息率指數股息率與中國10年期國債息走勢



資料來源：彭博，數據截至2024年9月24日

另一邊廂，中央財政政策本季會否加碼，也屬後市走向的關鍵風向標。觀乎今年1月至7月中央財政支出進度僅為54.5%（2023年同期：55.1%），反映財政投放節奏偏慢，這除了受到地方專項債發行步伐較去年落後的影響外，公共財政收入按年下滑也是一大制約原因。因此，參考去年經驗，全國財政預算赤字率目標有機會從年初訂下的3%適度上調，而10月的中央政治局會議或是理想的調整時機。一旦成事，將有望觸發中資股估值修復行情。此外，財政部在上季宣布中央年內發行的1萬億元人民幣超長期特別國

## 股票

債，當中3,000億元人民幣將用作支持全國消費品以舊換新和設備更新計劃，不僅大幅提升相關產品的補貼金額，也有望顯著提高計劃的執行效率。至於超長期特別國債的發行規模會否增加，以及所得資金的用途可否擴大至科技和新型基建(如可再生能源、水利、算力)等領域，也值得拭目以待。最後，12月召開的中央經濟工作會議也是本季焦點，在出口增速面臨放緩、房地產市場復甦乏力的情況下，預期會議的政策重心將更傾向於盤活居民消費，料有利於家電、新能源車、智能手機、食品飲料、運動用品、外賣及旅遊訂票平台等板塊。

### 港股盈利表現漸入佳境，資訊科技行業一枝獨秀

撇除外圍利率及內地政策因素外，企業盈利表現和股東回饋行動對於港股的影響也不容忽視。在去季港股中期業績發布期間(以7月15日至9月4日為統計時段)，恒生綜合指數成份股的2024年度盈利預測獲上調約1.6%，扭轉了過去數個季度業績期內指數盈利預測遭下調的局面，反映企業於上半年或第2季的盈利表現已逐步改善。另一方面，以銀行、保險、資源行業為主的多家大型央企宣布新增派發中期股息，而個別大型國際銀行、中資消費及互聯網企業亦加碼進行股票回購，也屬本次業績期的亮點之一。不過，各板塊的中期業績表現可謂大相逕庭，績後股價走勢也榮辱互見。其中，最令市場眼前一亮的板塊是資訊科技，在多隻重磅中資互聯網平台股次季度經調整淨利潤按年大幅增長下，恒生綜合行業指數 — 資訊科技業的2024年度盈利預測獲大幅調高近5.4%，屬期內盈利上調幅度最大的板塊。正因如此，該指數於第3季期間的回報率高達10%，在眾板塊之中一馬當先。反之，地產建築、必需消費及公用(主要為內地電力及燃氣股)板塊的中期業績表現不如人意，績後遭大削盈利預測，相關行業指數期內亦跑輸大市。

展望下半年業績，我們預期第3季度中資企業盈利增長仍充滿挑戰，皆因內地7月至8月的宏觀經濟數據復甦進度未如預期。不過，隨著特別長期國債和地方專項債近期密集發行，配合多項穩增長措施加速落地，憧憬企業在第4季度的業績可作最後衝刺。我們預期恒指2024全年淨利潤增速可達10%，較6月底時估算的8.6%略有上調。各板塊未來半年的盈利表現料繼續分化，其中資訊科技板塊整體可望維持較高增速，較看好遊戲、外賣及社區生活服務平台、線上旅遊平台、智能手機等龍頭企業；至於傳統電商平台企業預料可透過改進收費模式、削減補貼、減低新業務虧損和增加股票回購去提振每股盈利，但商品銷售額(GMV)及收入或暫難擺脫低增長局面，這可能會限制股價回升空間。

### 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9月24日

### 上調恒指今年底目標價至21,100點

基於內地政府釋出穩定經濟增長及支持資本市場的訊號，我們預期將更多利好政策於本季推出。同時，美聯儲進一步減息似乎勢在必行，有望帶動中港股市延續估值修復行情。不過，美國總統大選對中港股市的影響可能繼續發酵，不排除新總統選出後隨即會有有關對華進口商品全面加徵高額關稅，甚至爆發新一輪科技或金融產業之抵制措施傳出，中美關係能見度偏低，仍屬本季港股的最大風險，或會限制估值倍數上調空間。至於企業盈利表現方面，我們相信下半年將呈現溫和改善，而第4季復甦動力強於第3季。

### 恒生指數未來12個月預測市盈率



資料來源：彭博，數據截至2024年9月24日

整體而言，我們將恒指2024年的每股盈利預測從上季的2,075港元上調至2,150港元，略高於截至9月24日，彭博預測共識的2,110港元。估值方面，雖然恒指上季錄得超過7%升幅，但由於市場顯著調高其盈利預測，其未來12個月預測市盈率反跌至8.7倍，仍低於過去10年平均之1個標準差。我們將恒指2024年預測市盈率目標從9.6倍上調至9.8倍，調高恒指今年底目標價至21,100點(第3季原目標價為19,900點)。

2024年第4季重點關注板塊：

行業/主題板塊	重點投資邏輯	看好程度 <sup>#</sup>
中資消費及旅遊	1. 中央政治局會議表明將以提振消費為擴大內需的重點，除了加大家電和汽車產品以舊換新的補貼規模、調降存量房貸利率以增加居民可支配收入等措施外，預期將有更多刺激性財政政策陸續推出。	***
	2. 今年國慶假期內地居民出遊人數及旅遊消費料保持可觀增長，尤其在機票和酒店價格顯著回落下，長線遊和出境遊需求增速料更強，較有利線上旅遊平台和澳門博彩等板塊。	
	3. 宜優先選擇中期業績表現理想之行業龍頭股票。另外，市盈率具大幅折讓、有增派股息及宣布新一輪股票回購計劃的企業也屬不俗之選。	
中資保險	1. 受惠監管機構從嚴執行銀保銷售渠道「報行合一」佣金制度，加上壽險產品預定利率下調、產品結構改善等因素支持下，上半年內地的主要大型保險企業的新業務價值利潤率均大幅改善，支持新業務價值重拾增長。	****
	2. 國務院發布保險業「國十條」，重點化解利差風險、支持保障型產品和鼓勵多元化投資等，較傾向支持大型險企發展。	
	3. 人民銀行推出多項措施支持經濟及資本市場，預期A股與港股可穩步回升，帶動險企的投資收益率上升。	
	4. 內房流動性逐步改善，違約風險降低，有助持有內房資產較多的險企進行估值修復。	
	5. 中資保險股的估值大幅低於其歷史平均值，加上普遍大型保險股的市帳率低於1倍，股息率高達4%至7%，料屬內地中長線資金的主要吸納對象。	
中資燃氣	1. 自今年6月起，內地多個城市陸續宣布上調居民用戶天然氣價格，個別地方上調幅度達雙位數，有助燃氣分銷企業單位售氣利潤率的增長。	***
	2. 中央近期積極推出寬鬆和刺激經濟政策，有助製造業活動加速復甦，加上年初至今，內地天然氣發電廠利用率錄得較強增速，預期可支持全國天然氣銷售量維持穩固增長。	
	3. 中資燃氣龍頭企業的資產負債表質素穩健，有條件於未來增加派息比率及進行股票回購，目前股息率高達4%至7%，具有吸引力。	
本港地產、收租及REITs	1. 美聯儲減息進度或較市場預期進取，未來1年香港銀行或持續調低最優惠利率(P)，新造住宅按揭利率有望從目前3.85%回落至3.3%以下，當供樓成本低於租樓成本時，有助提升買樓需求，預期可刺激發展商新盤銷情。	****
	2. HIBOR持續回落有助房地產企業節省利息開支，尤其對淨槓桿率較高和港元浮息借貸比例較大的企業更能受惠，並有助改善每股盈利及派息水平。	
	3. 目前本港地產發展商及收租企業的股價較其每股資產淨值(NAV)的折讓幅度平均仍超過60%，未來12個月的股息率分別接近6%及7%，與美國10年國債息率相差分別高達220點子及320點子，估值吸引。	

<sup>#</sup> 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：**

- 本季利好港股的因素包括美國降息、內地刺激政策和企業盈利改善，利淡因素為美國經濟或由盛轉衰及中美磨擦加劇
- 企業盈利將呈現溫和改善，本季的盈利復甦動力料為上季更強
- 我們將恒指今年每股盈利預測上調至2,150港元，預測市盈率上調至9.8倍，今年底恒指目標價升至21,100點
- 本季可重點關注的板塊包括中資消費及旅遊、中資保險、中資燃氣，以及本港地產、收租及REITs

## 股票

東亞聯豐投資團隊

## 減息有助刺激經濟，股票相對於現金優勝

減息有助帶動個人消費和公司投資，帶動企業增長和投資者情緒

### 美國總統大選前，市場波動預計將會加劇

在9月初，美國製造業數據疲弱再度觸發投資者對經濟前景的憂慮，環球股市應聲下挫，投資者其後趁低吸納，市況數天後隨即回穩。東亞聯豐團隊預期，市場在美國總統選舉臨近和日圓匯率走向等不明朗因素影響下，股市有機會持續波動。然而，團隊認為美國整體經濟仍然強韌，硬著陸機會微。在通貨再膨脹周期 (reflationary cycle) 下，減息有助刺激經濟，加上股票風險溢價有助提升股票長遠估值。因此，團隊對環球經濟和風險資產維持積極態度，認為持有股票較持有現金優勝。

### AI 應用助改善營運和估值，伺機吸納美國和亞洲科技股

美國就業市場和薪酬升幅開始正常化，料有助通脹持續降溫。美國消費物價已經逐步回落，惟目前實際利率水平過高，美聯儲亦開始重新調整貨幣政策。減息有助於帶動消費和企業開支，加上大部分剛公布的企業業績穩健，因此團隊繼續看好美股，特別是在人工智能 (AI) 和科技領域擁有領導地位的公司。科技股今年已累積不少升幅，不排除會出現調整，尤其在美國大選前夕，波動預計會增加。一旦股市出現調整，反而是趁低吸納的機會。

### 美國消費物價指數



資料來源：美國勞工統計局，數據截至2024年8月14日

AI的應用逐步擴大至包括零售、醫療和金融業等多個範疇。企業若能成功應用AI，有望提升營商效率，繼而帶動盈利和估值向上。AI的普及是團隊看好此板塊的因素之一，因為將帶動AI供應鏈中不同範疇的企業。由於AI運算需要用上大量數據，其發展將刺激數據中心、半導體和電網等需求增加。從事相關範疇的公司不少位於美國，亦有大部分是亞洲企業。除了南韓和台灣晶片製造商外，還有日本和澳洲企業。此外，AI基礎設施需求增加，為一些新興國家的工業股帶來動力。印度早前通過展開多項支持AI基礎的計劃，包括可配備1萬個圖形處理器的AI基礎設施<sup>1</sup>，以及准許一家大型綜合企業興建晶片廠房<sup>2</sup>。中產崛起、勞動人口增長加上基建開支，均支持團隊看好印度具結構性潛力的股票。

### 中國經濟正轉型，留意日本貨幣政策對經濟影響

中國的經濟仍處轉型階段。在一系列刺激措施出台後，各項經濟數據表現仍然不一。中國8月的出口增幅高過預期，但入口增長卻低於預測<sup>3</sup>，8月製造業採購經理指數跌至6個月以來新低的49.1<sup>4</sup>，繼續處於收縮區間。財新服務業採購經理指數於8月雖然維持在擴張區間，但速度較7月有所放緩。團隊認為，中國經濟復甦的速度仍有待觀察，因此對中港股市維持審慎，目前主要聚焦於高派息和價值型的中港股票，包括國企石油和天然氣股份。由於息口已經見頂，派息穩定的股票相對具防禦性，能源股同時能對沖日益加劇的地緣政治緊張局勢的風險。團隊會繼續留意是否有更多刺激措施於第4季出台。

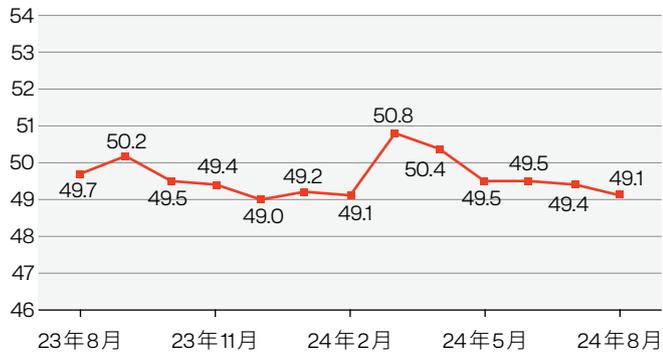
<sup>1</sup> 見Data Center Dynamics網站，<https://www.datacenterdynamics.com/en/news/indian-government-launches-12bn-indiaai-mission-plans-10000-gpu-supercomputer/>

<sup>2</sup> 見路透社網站，<https://www.reuters.com/technology/india-approves-three-chipmaking-units-worth-152-bln-2024-02-29/>

<sup>3</sup> 見CNBC網站，<https://www.cnbc.com/2024/09/10/china-trade-data-august-2024-exports-imports.html>

<sup>4</sup> 見CNBC網站，<https://www.cnbc.com/2024/09/02/asia-stock-markets-set-for-mixed-open-as-investors-await-china-pmi-s-korea-cpi.html#:~:text=China%20released%20its%20official%20purchasing,the%2049.4%20seen%20in%20July.>

### 中國製造業採購經理指數



資料來源：國家統計局，數據截至2024年8月

由於日本央行在7月加息，引發日圓套利平倉活動，導致市場大幅波動。其後日央行放棄強硬立場，表明如果市場不穩便不會加息。日本第2季經濟增長強勁，企業資本開支升幅加快<sup>5</sup>。日本經濟持續向好，但鑑於日圓可能出現波動，貨幣政策走勢不明朗，團隊對日股看法較為中性。另外，日本將會更換首相，團隊將繼續關注市場對日本首相繼任人的反應。

### 對風險資產維持積極看法

東亞聯豐認為，減息有助於刺激個人消費和公司投資，帶動企業增長和投資者情緒。加上AI應用日益廣泛，這些因素均有利於股票長遠估值。儘管美國總統大選和日圓匯率等因素可能導致短期價格波動加劇，但整體而言，團隊對環球經濟和風險資產維持積極態度。

### 本章總結：

- 美國總統大選及日圓匯率等不明朗因素有機會導致市場波動加劇，宜持續關注市場發展
- 通貨再膨脹周期下，股票投資較持有現金更具優勢
- 繼續看好美股和亞洲優質科技股，尋找適當的機會趁低吸納
- 留意中國會否加推刺激措施；同時關注日本調整貨幣政策及首相繼任人對市場產生的影響



<sup>5</sup> 見路透社網站，<https://www.reuters.com/markets/asia/japan-q2-corporate-capex-up-74-points-solid-domestic-demand-2024-09-02/>

## 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。