

进退有据

东亚银行经济研究部



2024年第4季经济展望

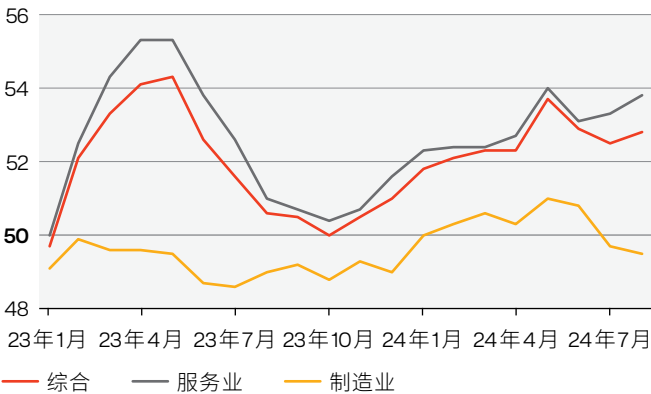
环球主要央行进一步减息可支持消费和投资信心增强

环球经济展望

环球经济动力趋缓，软着陆仍然可期

在供应链活动复常和电子产品重回上升周期的推动下，商品贸易成为延续今年环球经济平稳增长的主要动力，亚洲多个出口基地更是明显受惠。然而，环球制造业采购经理指数于第3季回落至接近停滞，其分项指数更显示生产、新订单和职位均呈下降迹象，预示全球贸易活动增长将略为减慢。相比之下，环球服务业采购经理指数于第3季保持在较高水平，特别是金融和商业服务录得强劲增长。整体而言，环球经济仍具韧性，衰退风险维持可控。

全球采购经理指数



资料来源：彭博，数据截至2024年9月20日
>50 表示扩张

环球劳工市场的发展势头正受到高度关注。整体上，全球劳工市场在2024年首3季保持平稳扩张。美国劳工市场大致稳定，职位持续录得增长，失业率虽然有所上升，但主要是由于劳动人口参与率的增加所致；欧元区劳工市场表现超出预期，失业率进一步改善并处于较低水平，这将可支持区内消费复甦；中国内地劳工市场稳定，加上支持政策不断加力提效，预计内需未来将可迎来更强劲的复甦势头；其他亚洲地区劳工市场亦保持稳固。

通胀进一步接近央行政策目标。受惠于去年高基数效应、供求平衡恢复，加上紧缩货币政策的效应逐步浮现，大部分经济体的通胀均有序降温，美国和欧元区的核心消费物价通胀更回落至约3%。与此同时，中长期通胀预期回落至与央行政策目标一致的水平，反映市场对通胀长期高企的担忧有所缓和。

抗通胀取得良好进展，为央行提供调整货币政策的空间。随着美联储于今年9月启动减息，环球货币政策踏入了利率正常化的新阶段。展望第4季，美国、欧央行和英伦银行等主要央行将继续下调利率，并为2025年减息步伐提供更多指引，料其他亚洲央行亦会跟随减息，惟日本央行则会延续其温和加息周期。借贷成本下降和货币政策转向宽松的预期将有助支持消费和企业活动，从而减低经济增速放缓的风险。不过，环球通胀前景仍面对一些不确定性因素，如地缘政治局势紧张正对能源价格、供应链活动、国际航运费用构成潜在压力。因此，预计主要央行仍将保持审慎，并以循序渐进的步伐进行减息。

整体上，即使增长动力放缓，全球经济在第4季将继续平稳扩张，料贸易活动可温和增长，而服务业则保持稳健。环球主要央行进一步减息可支持消费和投资信心增强。值得注意的是，美国将于11月举行总统大选，这或会对中长期环球经济走势产生重大影响。



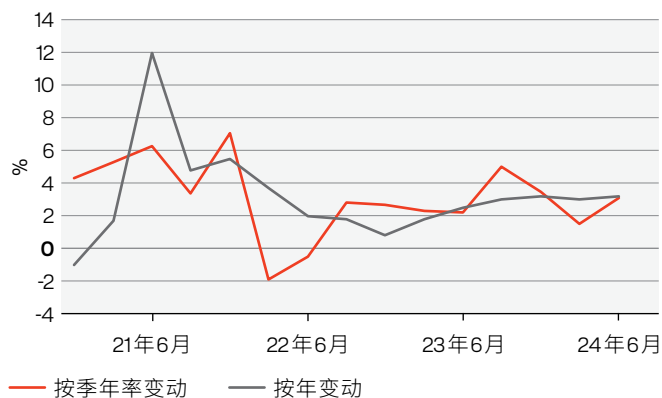
宏观经济

美国经济展望

降息周期已展开，软着陆在望

美国经济保持较快增长。2024年第2季，美国经济增长超出预期，主要受到强劲的消费开支、稳定的政府支出和投资增加所推动。虽然个人储蓄逐渐减少且信用卡违约率上升，但私人消费依然保持稳定。近期劳动市场降温，就业增长低于预期，逐步缓解经济出现过热的担忧，并促使美联储调整货币政策的立场。展望未来，尽管美国经济的利率持续高企的环境下或会有所放缓，但仍会维持稳步增长。

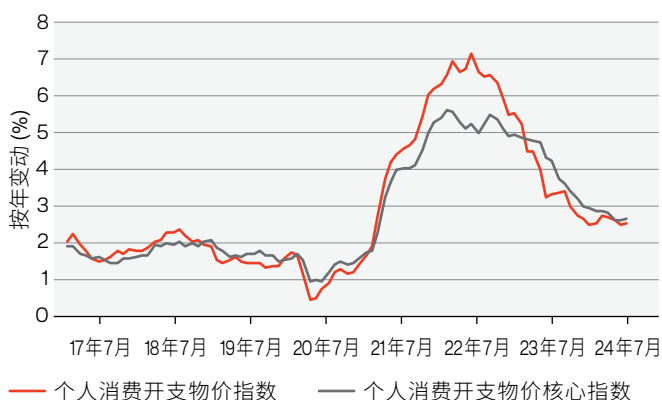
美国国内生产总值增长率



资料来源：彭博，数据截至2024年9月20日

抗通胀持续取得进展。自今年第2季以来，美国通胀进一步放缓，并逐步接近美联储2%的政策目标。不过，消费物价通胀中的住房价格和其他核心服务价格仍具黏性，反映潜在通胀压力依然存在。展望未来，预计通胀压力将继续回落，但其下降速度或会较为温和，通胀短期仍会在政策目标之上徘徊。此外，近期劳工市场表现有所转弱，虽然新增职位数目继续增长，但失业率有所回升，这主要是由于劳动人口参与率的增加所致。工资增幅亦略为回落，减低了市场对劳工市场偏紧引发通胀持续高企的担忧。

美国个人消费开支物价指数



资料来源：彭博，数据截至2024年9月20日

美联储启动减息周期，政策重心转趋平衡。美联储在9月会议减息50个基点至4.75%至5.00%，并预告下一步将继续有序减息，会后声明亦由仅聚焦于降低通胀转为强调支持全民就业和保持物价稳定的两大政策目标，反映联邦公开市场委员会的政策重心转趋平衡，以确保通胀持续降温，并支持经济稳步扩张。根据9月点阵图的中位数预测，今年余下时间有50基点的减息空间，2025年将进一步减息100基点至3.25%至3.50%。我们预计美联储减息周期展开将降低家庭和企业的借贷成本、带动整体投资气氛、支持消费平稳增长，让美国经济扩张周期得以延续。

整体而言，美国经济有望实现软着陆。随着利率下降，货币环境将会从紧缩性逐步转向中性，我们预测美国今年全年经济增长将从2023年的2.5%回落至2.0%左右，大致实现软着陆。此外，今年11月的美国总统选举将对经济前景带来重要影响，特别是两位候选人在税收、福利、政府债务、关税、外交和能源上的政策差异均可能会对市场和经济带来深远影响。



欧洲经济展望

欧洲经济延续温和复甦势头

欧元区经济录得温和增长。在外贸增长及政府支出上升的推动下，欧元区经济保持增长。2024年第2季，欧元区经济按季增长0.2%，增幅较第1季低0.1个百分点，但已是过去7个季度以来的第2高增幅。区内各主要经济体表现不一，其中最大经济体德国受私人开支及投资疲弱影响，在第2季重回收缩区间。相反，法国、意大利及西班牙经济表现较佳，成为欧元区的主要动力。英国方面，受服务业强劲增长带动，第2季经济增长表现理想。最近数据显示，欧元区及英国的综合采购经理指数已连续多月处于扩张区间，预料欧洲及英国经济将延续其温和扩张势头。

欧元区及英国经济增长

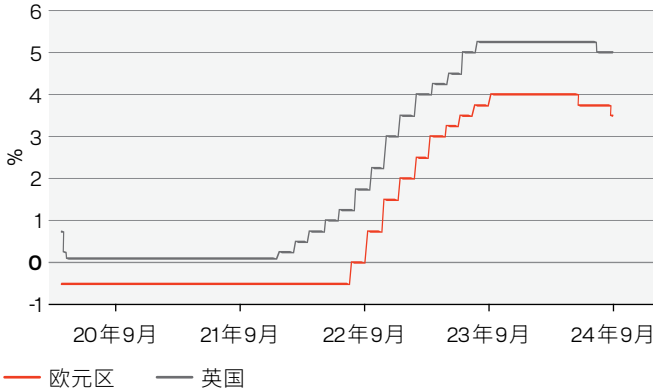


资料来源：彭博，数据截至2024年9月20日

欧洲及英国整体通胀继续放缓。在去年高基数和货币紧缩政策的影响下，今年第3季欧元区及英国通胀均已回落至2%左右。另外，能源价格大幅下滑亦带动整体通胀放缓。然而，欧元区及英国的劳工市场仍然偏紧，导致工资增长较快，并对服务价格构成上行压力。由于核心商品价格涨幅已处于低位一段时间，未来通胀降温的进程将很大程度上取决于服务价格的走势。因此，欧洲及英国通胀可能须更多时间才能回落至央行的政策目标，并于此水平附近走稳。

欧洲央行及英伦银行将逐步有序放宽紧缩货币政策。随着通胀逐步回落，欧洲央行于今年6月减息后，在9月再度减息，并强调政策走向将继续以数据为依归。英国方面，英伦银行亦于8月下调其政策利率25个基点，正式启动减息周期。我们考虑到欧洲的潜在通胀压力仍然较高，预计欧洲央行和英伦银行的减息周期将是渐进和有序的。

欧元区及英国政策利率



资料来源：彭博，数据截至2024年9月20日

展望未来，受惠于政策利率回落，预料欧洲及英国的投资、消费、商业信心及资产市场活动将逐步改善。通胀逐步回落及工资增长则料可提升居民实质收入，进一步促进消费及投资。除此之外，欧洲议会、英国及法国的大选已尘埃落定，这减少了区内主要经济体的政治不确定性，为区内经济增长提供稳定的政策和营商环境。

综合而言，我们预计欧洲及英国的经济将延续温和扩张势头。然而，欧洲仍须面对地缘政治风险的干扰。若中东及俄乌地区的紧张局势加剧，欧洲供应链活动或会受到严重影响，导致成本上升甚至通胀有再次升温的风险。



宏观经济

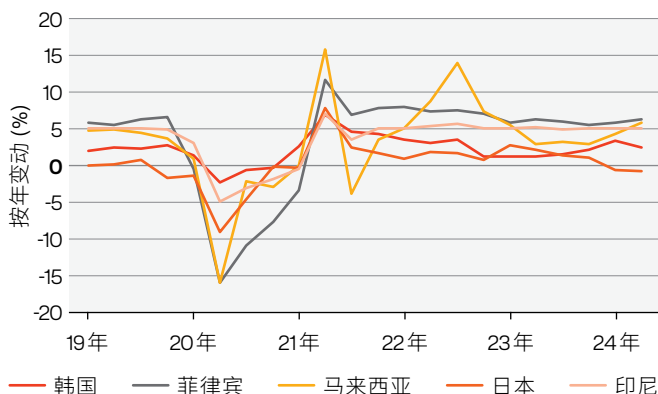
亚洲经济展望

内需支持亚洲经济延续平稳向好态势

亚洲经济增长动力保持稳健。2024年上半年，亚洲经济整体保持稳健增长。日本经济逐步从年初大地震和汽车生产短暂中断的影响中复甦，内部需求有所好转，实质工资上升推动私人消费开支增长。此外，企业对数字化转型的需求增强，促进相关投资增长。南韩经济延续平稳扩张，人工智能等新兴科技需求继续支持出口表现，抵销投资转弱的影响。此外，台湾经济增长较快，主要受惠于民间消费稳健和企业投资回升。

亚洲新兴经济体的经济增长大致加快。马来西亚、泰国、菲律宾及越南等东盟经济体增长于第2季按季有所加快，而新加坡和印尼的经济则保持平稳增长。除了外部需求推动出口增长外，区内劳工市场稳定也巩固了私人消费的增长势头。随着市场对央行放宽货币政策的预期升温，企业投资需求进一步走强。

亚洲经济体的国内生产总值

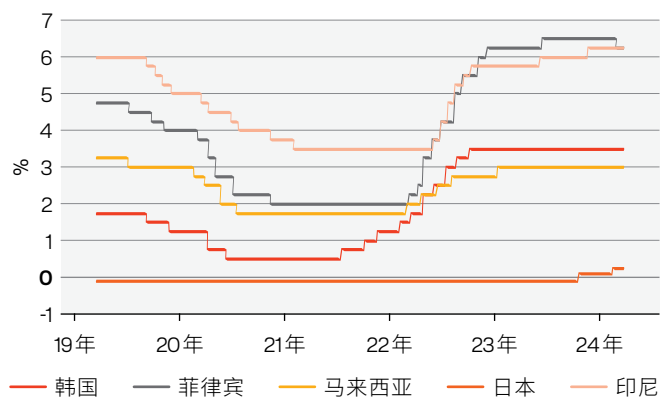


资料来源：彭博，数据截至2024年9月20日

亚洲通胀压力保持稳定。日本、南韩、台湾的消费物价通胀保持稳定于2至3%左右，显示通胀压力大致受控。同时，印尼和新加坡的通胀延续缓和势头，泰国和马来西亚的通胀则在低位持稳，而越南和菲律宾的物价压力较高，但通胀仍然接近其政策目标范围，未来有望进一步放缓。

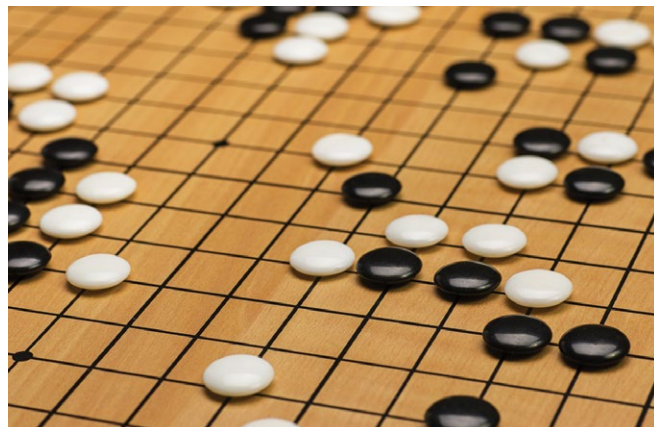
日本央行继续实施货币政策正常化，亚洲其他央行则料具减息空间。日本央行在3月进行加息，7月再次把其政策利率上调15个基点至0.25%，并宣布缩减买债计划。若日本经济增长和通胀走势符合预期，日本央行可能会继续加息。与此同时，南韩央行对通胀回落至政策目标范围有更大信心，并将考虑在适当时机进行减息。菲律宾央行已于8月率先下调其政策利率25个基点。整体而言，随着通胀压力渐趋温和，加上环球主要央行如美联储和欧洲央行开始启动减息，预料亚洲大部分央行也将逐步放宽货币政策。

亚洲经济体的政策利率



资料来源：彭博，数据截至2024年9月20日

展望未来，亚洲经济前景保持正面。近期调查显示，亚洲制造业活动继续扩张，这将可确保民众工资收入稳定及巩固企业对业务增长的信心，以支持私人消费及企业投资增长。尽管如此，地缘政治局势持续紧张和贸易保护主义升温等，仍会对全球供应链活动和大宗商品价格构成影响。此外，日本首相和泰国总理的变动，也可能为亚洲经济前景增添不确定性。

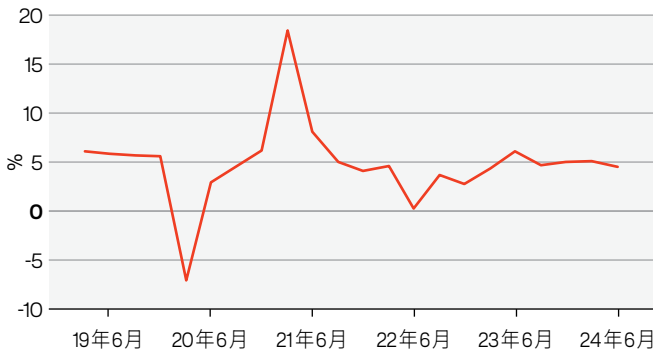


中国内地经济展望

政策力度有待增强，以稳定增长势头

2024年上半年中国内地经济稳步扩张5.0%。消费仍是主要增长动力，投资和净出口对经济的贡献则紧随其后。从季度表现来看，内地经济按年增速从第1季的5.3%放缓至第2季的4.7%。

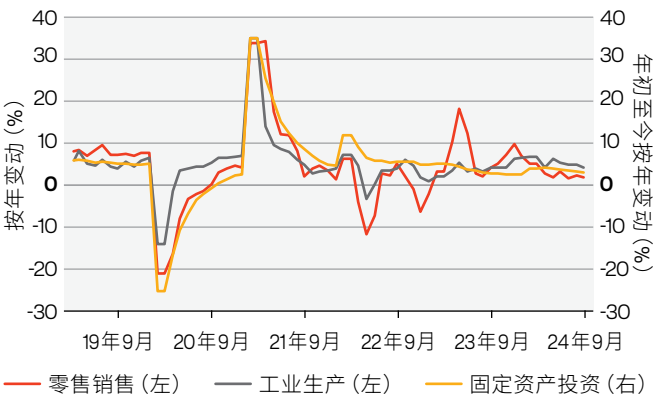
中国内地经济增长情况



资料来源：彭博，数据截至2024年9月20日

踏入第3季，内地经济增长势头略有放缓。外部需求稳固带动工业生产，其表现领先消费及投资。同时，制造业正加速迈向智能化、绿色化和数字化转型，这亦推动了7月和8月装备制造业及高技术制造业保持较快增长。服务业零售额仍具韧性，主要是受暑期旅游需求释放及文娱活动促销力度增强所带动。然而，社会消费品零售额增长仅温和复甦，反映政策支持力度仍待加强。此外，固定资产投资增长受极端天气影响而略为回落，基建投资增速放慢，房地产开发投资则持续收缩。不过，8月地方政府专项债发行步伐加快，料将对公共项目投资构成支持，特别是国家重大战略和重点领域安全能力建设的项目。再者，企业对先进设备和绿色科技需求强劲，令制造业投资保持较快增长。

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9月20日

政策效果逐步浮现，房地产市场略见回稳。自5月推出新一轮支持房地产政策措施以来，房地产市场主要指标的跌幅轻微收窄，如商品住宅销售额和房地产开发企业到位资金等。7月底，中央政治局会议强调要积极支持收购商品房用作保障性住房，并进一步做好保交楼工作，促进房地产市场平稳健康发展。未来政策的重点料将聚焦于降低住宅库存、改善房地产开发商的资金状况，并通过调整住房贷款政策来降低置业和供楼成本，逐步提振楼市需求。整体而言，内地当局料将维持支持性的政策环境，促进房地产市场的稳定发展。

三中全会审议通过进一步全面深化改革，推进中国式现代化的决定。该决定为内地中长期的发展指明了方向，并提出一系列改革任务，包括：落实公有制及非公有制经济的“两个毫不动摇”、发展新质生产力、构建全国统一大市场、深化供给侧结构性改革、完善高水平对外开放、深化财税改革、加快建立租购并举的住房制度等。

宏观政策空间充足，有望提振内需并稳定增长。7月底的中央政治局会议提出要增强逆周期调节的力度，以提振消费作为重点工作，着力增加居民收入、扩大社会安全网、以及支持文旅、养老、育幼、家政等服务消费。随后，商务部联合多个部委加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新政策，包括提高汽车和家用电器等以旧换新的补贴。另外，财政部表示将督促地方政府加快发行专项债，并利用好超长期特别国债资金，以促进有效投资。货币政策方面，人民银行积极推动货币政策框架改革，从数量型调控逐渐转换至价格型调控，于7月下调了7天逆回购操作利率等多项指标利率10至20个基点，预期未来尚有进一步减息降准的空间。展望未来，相信内地当局将进一步加大政策力度，推动内需回暖，巩固增长势头，努力完成全年经济社会发展目标。



宏观经济

香港经济展望

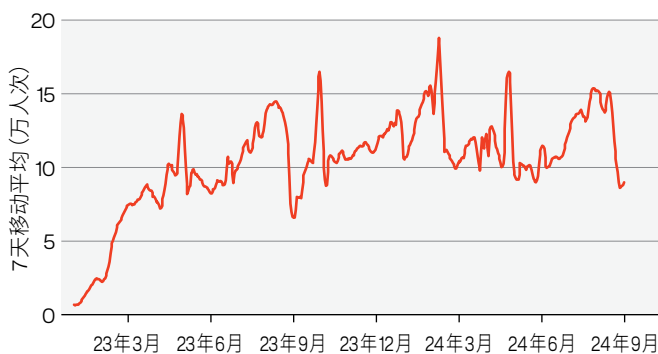
香港经济持续录得温和扩张

香港经济继续疫后复甦扩张周期。继2024年第1季增长2.8%后，第2季经济按年增长加速至3.3%，推动上半年经济增长达约3.0%。受惠外围需求回暖，香港第2季增长动力主要由强劲的商品贸易带动。然而，由于高基数效应及利率高企，私人消费表现相对疲弱。虽然入境旅客保持增长，但出境旅游需求亦见强劲，在一定程度上抵销了入境旅游业的复甦。再者，政府开支持续回落，反映疫后复常态势。展望未来，中国内地当局和香港特区政府正积极加大稳经济政策力度和推出多项惠港措施，这些政策将有助支持香港经济保持温和增长。

商品贸易成为经济增长的重要引擎。在外围需求回升的推动下，香港商品贸易录得良好增长。今年以来，香港商品出口及进口均录得显著增长。由于出口增速快于进口，贸易逆差大幅收窄并成为推动香港经济增长的主要动力之一。服务贸易方面，访港旅游业持续复甦，香港客运航空运力亦进一步恢复，加上个人游计划的扩大，内地旅客免税额提高及各类盛事活动的举行，料旅游业有望继续支持香港经济复甦。

访港旅客数据

每日入境人次



资料来源：彭博，数据截至2024年9月20日

零售业短期仍面临挑战。受去年高基数、旅客消费模式转变、资产市场波动及香港居民出游需求显著上升所影响，年内香港零售销售持续承压。然而，劳工市场保持强韧，失业率一直处于约3%的接近全民就业水平，这将为零售业带来一定支撑。

此外，内地当局积极推出惠港政策，巩固香港经济的竞争力，其中互联互通机制下的“ETF通”于7月扩容，市场流动性逐步提升，基金互认的优化措施有望快将落实，能让香港金融市场的活力得到进一步提升。

香港失业率

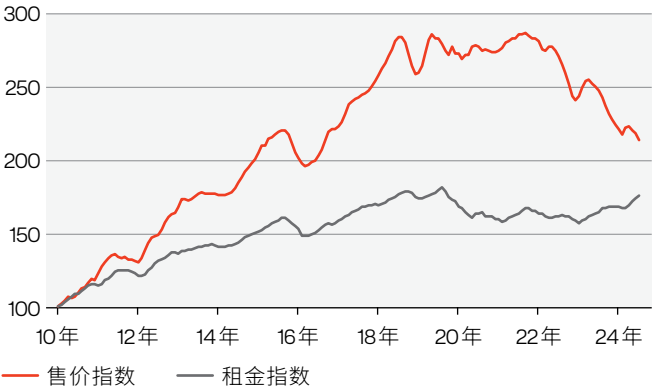


资料来源：香港政府统计处，数据截至2024年9月20日

受利率持续高企影响，香港楼市继续调整。虽然官方住宅物业价格指数于第2季开始下行，成交宗数亦从辣招全面撤销后的高位持续放缓，但官方租金指数则稳步上升，反映住屋需求仍存，只是高利率令部分潜在买家转买为租。随着全球经济踏入新一轮的减息周期，楼市气氛将有望得到提振，预计这将逐步吸引更多买家入市，带动楼市稳步复甦。

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9月20日



展望未来，环球利率回落将可成为支持香港资产市场的重要动力，同时推动消费及投资信心回升，让香港经济稳步增长。综观各项因素，预计全年经济增长可达香港特区政府2.5至3.5%的预测区间。

本章总结：

- 全球经济动力趋缓，衰退风险维持可控。通胀进一步接近央行政策目标，为央行提供调整货币政策的空间。本季环球经济有望继续平稳扩张
- 美联储正式展开减息周期，政策焦点亦从单纯控制通胀转为支持全民就业和保持物价稳定的两大目标，并预期将进一步有序减息，以确保经济实现软着陆
- 欧洲经济延续温和增长，欧洲央行及英伦银行将有序放宽紧缩货币政策，预期欧洲及英国的经济延续温和扩张势头
- 亚洲消费及投资需求改善，通胀大致受控。除日本央行外，亚洲大部分央行有望进行减息，预计亚洲经济增长将保持稳健
- 内地经济增长势头略为放缓，但宏观政策空间充足，预料将通过提振消费需求和促进有效投资来稳定经济增长前景
- 香港楼市于第2季开始持续调整，零售业短期仍面临挑战，惟强劲的商品贸易成为经济增长的重要引擎，年内香港经济有望稳步增长

殊途同归

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



殊途同归

美股受制选举结果及减息趋势；持续减息或拖垮欧股；套息风暴下日股仍未脱险

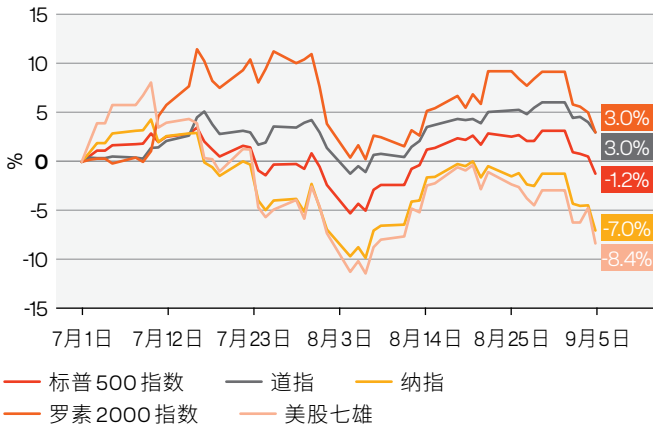
上季标题是《蓄势待发》。当时预测美国首次减息的触发因素是经济下滑，而非美联储念兹在兹的通胀率。配合技术分析结果，预料美股将迎来一次调整。历年美国总统大选前夕，美股普遍向好，但预计升幅将较上半年放缓。科技股的拥挤交易程度令人悚然，获利套现一触即发，防守型及价值型股份将变得更加吸引。综合盈利预测、首次减息及大选年因素，板块轮动将成为核心投资策略。欧股虽普遍受惠于美国大选的外溢效应，但欧洲经济疲弱或将拖累后市表现。美日利差扩大，预计日圆有可能反弹，进而冲击日股走势，因此“选股不选市”的投资策略在日股之中更为合宜。事实上，过去预测与现今结果大致相符。

本季标题是《殊途同归》，意谓“看似殊途，结果同归”。美股后市将面临3大风险因素：其一，民主党与共和党的总统候选人在财金政策上的天壤之别，谁入主白宫将主宰未来各行业指数的走势。其二，选举后的权力交接期，正是美国国力脆弱之时，潜在的选举后遗症及多项外围挑战将为成熟股市增添阴霾，故通过地区性分散投资风险的做法较可取。其三，美联储首次减息后，股票市场表现分化，低波幅型股份表现最佳。欧股各行业指数的盈利预测趋弱，料将拖垮当前的升势，持续减息更是后市的“致命伤”。日股则因经济环境内外交困之下，企业盈利预测非常波动，较适合于善于驾驭风险的投资者。

市场回顾：趁机平衡以科技股主导的股票组合

上季日本央行加息至0.25%，引发全球套息交易的平仓潮，导致各地股市曾出现大型调整。再加上市场对美国经济衰退的炒作，美股中，道指曾最多跌6.1%，标普500指数的最大跌幅达8.5%，罗素2000指数则达10.1%，而纳指曾一度跌13.6%。上半年如日中天的“美股七雄(M7)”更曾重挫18.1%，趁势套利的情况更为明显。随后，除了道指曾突破年内高点外，其余指数皆显现疲态，跌势一浪接一浪。截至9月6日，道指和罗素2000指数上升3%，其余指数录得1.2至8.4%的跌幅，与上季预测非常吻合。

美股四大指数及“美股七雄”第3季表现



资料来源：彭博，第3季数据截至2024年9月6日

美股疲弱，非美市场表现也摇摇欲坠。截至9月6日，MSCI各地区指数表现在季内全线下跌。日本股市单季下跌达9%，凸显其处于平仓潮的震央，这与上季我们预期日股会出现调整的看法不谋而合。各指数表现如下：

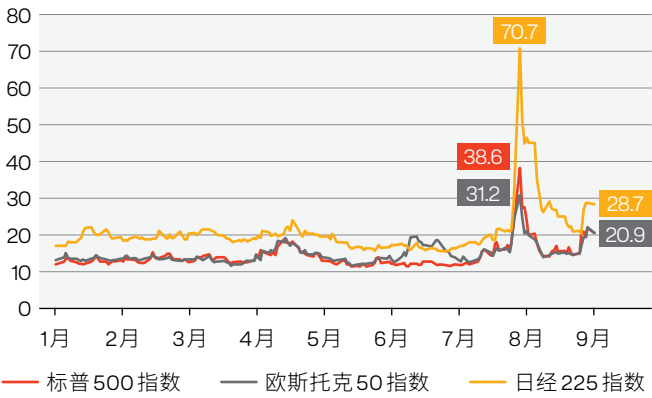
MSCI 指数	季内回报 (%)
新兴市场	-1.1
美国	-1.2
亚洲除日本	-1.4
欧洲	-1.5
日本	-9.0

资料来源：彭博，第3季数据截至2024年9月6日

成熟股市表现一般，屡次攻顶皆无功而回，波动指数亦印证了市场的不稳定性在。根据芝加哥期权交易所提供的数据，截至9月6日，标普500、欧斯托克50及日经225指数的波动指数，自年内的高位急挫，但在8月底美国公布最新就业数据后便同步反弹，较年内平均值(美股报14.8，欧股报15.3及日股报21.2)高出近4成，显示投资者对早前股市大幅调整仍心有余悸。同时，未来可能出现的风险，包括日央行再度加息、美国经济下滑、各地战事失控及美国总统大选出现意外结果等，均可能驱使投资者趁机减少股票持仓，或平衡以科技股为主的股票组合。

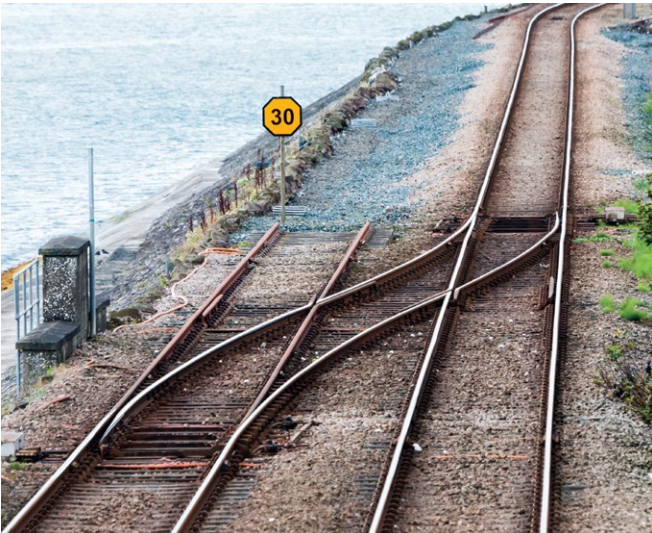
股票

各股票指数的波动指数



资料来源：彭博，数据截至2024年9月9日

资金流走势与上述分析相呼应。根据美国投资公司协会第3季按周数据显示，截至8月最后一周，美国注册长线基金及交易所买卖基金 (ETF) 的资金大部分流入“美国本土”类别，总计530 亿 (美元，下同)。而“世界”类别净流出190 亿，两者资金流走势南辕北辙。净流出周数中，“世界”类别在9周中出现7周，而“美国本土”类别只有3周，反映投资者撤离非美股市并非一时冲动的短期行为。



“美国本土”类别的最大按周净流入出现在截至7月17日及24日两周，当时全球股市出现大幅调整之际，资金反而大举流入美国股市，进一步支持上季分析总统大选前“美股独大”的预测。相关数据中没有显示行业板块的资金流情况，但综合上述分析，相信大部分投入美股的资金都以避险为主，而非重投科技股的怀抱。整体资金流数据如下：

星期	总额	美国本土	世界
	亿．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
总计	340	530	-190

资料来源：彭博，数据截至2024年9月6日

美股前瞻：风险中宜分散投资

本季美股的主要风险因素包括美国总统大选、权力交接期及美联储减息。以下将以标普500指数及其11项行业指数作分析对象，再找出各因素对相关指数的影响并阐述相应部署，最后得出综合的投资策略。

美国总统大选：选举结果主宰后市表现

假设民主党候选人贺锦丽胜出，其财金政策将延续现任总统拜登的方向，变化有限；若共和党候选人特朗普胜出，市场或会有较不同的反应。

我们在拜登任期中抽出由2021年1月至今年9月9日共45组数据和特朗普任期中抽取2017年1月至2020年12月共48组数据作分析比对。虽然数据量上相差3组，但对结果影响轻微。以指数按月回报的平均值及其标准差，再年化两项指标作分析，整体结果如下：

平均回报 (按月年化%)	任期	标普500	科技	公用	能源	医疗护理	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	工业	通讯	房地产	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
标准差 (按月年化%)	任期	标普500	科技	公用	能源	医疗护理	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	工业	通讯	房地产	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

资料来源：彭博，数据截至2024年9月10日

特朗普任内，标普500指数的平均回报高于拜登任内约3.3个百分点，而标准差轻微低于0.1%，回报及波动比例结果显示特朗普占优，暗示若特朗普胜出大选，将较贺锦丽胜出对美股更为有利。

行业回报差距中，特朗普在11项中有5项占优，表现稍微胜出。回报差距的绝对值中最大首3名是能源、非必需品及科技，全数都是双位数差距，结果凸显了两人执政时政策偏向，即特朗普执政时GDP增长完胜拜登（详情可参阅《宏观策略》章节），有利非必需品及科技行业的周期性高增长行

业的表现。而拜登执政时涉及地缘战事，刺激纽约期价由最低约45美元升至最高124美元，升幅近2倍。虽然近来下滑至70美元附近，仍较上任时高出约5成，故拜登任内能源行业指数表现靛青。

标准差分析结果却截然不同。特朗普在11项行业中胜出7项（标准差愈低愈好），暗示若特朗普胜出，美股波动性将会下降。绝对值差距较大的是能源、公用及房地产，反映特朗普执政时利率持续下降，有利公用及房地产行业。而能源行业则与拜登涉及各地战事有关。

股票

最后，计算各行业指数的平均回报与标准差比例，愈高愈好。数据显示，特朗普任内，比例最高首3位依次序是科技、非必需品及医疗护理。而若贺锦丽最终胜出大选，则较适宜投资在能源、科技及金融行业。上述结果中，只有科技行业同时列席其中，暗示不论谁人入主白宫，当下的科技热潮好有可能得以延续。数据结果如下：

平均回报与标准差比例 (%)						
特朗普	标普 500	科技	公用	能源	医疗护理	必需品
	0.94	1.68	0.57	-0.29	1.00	0.60
	非必需品	金融	工业	通讯	房地产	物料
拜登	1.07	0.40	0.53	0.42	0.39	0.63
	标普 500	科技	公用	能源	医疗护理	必需品
	0.73	0.86	0.39	1.05	0.69	0.58
	非必需品	金融	工业	通讯	房地产	物料
	0.27	0.71	0.64	0.44	0.36	0.41

资料来源：彭博，数据截至2024年9月10日

权力交接期：适宜地区性分散的投资策略

在《宏观策略》章节中指出，美国总统大选投票日（11月5日）至就职典礼（翌年1月20日）为权力交接期，亦是美国政府权力相对脆弱的时刻，尤其若选举缺乏凌驾性结果，败方或会提出法律诉讼，甚至引发类似上届国会山庄等骚乱。外交层面上，金砖国家阵营可能趁此机会启动替代现行SWIFT系统的国际货币支付体系，打击美元于脆弱时。此外，中东局势有可能因伊朗报复以色列行动¹而有进一步失控的风险。

针对权力交接期的投资策略，我们抽取美股四大指数和代表欧洲及日本的主要指数在过去10届美国大选年间11月至翌年1月之按月平均回报作分析，整体结果如下：

年份	选举结果			指数表现 (%)					
	当选政党	当选人	选举结果	标普500 指数	纳指	道指	罗素2000 指数	欧斯托克50 指数	东证指数
1984	共和党	列根	共>>共	2.7	N/A	2.2	3.9	N/A	2.7
1988	共和党	乔治 HW 布殊	共>>共	2.2	2.3	3.0	1.5	1.7	4.6
1992	民主党	克林顿	共>>民	1.6	4.0	0.9	4.7	2.0	0.5
1996	民主党	克林顿	民>>民	3.8	7.2	4.2	2.8	5.5	-3.9
2000	共和党	乔治 W 布殊	民>>共	-1.4	-6.5	-0.2	1.1	-1.8	-1.9
2004	共和党	乔治 W 布殊	共>>共	1.5	0.9	1.6	2.4	2.5	1.9
2008	民主党	奥巴马	共>>民	-5.1	-3.9	-4.9	-5.9	-4.4	-2.8
2012	民主党	奥巴马	民>>民	2.0	1.1	1.9	3.3	2.7	8.2
2016	共和党	特朗普	民>>共	2.3	2.2	3.1	4.7	1.8	3.0
2020	民主党	拜登	共>>民	4.5	5.4	4.4	10.6	5.8	4.7
平均回报				1.4	1.4	1.6	2.9	1.8	1.7
标准差				2.8	4.3	2.7	4.1	3.2	3.8
最大与最小回报差距				9.5	13.7	9.3	16.5	10.3	12.1

资料来源：彭博，数据截至2024年9月10日

结果显示，罗素2000、欧斯托克50及东证指数回报相对较好，标准差及回报差异较小的指数包括有标普500、道指及欧斯托克50。综合回报与风险，欧斯托克50表现一枝独秀，显示在美国政府权力交接期间，资金会流向欧洲，以达到分散投资或避险的目的。

¹ 见BBC网站，<https://www.bbc.com/news/articles/cvgewyx7pn5o>

历史数据中，只有2000年及2008年的选举年间，大部分指数出现负回报，主要是与当时科网泡沫爆破及金融海啸有关，而非因大选结果引发。总括而言，在权力交接期间，投资于上述股票指数，获得正回报的机率高达77%。因此，投资者应在此时期采取地区性分散投资的策略。

最后，将焦点放在民主党执政期间的大选年，只有2000年科网泡沫爆破令各指数表现欠佳。这提醒了投资者，当前人工智能 (AI) 的投资热潮若有任何闪失，届时成熟股市的风险将非常高。

美国减息：减息不能逆转下行周期

9月美联储宣布减息50点子，为长达超过2年的加息周期画上句号。美联储的点阵图预示，今明两年将持续减息（详情可参阅《宏观经济》章节）。尽管市场普遍认为减息对股市有利，但根据过去40年美国联邦利率数据，并以持续3次以上加息或减息设定为“加息周期”或“减息周期”。为了剔除零星的利率变化，我们选取了加息周期转向减息周期的拐点（即首次降息）作为分析的锚点，并计算了3个月、6个月及9个月后的市场表现。40年来符合上述条件的案例共有7次，并将这些案例与标普500指数的相关系数进行分析。结果如下：

相关系数平均值			
日期	3个月	6个月	9个月
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
总平均值	0.29	0.24	0.21

资料来源：彭博，数据截至2024年9月10日

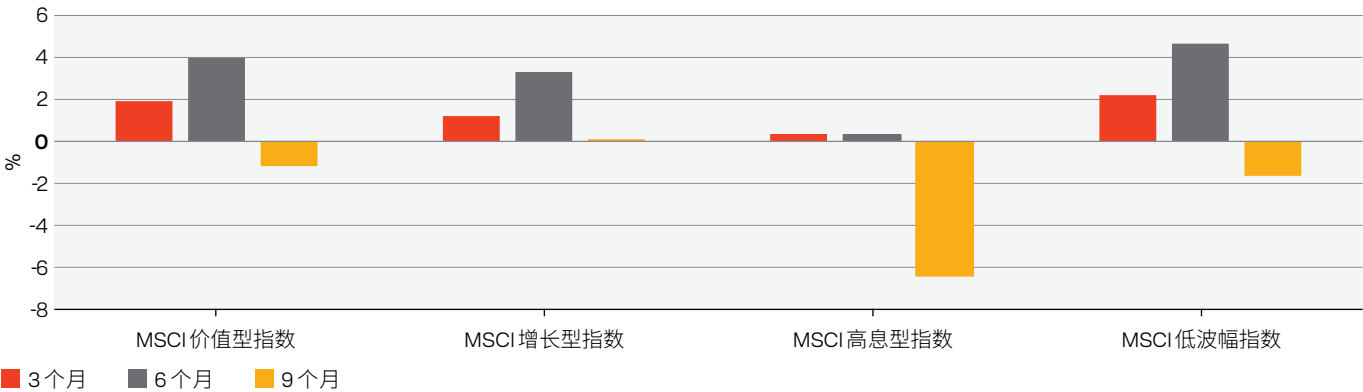


- 首次降息后3至9个月的相关系数总平均值介乎0.21至0.29，正值反映利率与股市走势同步，显示首降后指数普遍下跌而非上升；
- 相关度只有约2至3成，同时随时间下跌，反映减息对股市的影响力轻微并有序下降；
- 首次降息后3个月的风险偏高，正值首3位中有两位出现在1989年，对近代影响的参考价值不高；
- 相关系数只有7次出现负值，占整体约3分之1。换句话说，“减息利好股市”的理论欠实证支持，应小心首次降息后，股市趁势回吐。

股票

根据上述的分析逻辑及时段，进一步分析首次减息对各类型股票指数的影响，并以 MSCI 世界股票指数中的价值型、增长型、高息型及低波幅型指数作分析对象。

各类型股票指数在首次降息后不同时段平均回报



资料来源：彭博，数据截至 2024 年 9 月 10 日

结果显示，在首次降息后初期，各指数都录得轻微正值，反映减息对股市短期影响只属中性。在减息后 3 个月表现最佳的是低波幅型指数，意外的是表现最差者居然是高息型指数，相信是资金早作部署而非落实首次降息后才行动。减息后 6 个月，表现最佳者同样是低波幅型指数，而且回报明显高于减息初期。此情况亦出现在价值型指数及增长型指数，暗示减息的利好因素大多须一段时间后才会反映出来。表现差距中只有高息型指数持续低迷，显示减息后股息因素并非投资者的首要考虑。

9 个月后的结果出现突变。各类型指数表现急挫，高息型指数更下跌 6.4%，只有增长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 世界指数都在首次减息后约 9 个月内出现明显下跌：1987 年录得负 21%、1989 年为负 16%、2001 年达负 27%、2007 年负 55% 及 2019 年负 21%。各年份大多涉及不可抗力的天灾人祸，减息只能纾缓短期的经济压力，绝非逆转经济周期的灵丹妙药。集中分析各指数的波动性，并以标准差及最大与最小回报差距的平均值作为衡量指标。结果如下：

各时段中标准差的平均值 (%)				
月数	价值型指数	增长型指数	高息型指数	低波幅指数
3 个月	5.9	8.0	4.1	5.5
6 个月	11.8	12.9	11.7	10.6
9 个月	18.1	15.3	15.6	10.3
总平均值	11.9	12.1	10.5	8.8

各时段中最大与最小回报差距的平均值 (%)				
月数	价值型指数	增长型指数	高息型指数	低波幅指数
3 个月	15.5	25.7	7.6	13.8
6 个月	32.6	36.0	26.5	25.9
9 个月	40.9	47.6	35.5	23.5
总平均值	29.7	36.4	23.2	21.1

资料来源：彭博，数据截至 2024 年 9 月 10 日

上表的红字表达同一时段中最低数值者，两项指标的结果相同：3个月以高息型指数，6及9个月以低波幅型指数表现最佳。反映撇开回报，纯粹减低逆周期中的持仓波幅，以上两者是首选。

综合回报及波动分析，低波幅型指数表现最好，3及6个月的回报最高，6及9个月的波动性最低，故投资者应在首次降息后有序增加此类股份。其次，6个月内高息型指数在回报及波动性偏低，但9个月后回报急挫，同时波动性急升，投资者要多加注意。价值型指数与增长型指数维持高风险高回报的特性，没有因利率变化而有所变化。

综合以上3大影响后市因素：美国总统大选、权力交接期及美联储首次减息，整体结果如下：

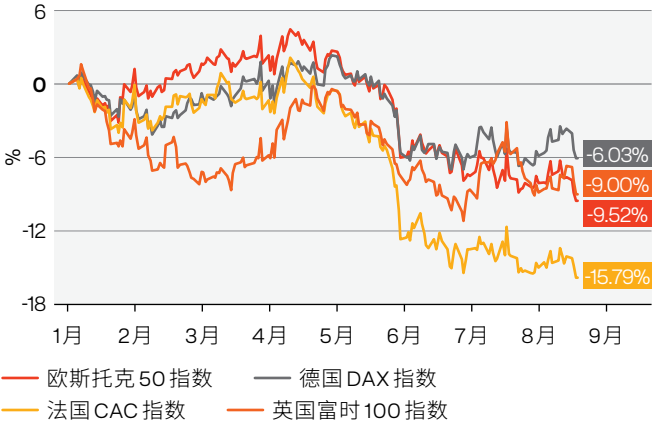
- 若特朗普胜出，不论在回报及波动性料对美股较好。行业上，科技、医疗护理及非必需品料表现较佳；假如贺锦丽胜出，则对科技、能源及金融行业较有利，当中只有科技股无论谁人胜出均预期会有较好的表现；
- 权力交接期间美股各指数表现各有千秋，回报及波动性分析显示，欧股更胜美股，反映资金倾向流到欧股以分散风险。同时，成熟股市获得正回报的机率偏高，但适宜作地区性分散；
- 减息利好股市的理论基础不足。股票类型上，低波幅型指数不论在回报及风险上较为突出。首次降息后9个月内，全球股市普遍出现明显调整，反映减息并非逆转下行周期的灵丹妙药；

总括以上分析，在基本情景下，维持标普500指数年内5,886点的目标不变，详情可参阅上季内容。

非美股市前瞻：泥菩萨过江

上文分析美国总统大选年间对欧股较有利，对日股只属一般，在此不再赘述。截至9月12日，欧斯托克50指数年内升5.4%，同期德国DAX指数及英国富时100指数分别录得9.4及6.0%的升幅。法国CAC指数在执政党地方选举失利后一蹶不振，年内暂下跌1.9%。

各欧洲股票指数与标普500指数走势比例之百分比



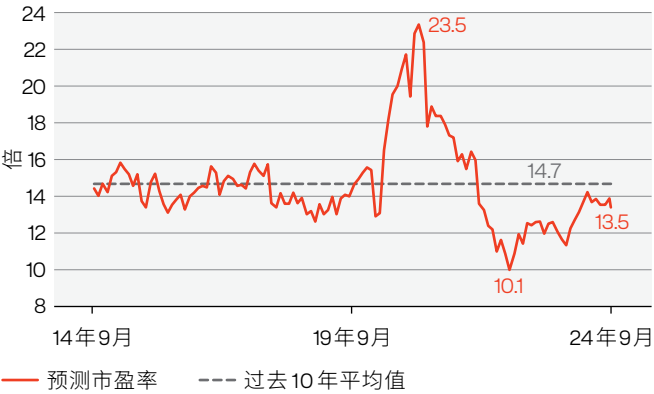
资料来源：彭博，数据截至2024年9月12日

虽然年内欧股表现较很多主要股市亮丽，但较美股依然逊色。参考欧洲各指数与标普500指数走势比例的百分比，最差者当然是法国，最佳者是德国，但表现仍低过美股约6%。这佐证了上季预测：美国总统大选年间，美股表现优于全球股市。

欧股：盈利预测愈见孱弱

股票投资的终极决定因素是盈利表现。截至9月12日，欧斯托克50指数的预测市盈率约13.5倍，已在历年的低位中反弹，与疫情大流行前的水平相若，较平均值仍约低8.5%。这意味着估值虽然不算昂贵，但已非便宜，后市上升空间可能有限。

欧斯托克50指数之预测市盈率及其过去10年平均值



资料来源：彭博，数据截至2024年9月12日

股票

德国DAX指数、法国CAC指数及英国富时100指数现价的预测市盈率，分别低过10年平均值约3.4、10.2及14.5%。3者差距也同样反映在他们的GDP数值中(德国负0.6%、法国0.2%及英国0.6%)，但排名顺序却与股市估值相反。这种背驰是否暗示德国股市风险较高？参考巴菲特指数(股市市值除以GDP的比例，比率愈高表示股市风险愈大)，结果显示德国的巴菲特指数反而是最低，法国则显示是风险较高的市场。整体数据如下：

国家	总市值	GDP	比例
	(万亿, 美元)		
德国	4.46	2.45	0.55
法国	3.03	3.41	1.12
英国	3.34	3.26	0.98

资料来源：彭博、财经M平方、CEIC，数据截至2024年9月12日

行业盈利方面，根据欧斯托克50指数及其11项行业分类指数，未来3季盈利预测及其平均值的数据如下：

指数	盈利预测 (%)			
	今年第3季	今年第4季	明年第1季	平均值
房地产	-3.92	23.31	3.76	7.72
科技	-16.15	2.80	36.19	7.61
工业	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
医疗护理	7.27	-3.53	7.96	3.90
欧斯托克50	-2.85	0.01	5.55	0.90
通讯	-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

资料来源：彭博，数据截至2024年9月12日

除了物料行业因数据不齐全而剔除分析，结果显示盈利预测之平均值高于与低于综合指数比例为6比4。这反映出虽然部分行业的盈利表现料支持欧股继续向好，但动力明显趋弱。这与按季的平均值走势相若，第3季出现负值，未来两季稍微回升至正值，但反弹力不足，暗示目前欧股的升势难以持续。投资者应小心套现盘赫然而至。

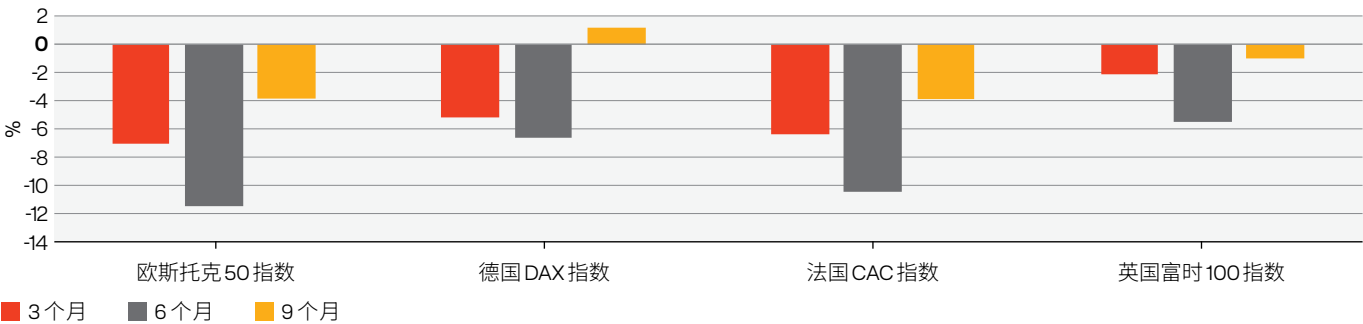
分析显示，表现优于综合指数的行业占比高见83%，逊于综合指数的行业只有13%，反映各行业盈利偏差率非常高。具体来说，金融及必需品行业预测全期正增长，虽仅是单位数增长，但可算是风浪中相对稳定的选择。非必需品及能源行业则处于风眼当中，预测全期负增长，且平均值双位数下跌，投资者宜避之则吉。

欧股：减息或引发区内股市调整

9月，欧央行再次减息25点子，上文分析美股的逻辑套用在欧股，减息周期或会引发区内股市调整。分析时段设置为1999年1月(欧元区成立)至今年8月31日，并以连续加息及减息两次以上设定为“加息周期”及“减息周期”，再以首次减息为分析的锚点，观察欧斯托克50指数、德国DAX指数、法国CAC指数及英国富时100指数，在首次减息后3、6及9个月后的平均回报作分析。



各欧洲股票指数在首次降息后不同时段平均回报



资料来源：彭博，数据截至2024年9月12日

自1999年以来，欧元区曾经历3次主要利率周期，分别在2001年、2008年及2011年。各指数在减息后的3至9个月后的平均回报表现令人失望，只有德国DAX指数出现过1次正值外，其余指数在不同时段都出现下跌。各指数在首次减息后3个月出现明显下跌，到6个月后跌幅加剧，欧斯托克50指数及法国CAC指数皆下跌超过10%，跌势直到9个月后才逐步缓解，但仍有低单位数跌幅。

参考各指数在不同时段的标准差及最大与最小回报差距之平均值，以衡量其波动性，愈小愈好。英国富时100指数在各项数据中表现最佳，走势相对稳定。相反，德国DAX指数偏向波动，尤其两项指标都高于英国股市超过1倍，暗示重启减息周期，德国股市风险偏高。整体数据如下：

各时段中标准差的平均值 (%)				
月数	欧斯托克50指数	德国DAX指数	法国CAC指数	英国富时100指数
3个月	12.9	15.5	13.8	7.7
6个月	5.0	10.9	6.9	4.1
9个月	12.4	16.8	13.3	9.6
总平均值	10.1	14.4	11.3	7.1
各时段中最大与最小回报差距的平均值 (%)				
月数	欧斯托克50指数	德国DAX指数	法国CAC指数	英国富时100指数
3个月	23.2	27.9	24.2	14.4
6个月	9.0	21.4	13.6	7.2
9个月	22.8	32.2	26.4	17.3
总平均值	18.4	27.2	21.4	13.0

资料来源：彭博，数据截至2024年9月12日

日股：执意加息将加剧内忧外患

上季本章节的预测力排众议，指出：“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。”结果日股出现了套息平仓潮，与预测非常吻合。

同时，上季还提出了几个关键问题：“巴菲特会否持续加注？科技巨头会否遵守承诺？通胀重临是天使还是魔鬼？”，“今天投资者面对的是长达30年周期的经济及投资考量，撇除短炒，以中长线角度，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。”迄今未闻巴菲特有任何加仓；去年广岛G7峰会后各西方领导人信誓旦旦投资于日本科技的承诺，如今消声匿迹，甚至首相岸田文雄亦已下台，往事如烟²。根据彭博数据，日本通胀率持续3个月维持2.8%，但个人消费支出预期由第2季的3.7%，下降至第3及4季的1.7及1.0%，通胀重临反是未见其利，先见其害。

突破历代的经济困局须更大刀阔斧的改革，但政党的政治角力拖着经济改革的后腿。更不幸的是，日本国内不断爆出经济丑闻，例如多间日本车企数据造假³，知名制药厂的补充产品疑致服用者患病甚至死亡⁴，全国铁路货物运输公司涉嫌在列车组装作业发生篡改数据事件⁵。掩饰问题往往长达数十年，连续的生产纰漏正动摇全球对“日本制造”的信心，冲击着日本经济基石，更遑论突破经济困局。

² 见经济时报网站，<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

最致命的问题可能是日本央行执意加息的决策。日本央行行长植田和男已表明，经济条件许可下，再次加息只是时间问题⁶。市场预测下一财年的下半年前日本将加息至少1%⁷，暗示日圆平仓潮有可能重临。虽然“杀伤力”或不及8月初的一次，但美日债息差距收窄的影响有其延续性。日本央行今年余下2次议息会议，分别在10月31日及12月19日。若日本加息而美国减息，美元兑日圆极有可能再次推近140水平，届时平仓潮将为日股带来另一波震荡。

平仓潮亦为日本金融体系带来压力。近月日本农业金融商农林中央金库表示⁸，计划出售约10万亿日圆（630亿美元）的美国和欧洲主权债券，以抵销错押利率方向造成的损失。这一情形不禁令人想起去年美国地方银行事件，利率短期内大幅波动将令银行持有的金融工具价值大幅缩水，令资产负债表顿时紧缩，酿成流动性危机及大型挤提事件。因此，不容忽视利差主导日本金融体系的内部风险。

日股：风浪中寻找各行业盈利的亮点

日股面临内外交困，是否不适宜投资？非也。参考东证指数中11项行业分类指数，未来3季盈利预测及其平均值，整体数据如下：

指数	盈利预测 (%)			
	今年第3季	今年第4季	明年第1季	平均值
医疗护理	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
东证指数	11.1	5.1	21.5	12.6
物料	-5.7	10.6	31.6	12.1
工业	-1.2	-3.9	32.6	9.2
房地产	-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
通讯	15,072.1	-39.4	-19.0	5,004.6
公用	-62.2	-22.4	不适用	不适用

资料来源：彭博，数据截至2024年9月12日

通讯及公用行业因数据不全和极端原因而被剔除分析，其余行业的盈利预测之平均值高于综合指数有4个，较上季5个轻微减少，盈利优势愈见减少并非好兆头。优于综合指数的行业中，医疗护理及金融行业之增长平均值居然达到5至7成，惊人的盈利增长料有助相关股份走势。至于必需品及科技行业平均都有双位数增长。以上行业在未来3季的盈利预测均为正值，预期这些行业将续有不俗表现。

逊于综合指数的行业中，其盈利预测平均值出现正值及负值各占一半，看似势均力敌，但平均升幅及跌幅分别为11.1及13.2%。性价比存在轻微优势，当中物料、工业及房地产料今季表现较佳。相反，各行业中仅非必需品及能源的预测盈利增长平均值出现负值，投资者应加以警惕。

观察各季度的平均值，今年第3季录得低单位数外，之后按季以倍数跃升。明年首季更预测增长超过三成，盈利攀升料对东证指数有显著的支持。最后，相较于欧美股市，日股的盈利预测不论行业及季度之间都非常波动，彰显其多项利淡风险及利好因素交织的独特投资环境，适合能承受较大风险，偏好追风逐浪的投资者。

本章总结：

- 美国总统选举结果主导美股各板块后市表现，权力交接期应分散投资，减息非逆转下行周期的灵丹妙药
- 基本情景下维持标普500指数年内目标价5,886点
- 欧股盈利预测支持其升势，但持续减息势成后市的“致命伤”
- 日股内外交困，盈利预测波动，较适合能承受较高风险的投资者

³ 见日本每日新闻网站，<https://mainichi.jp/english/articles/20240606/p2a/00m/0op/015000c>

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

⁵ 见日本时报网站，<https://www.japantimes.co.jp/business/2024/09/11/jr-freight-suspended/>

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

⁷ 见路透社网站，<https://www.reuters.com/markets/rates-bonds/bojs-tamura-calls-raising-rates-least-1-2024-09-12/>

⁸ 见日经亚洲网站，<https://asia.nikkei.com/Business/Finance/Japan-s-Norinchukin-Bank-to-sell-63bn-of-U.S.-and-European-bonds>

香港及内地股市展望：居安思危

上季的主题为“修成正果”，寓意中国内地宏观经济数据及企业业绩可延续回暖趋势，预示中港股市升势有望一气呵成，现时回顾整体行情，也相差不远矣。

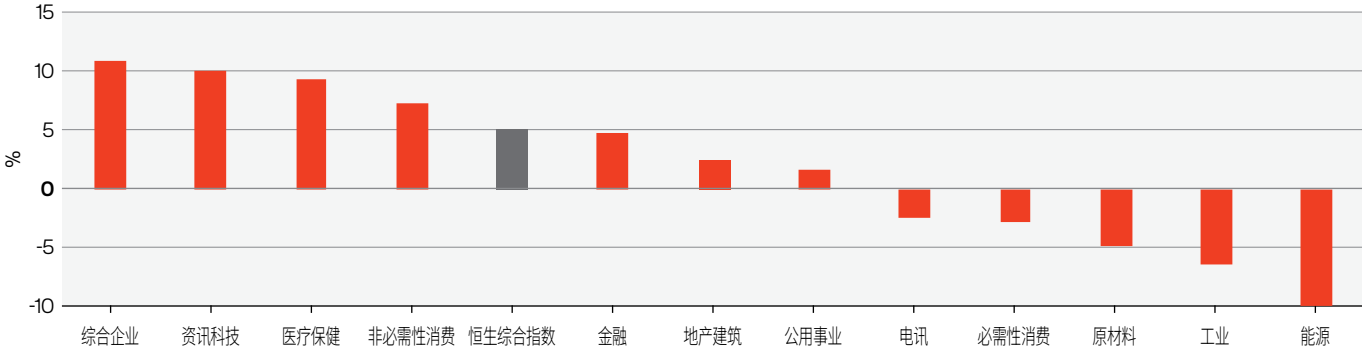
在7月至8月上旬，内地公布的国内生产总值（GDP）、采购经理人指数（PMI）、房地产投资及零售销售等经济数据普遍走弱。尽管人民银行当机立断下调逆回购利率、贷款市场报价利率（LPR）等政策指标利率，惟市场对内地经济下行压力之忧虑仍挥之不去。同时，期间召开的三中全会仅提出多项中长期经济改革方向，短期刺激方案欠奉，均为市场避险情绪升温的触发点。外围方面，美国共和党总统候选人特朗普于首场总统竞选辩论中取得压倒性优势，“特色交易”（Trump Trade）主题大行其道。其中对华实施激进高额关税等政策的忧虑，令环球资金持续撤出中资股；此外，日元汇价飙升导致高风险资产套息交易拆仓，对港股也造成一轮震荡。恒生指数在此期间反覆下滑，一度下跌至16,441点，创4月以来的低位，距7月高点的跌幅超过10%。

踏入8月中上旬，随着美国就业数据急转直下，市场开始押注美联储须以较进取步伐展开减息，在美元汇价和美债息显著回落下，人民币重新转强，这仿佛成为港股市场的强心针。此外，美国民主党以贺锦丽取代拜登参选总统，其民意支持度反先特朗普，稍为提升了中美关系的能见度，也支撑了大市展开强势反弹。利好消息接连不断，8月中下旬港股业绩期表现亮眼，多只恒指权重较大的中资科网股第2季盈利增长远超市场预期，触发恒指今年盈利预测自期內低点调升约2.7%，为市况回升奠定基础。

及至9月，美联储在千呼万唤下终于掀起减息序幕，且降息幅度意外高达50点子。利率点阵图亦显示，美联储在未来1年可能采取较快速的减息节奏，再度激起市场亢奋情绪。再者，人民银行、国家金融管理总局及中证监突发性召开记者会，联合公布减息降准、下调存量房贷利率、设立货币政策工具支持股票市场等政策组合拳，进一步点燃市场风险胃纳。恒生指数于期内（截至9月24日）最高攀升至19,002点，较季内低位反弹逾15%。值得注意的是，8月至9月24日期间，虽然港股出现凌厉反弹，但内地A股市场弱势未改，沪深300指数累跌2.6%。

截至9月24日，恒生指数及沪深300指数在季内的回报分别为7.2%及负3.2%，显示美国减息对港股的利好远高于A股。港股板块表现方面，综合企业、资讯科技、医疗保健及非必需消费均跑赢大市。反之，能源及工业分类指数表现则表现欠佳，分别下跌11%及6%。至于上季建议的重点关注板块，当中评为“看好”的中资保险股因业绩报喜兼增派息，股价跑赢大市；同样评为“看好”的本地高息概念股亦走俏，受惠于美债息大幅回落，多只本地公用、本地电讯及国际银行股均创下52周新高；至于评为“审慎乐观”的中资电讯板块及电力板块，前者表现大致与市场同步，后者则相对跑输大市。

2024年第3季恒生综合行业指数表现



资料来源：彭博，数据截至2024年9月24日

股票

本季题为“居安思危”，意谓港股本季可能仍受到美国降息、内地刺激政策、企业盈利改善等因素呵护，主要指数有望挑战年内高峰。然而，经过连续两季攀升后，现时进场似乎已成“鸡肋”，投资者反而更应对美国经济可能由盛转衰、中美磨擦加剧等潜在风险保持警惕，防患未然。

美减息助港股摆脱颓势，惟须警惕外围经济风险

随着美联储9月按下“减息键”，象征美国已步入新一轮宽松周期。据美联储最新的利率点阵图预测，从今年第4季至明年底前的减息幅度可达150点子。传统投资理论往往将减息与利好股市画上等号，尤其在美元走弱和美债息回落的背景下，资金更倾向流入新兴市场，中港股市亦应受益匪浅。然而，回顾自1995年以来美国5次减息周期的数据，在美联储每次首度启动减息至完成第3度降息的期间，恒指的升跌比例为3:2，平均回报为10.2%，反映港股于美国减息周期初段的表现确可看高一线，惟却不算具有压倒性优势。值得注意的是，该3次恒指录得正回报的减息行动均存在一个共通点，就是期内美国经济按季增速仍能维持正值；反之，于2001年第1季期间，尽管美联储进行了3次减息，累计幅度达150点子（属该5次减息周期统计中最大减幅），惟美国经济增长急转直下，跌至收缩水平，恒指当时就要暴跌近11%。由此观之，假设本季美联储进一步下调利率，对中港股市孰好孰坏，更大程度是取决于美国经济能否成功软着陆。

另一方面，若美联储采取更进取的减息路径，中美息差可望逐步收窄，而过去两年持续受压的人民币汇价也有望得到喘息机会。事实上，市场从7月开始为美国即将减息的预期进行部署，美国与中国的10年期国债收益率差距收窄了480个基点，触发人民币兑美元期内急升近3.3%。随着中资股在港股主要指数的权重与日俱增，港股表现与人民币汇价走势变得更紧密。根据过去10年的回归分析数据，恒生指数与人民币兑美元汇价每周变幅的相关性为0.4，线性回归 (Linear Regression) 之经调整Beta为1.65，意味着人民币兑美元每升值1%，理论上可拉动恒指上涨1.65%，这正是美联储减息对港股带来的直接利好。当然，倘若人民银行须进一步减息去刺激经济，人民币汇价则未必可大幅攀升，但在美国债息持续回落下，至少可缓和内地资金外流压力，让人民银行推出宽松货币政策时少了一份后顾之忧，也可算是中港股市的间接催化剂。

恒生指数与美元兑人民币走势



资料来源：彭博，数据截至2024年9月24日

日期	首3轮减息累计幅度	期初恒指水平	期末恒指水平	期内回报
1995年7月至1996年1月	75 点子	9,407 点	11,359 点	+20.8%
1998年9月至1998年11月	75 点子	7,946 点	10,148 点	+27.7%
2001年1月至2001年3月	150 点子	14,869 点	13,223 点	-11.1%
2007年9月至2007年12月	100 点子	24,599 点	29,226 点	+18.8%
2019年7月至2019年10月	75 点子	28,146 点	26,667 点	-5.3%
平均回报：				+10.2%

资料来源：彭博，数据截至2024年9月24日

投资者欲捕捉美国踏入减息周期的投资机遇，以下几个主题板块可伺机部署：

- (i) 美元或港元计价债务占比较大及融资成本较高的股份，包括本地地产收租股、本地综合企业股、澳门博彩股、航空营运及租赁股等；
- (ii) 高收益价值型板块，包括本地公用股、本地电讯股、本地房地产信托基金等；
- (iii) 黄金相关股或其ETF。

但值得注意的是，自7月中旬以来，市场对美联储减息的押注愈趋激进，根据截至9月23日的利率期货市场显示，目前市场普遍预期美国在2024年底及2025年底的利率水平分别为4.0至4.25%及2.75至3.0%，较美联储最新利率点阵图的指引分别低25点子及50点子。假如未来数月美联储降息节奏未如市场预期般进取，加上上述板块近月已累积不少升幅，短线不排除会出现获利回吐，故宜采取分段逢低吸纳的策略。

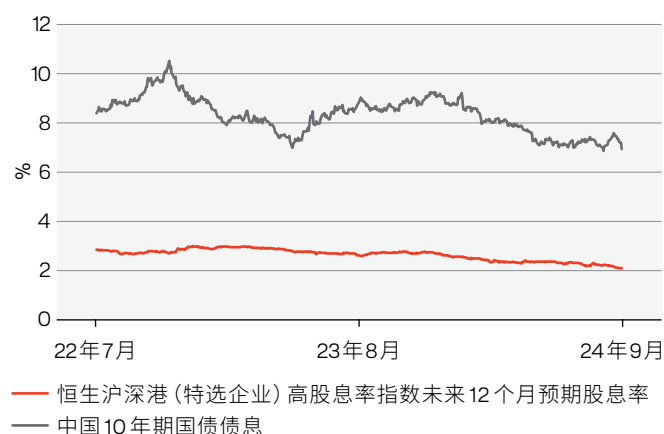
内地经济复甦之路一波三折，财政货币政策料加码

内地第3季公布的宏观经济数据表现颠簸不平，除了出口及制造业固定投资表现相对稳健外，其他领域如消费、房地产、基建固投等复甦动力仍与市场预期存在明显落差，这是压制中资周期股反弹的主要因素。以中国8月份数据为例，官方制造业PMI、零售销售增长、工业增加值增长、全国固定资产投资年初至今增速分别录得49.1、2.1%、4.5%、3.4%，全数低于7月份的49.4、2.7%、5.1%、3.6%。至于通胀表现方面，虽然8月CPI按年升幅扩大至0.6%（7月：0.5%），惟主要来自食品价格回升的贡献，核心CPI涨幅却下滑至0.3%，连续两个月放缓，而工业生产者出厂价格指数（PPI）更扭转了过去大半年逐步改善的趋势，8月份的收缩幅度重新扩大至负1.8%（6月及7月：负0.8%）。综观而言，除非9月份的经济数据出现大举回暖，否则10月公布的第3季度GDP或将面临进一步下行风险，并可能触发市场下调明年两年GDP目标的负面情绪，连带拖累中资企业的盈利预测走向，投资者须警惕这段期间中港股市潜在的波动性。

当然，假如内地宏观数据表现短期内未见好转，全年实现5%左右GDP增长目标的压力进一步加大时，相信更大规模的刺激与宽松政策就会酝酿更密集地推出。在货币政策方面，9月中旬人民银行已表示将坚持支持性的货币政策立场，明言“加快现存金融政策措施落地见效，着手推出一些增量政策举措，降低企业融资和居民信贷成本”，并于

9月底宣布降准50点子、下调7天期逆回购利率及LPR利率20点子，宽松力度略超预期。同时，人行也继续引导将居民存量房贷利率调降至新造房贷利率水平附近，预计平均降幅达50点子，料可平均减省每年全国家庭按揭利息支出1,500亿元人民币，腾出更多的消费能力。最令市场振奋的是，人行史无前例推出结构性货币政策工具支持资本市场，包括向证券和基金公司提供互换便利操作、向上市公司及主要股东提供低息贷款，用作增持或回购股票。对于权益资产来说，一方面无风险利率下降有助支撑估值，尤其是高收益价值型国企股最能受惠。经过第3季股价适度调整后，恒生沪深港（特选企业）高股息率指数的预测股息率已再度升越7.0%，与中国10年期国债收益率之差距仍高达500点子，估值依然具吸引力。加上低成本再贷款工具或促使部分负债比例较高的国企启动股票回购计划，因此对中资能源、保险、电讯、电力和有色金属等板块持续看好。此外，存量房贷利率下调料有助振兴居民消费信心，估值相对落后的中资消费股有望逐步收复失地。尽管内地银行净息差难免会持续受压，但同时受惠于央行潜在降准及存款利率加速下调等因素，预期对行业盈利的冲击属可控。

恒生沪深港（特选企业）高股息率指数股息率与中国10年期国债利息走势



资料来源：彭博，数据截至2024年9月24日

另一边厢，中央财政政策本季会否加码，也属后市走向的关键风向标。观乎今年1月至7月中央财政支出进度仅为54.5%（2023年同期：55.1%），反映财政投放节奏偏慢，这除了受到地方专项债发行步伐较去年落后的影响外，公共财政收入按年下滑也是一大制约原因。因此，参考去年经验，全国财政预算赤字率目标有机会从年初订下的3%适度上调，而10月的中央政治局会议或是理想的调整时机。一旦成事，将有望触发中资股估值修复行情。此外，财政部在上季宣布中央年内发行的1万亿元人民币超长期特别国

股票

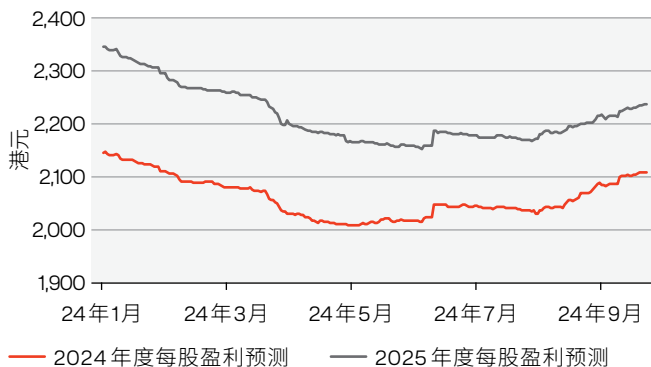
债，当中3,000亿元人民币将用作支持全国消费品以旧换新和设备更新计划，不仅大幅提升相关产品的补贴金额，也有望显著提高计划的执行效率。至于超长期特别国债的发行规模会否增加，以及所得资金的用途可否扩大至科技和新型基建(如可再生能源、水利、算力)等领域，也值得拭目以待。最后，12月召开的中央经济工作会议也是本季焦点，在出口增速面临放缓、房地产市场复甦乏力的情况下，预期会议的政策重心将更倾向于盘活居民消费，料有利于家电、新能源车、智能手机、食品饮料、运动用品、外卖及旅游订票平台等板块。

港股盈利表现渐入佳境，资讯科技行业一枝独秀

撇除外围利率及内地政策因素外，企业盈利表现和股东回馈行动对于港股的影响也不容忽视。在去季港股中期业绩发布期间(以7月15日至9月4日为统计时段)，恒生综合指数成份股的2024年度盈利预测获上调约1.6%，扭转了过去数个季度业绩期内指数盈利预测遭下调的局面，反映企业于上半年或第2季的盈利表现已逐步改善。另一方面，以银行、保险、资源行业为主的多大型央企宣布新增派发中期股息，而个别大型国际银行、中资消费及互联网企业亦加码进行股票回购，也属本次业绩期的亮点之一。不过，各板块的中期业绩表现可谓大相径庭，绩后股价走势也荣辱互见。其中，最令市场眼前一亮的板块是资讯科技，在多重重磅中资互联网平台股次季度经调整净利润按年大幅增长下，恒生综合行业指数 — 资讯科技业的2024年度盈利预测获大幅调高近5.4%，属期内盈利上调幅度最大的板块。正因如此，该指数于第3季期间的回报率高达10%，在众板块之中一马当先。反之，地产建筑、必需消费及公用(主要为内地电力及燃气股)板块的中期业绩表现不如人意，绩后遭大削盈利预测，相关行业指数期内亦跑输大市。

展望下半年业绩，我们预期第3季度中资企业盈利增长仍充满挑战，皆因内地7月至8月的宏观经济数据复甦进度未如预期。不过，随着特别长期国债和地方专项债近期密集发行，配合多项稳增长措施加速落地，憧憬企业在第4季度的业绩可作最后冲刺。我们预期恒指2024全年净利润增速可达10%，较6月底时估算的8.6%略有上调。各板块未来半年的盈利表现料继续分化，其中资讯科技板块整体可望维持较高增速，较看好游戏、外卖及社区生活服务平台、线上旅游平台、智能手机等龙头企业；至于传统电商平台企业预料可透过改进收费模式、削减补贴、减低新业务亏损和增加股票回购去提振每股盈利，但商品销售额(GMV)及收入或暂难摆脱低增长局面，这可能会限制股价回升空间。

年初至今恒生指数盈利预测趋势



上调恒指今年底目标价至21,100点

基于内地政府释出稳定经济增长及支持资本市场的讯号，我们预期将更多利好政策于本季推出。同时，美联储进一步减息似乎势在必行，有望带动中港股市延续估值修复行情。不过，美国总统大选对中港股市的影响可能继续发酵，不排除新总统选出后随即会有有关对华进口商品全面加征高额关税，甚至爆发新一轮科技或金融产业之抵制措施传出，中美关系能见度偏低，仍属本季港股的最大风险，或会限制估值倍数上调空间。至于企业盈利表现方面，我们相信下半年将呈现温和改善，而第4季复甦动力料强于第3季。

恒生指数未来12个月预测市盈率



整体而言，我们将恒指2024年的每股盈利预测从上季的2,075港元上调至2,150港元，略高于截至9月24日，彭博预测共识的2,110港元。估值方面，虽然恒指上季录得超过7%升幅，但由于市场显著调高其盈利预测，其未来12个月预测市盈率反跌至8.7倍，仍低于过去10年平均值之1个标准差。我们将恒指2024年预测市盈率目标从9.6倍上调至9.8倍，调高恒指今年底目标价至21,100点(第3季原目标价为19,900点)。

2024年第4季重点关注板块：

行业/主题板块	重点投资逻辑	看好程度 [#]
中资消费及旅游	1. 中央政治局会议表明将以提振消费为扩大内需的重点，除了加大家电和汽车产品以旧换新的补贴规模、调降存量房贷利率以增加居民可支配收入等措施外，预期将有更多刺激性财政政策陆续推出。	***
	2. 今年国庆假期内地居民出游人数及旅游消费料保持可观增长，尤其在机票和酒店价格显著回落下，长线游和出境游需求增速料更强，较有利线上旅游平台和澳门博彩等板块。	
	3. 宜优先选择中期业绩表现理想之行业龙头股票。另外，市盈率具大幅折让、有增派股息及宣布新一轮股票回购计划的企业也属不俗之选。	
中资保险	1. 受惠监管机构从严执行银保销售渠道“报行合一”佣金制度，加上寿险产品预定利率下调、产品结构改善等因素支持下，上半年内地的主要大型保险企业的新业务价值利润率均大幅改善，支持新业务价值重拾增长。	****
	2. 国务院发布保险业“国十条”，重点化解利差风险、支持保障型产品和鼓励多元化投资等，较倾向支持大型险企发展。	
	3. 人民银行推出多项措施支持经济及资本市场，预期A股与港股可稳步回升，带动险企的投资收益率上升。	
	4. 内房流动性逐步改善，违约风险降低，有助持有内房资产较多的险企进行估值修复。	
	5. 中资保险股的估值大幅低于其历史平均值，加上普遍大型保险股的市帐率低于1倍，股息率高达4%至7%，料属内地中长线资金的主要吸纳对象。	
中资燃气	1. 自今年6月起，内地多个城市陆续宣布上调居民用户天然气价格，个别地方上调幅度达双位数，有助燃气分销企业单位售气利润率的增长。	***
	2. 中央近期积极推出宽松和刺激经济政策，有助制造业活动加速复甦，加上年初至今，内地天然气发电厂利用率录得较强增速，预期可支持全国天然气销售量维持稳固增长。	
	3. 中资燃气龙头企业的资产负债表质素稳健，有条件于未来增加派息比率及进行股票回购，目前股息率高达4%至7%，具有吸引力。	
本港地产、收租及REITs	1. 美联储减息进度或较市场预期进取，未来1年香港银行或持续调低最优惠利率(P)，新造住宅按揭利率有望从目前3.85%回落至3.3%以下，当供楼成本低于租楼成本时，有助提升买楼需求，预期可刺激发展商新盘销情。	****
	2. HIBOR持续回落有助房地产企业节省利息开支，尤其对净杠杆率较高和港元浮息借贷比例较大的企业更能受惠，并有助改善每股盈利及派息水平。	
	3. 目前本港地产发展商及收租企业的股价较其每股资产净值(NAV)的折让幅度平均仍超过60%，未来12个月的股息率分别接近6%及7%，与美国10年国债息率相差分别高达220点子及320点子，估值吸引。	

[#] 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：

- 本季利好港股的因素包括美国降息、内地刺激政策和企业盈利改善，利淡因素为美国经济或由盛转衰及中美磨擦加剧
- 企业盈利将呈现温和改善，本季的盈利复甦动力料为上季更强
- 我们将恒指今年每股盈利预测上调至2,150港元，预测市盈率上调至9.8倍，今年底恒指目标价升至21,100点
- 本季可重点关注的板块包括中资消费及旅游、中资保险、中资燃气，以及本港地产、收租及REITs

股票

东亚联丰投资团队

减息有助刺激经济，股票相对于现金优胜

减息有助带动个人消费和公司投资，带动企业增长和投资者情绪

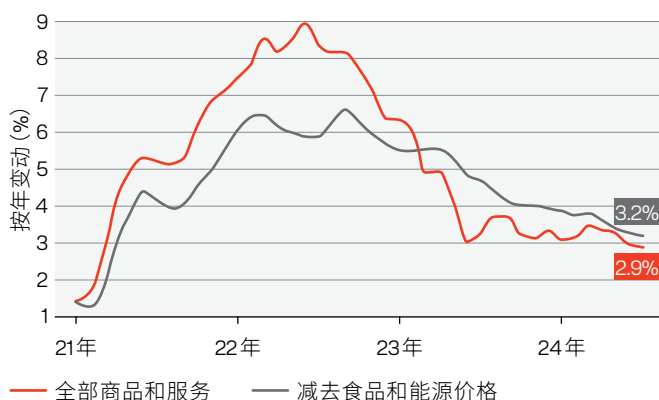
美国总统大选前，市场波动预计将会加剧

在9月初，美国制造业数据疲弱再度触发投资者对经济前景的忧虑，环球股市应声下挫，投资者其后趁低吸纳，市况数天后随即回稳。东亚联丰团队预期，市场在美国总统选举临近和日圆汇率走向等不明朗因素影响下，股市有机会持续波动。然而，团队认为美国整体经济仍然强韧，硬着陆机会微。在通货再膨胀周期 (reflationary cycle) 下，减息有助刺激经济，加上股票风险溢价有助提升股票长远估值。因此，团队对环球经济和风险资产维持积极态度，认为持有股票较持有现金优胜。

AI 应用助改善营运和估值，伺机吸纳美国和亚洲科技股

美国就业市场和薪酬升幅开始正常化，料有助通胀持续降温。美国消费物价已经逐步回落，惟目前实际利率水平过高，美联储亦开始重新调整货币政策。减息有助于带动消费和企业开支，加上大部分刚公布的企业业绩稳健，因此团队继续看好美股，特别是在人工智能 (AI) 和科技领域拥有领导地位的公司。科技股今年已累积不少升幅，不排除会出现调整，尤其在美国大选前夕，波动预计会增加。一旦股市出现调整，反而是趁低吸纳的机会。

美国消费物价指数



资料来源：美国劳工统计局，数据截至2024年8月14日

AI的应用逐步扩大至包括零售、医疗和金融业等多个范畴。企业若能成功应用AI，有望提升营商效率，继而带动盈利和估值向上。AI的普及是团队看好此板块的因素之一，因为将带动AI供应链中不同范畴的企业。由于AI运算需要用上大量数据，其发展将刺激数据中心、半导体和电网等需求增加。从事相关范畴的公司不少位于美国，亦有大部分是亚洲企业。除了南韩和台湾晶片制造商外，还有日本和澳洲企业。此外，AI基础设施需求增加，为一些新兴国家的工业股带来动力。印度早前通过展开多项支持AI基建的计划，包括可配备1万个图形处理器的AI基础设施¹，以及准许一家大型综合企业兴建晶片厂房²。中产崛起、劳动人口增长加上基建开支，均支持团队看好印度具结构性潜力的股票。

中国经济正转型，留意日本货币政策对经济影响

中国的经济仍处转型阶段。在一系列刺激措施出台后，各项经济数据表现仍然不一。中国8月的出口增幅高过预期，但入口增长却低于预测³，8月制造业采购经理指数跌至6个月以来新低的49.1⁴，继续处于收缩区间。财新服务业采购经理指数于8月虽然维持在扩张区间，但速度较7月有所放缓。团队认为，中国经济复甦的速度仍有待观察，因此对中港股维持审慎，目前主要聚焦于高派息和价值型的中港股票，包括国企石油和天然气股份。由于息口已经见顶，派息稳定的股票相对具防御性，能源股同时能对冲日益加剧的地缘政治紧张局势的风险。团队会继续留意是否有更多刺激措施于第4季出台。

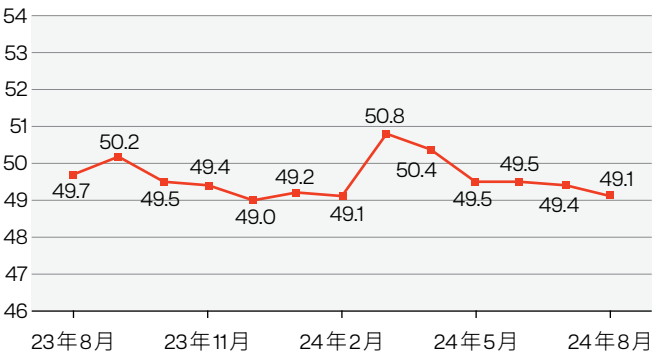
¹ 见 Data Center Dynamics 网站，<https://www.datacenterdynamics.com/en/news/indian-government-launches-12bn-indiaai-mission-plans-10000-gpu-supercomputer/>

² 见路透社网站，<https://www.reuters.com/technology/india-approves-three-chipmaking-units-worth-152-bln-2024-02-29/>

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

⁴ 见 CNBC 网站，<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.>

中国制造业采购经理指数



资料来源：国家统计局，数据截至2024年8月

由于日本央行在7月加息，引发日圆套利平仓活动，导致市场大幅波动。其后日央行放弃强硬立场，表明如果市场不稳便不会加息。日本第2季经济增长强劲，企业资本开支升幅加快⁵。日本经济持续向好，但鉴于日圆可能出现波动，货币政策走势不明朗，团队对日股看法较为中性。另外，日本将会更换首相，团队将继续关注市场对日本首相继任人的反应。

对风险资产维持积极看法

东亚联丰认为，减息有助于刺激个人消费和公司投资，带动企业增长和投资者情绪。加上AI应用日益广泛，这些因素均有利于股票长远估值。尽管美国总统大选和日圆汇率等因素可能导致短期价格波动加剧，但整体而言，团队对环球经济和风险资产维持积极态度。

本章总结：

- 美国总统大选及日圆汇率等不明朗因素有机会导致市场波动加剧，宜持续关注市场发展
- 通货再膨胀周期下，股票投资较持有现金更具优势
- 继续看好美股和亚洲优质科技股，寻找适当的机会趁低吸纳
- 留意中国会否加推刺激措施；同时关注日本调整货币政策及首相继任人对市场产生的影响



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

百货应百客

东亚银行财富管理处首席投资策略师 | 李振豪

东亚联丰投资团队



债券

百货应百客

减息步伐尘埃落定，收益率曲线正常化，非美债市正提供多元化投资机会

上季的标题是《缜密以栗》。当时多次强调，美联储首次减息是因经济下滑，而非单纯的通胀下跌。财金官员以“金发女孩经济”包装经济繁荣，美联储主席鲍威尔及其委员们屡次以语言艺术迷惑市场，不切实际地将联邦利率中位数上调，最终恐怕只会自毁信誉。美国国债的收益率普遍在首次减息前已反映大部分预期减幅，投入债市的最佳时机已过去。长短期国债的息差在首次减息前料难以持平，预期企业债将较国债吸引，尤其是高息企业债的表现，料将优于投资评级企业债。随着美国总统大选临近，欧美大型累计债券的表现可望向好，非美元债市的表现则可能逊于美元债市。整体预测与目前结果大致相符。

本季的标题是《百货应百客》。全球债市的供需较上半年有所冷却，毕竟在首次减息前，各路资金已各就各位，提前做好部署。美联储再次利用语言艺术忽悠市场，但若过于执着美联储的话术只会蒙蔽心眼，唯有穹苍大局才能制定适当的投资部署。收益率预测显示，长期利率再大跌空间不大，反而未来短期利率的跌幅方是焦点。投资策略上，可利用收益率曲线正常化，锚定短期债券，或加长存续期以赚取波幅收益，亦可把握减息时收益率波动攀升的机会，技术性捕捉利差。企业债焦点预计将由早前的高收益债转向首次减息后的投资级别企业债，而非美市场中亦不乏投资机会，值得密切注视。

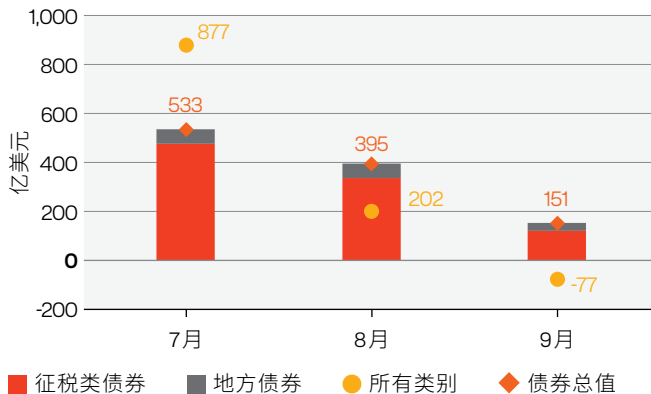
市场回顾：债券供需热潮逐步降温

年内当成熟股市升势持续之际，本章节多次强调，债券在投资组合中不可或缺。除为了分散股市在估值偏高时可能突然出现回吐的风险，市场普遍预期美联储为首的各地央行在下半年将开启减息周期，债市往往在首次减息前表现活跃。因此，加大债券持仓是当时最佳的投资策略。以10年期美国国债收益率为例，由年内高位约5.0%下降至9月底约3.7%，130个基点的跌幅正吻合美联储点阵图中预测的中位数的降幅，印证了上季的预测。

截至9月19日，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)的资金流数据，由7月至9月期间，所有资产类别(即包括股票等全部类别)基金总流入量达1,002亿美元(下同)，而债券基金的总流入量录得近1,079亿，显示资金在这段时间蜂拥流入债市。按月分布来看，除了7月全球股市调整期间，所有资产类别基金的净流入高于债券基金外，8月和9月债券基金净流入均超过所有资产类别基金。尤其9月当所有类别基金出现净流出77亿时，债券基金却录得151亿净流入，反映市场当时预期美联储减息在即，先沽出其他资产类别，并加注债市。

东亚银行财富管理处首席投资策略师 李振豪

美国注册ETF及长线基金按月资金流

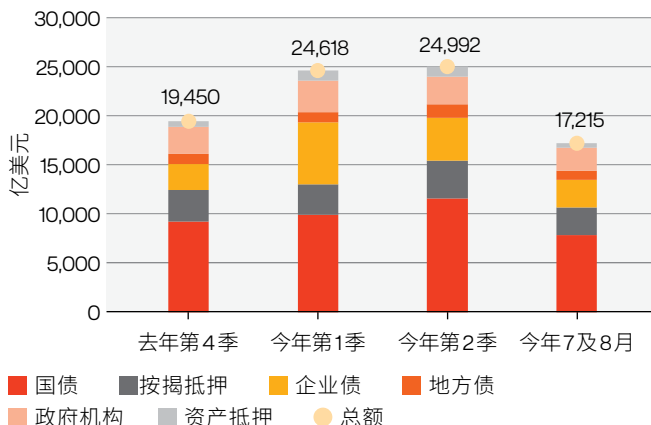


资料来源：美国投资公司协会，数据截至2024年9月19日

从债券类别数据中，拆分代表企业债券的“征税类”(企债)及代表地方或国债的“地方债类”(国债)，分别录得929及151亿净流入，占债券总值约86%及14%。按月所有数据都出现正值，除了反映上季全球资金无间断地流入债市，资金流向亦印证上季分析：首次减息前，企债表现普遍较国债为佳，两者结果不谋而合。

为迎合市场对定息产品的强劲需求，债券发行商年内积极增加供应。截至9月20日，根据美国证券业暨金融市场协会提供的数据显示，今年第1季所有债券类别的发行总值约2.5万亿(美元，下同)，按季增长约27%。第2季发行总值同样为2.5万亿，但7月及8月发行量下跌至只有1.7万亿，较第2季下跌近31%。即使加上9月数据，预计也难以达到上季总值，反映发行商随需求变化，有序地减少发债规模。

美国整体及个别债券的发行量



资料来源：美国证券业暨金融市场协会，数据截至2024年9月20日

观察公营及私营发行商的债券供应情况，公营包括国债、地方债及政府机构债券，私营包括企业债、按揭抵押及资产抵押证券。各时段中，公营债券占比稳定维持约3分之2，反映评级较高的公营债券普遍较受市场欢迎。整体数据如下：

时段	公营发行商占比 (%)				私营发行商占比 (%)			
	国债	地方债	政府机构	总占比	企债	按揭抵押	资产抵押	总占比
去年第4季	48	5	14	67	14	16	3	33
今年第1季	40	4	13	58	26	13	4	42
今年第2季	46	6	11	63	17	15	4	37
今年7及8月	46	5	14	65	16	16	3	35

资料来源：美国证券业暨金融市场协会，数据截至2024年9月20日

集中观察企业债发行量数据，今年第1季企业债发行量按季增长近1.4倍，但及后两季却按季分别下跌31及36%，显示企业债供应明显减少。按债券评级类别来看，投资级别企业债依然是发行主力，各时段占比皆超过8成，而可换股债券则只有零星供应。结果吻合投资者偏好，反映投资者偏向利用债券来平衡投资组合风险。整体数据如下：

时段	投资级别	高息	可换股	总额
	亿美元			
去年第4季	2,191	468	2	2,662
今年第1季	5,371	889	31	6,290
今年第2季	3,515	830	0	4,346
今年7及8月	2,389	400	2	2,791

资料来源：美国证券业暨金融市场协会，数据截至2024年9月20日

利率预测：断送前途的决策

高利率环境持续了近14个月，美联储终于宣布减息50个基点。虽然各资产价格即时呈正面反应，但市场对减息幅度的看法却两极。本章节不评论双方的论点，并会聚焦美联储主席鲍威尔为首次减息提出的理由及点阵图的布局，因为这才是后市的关键所在。

回顾2021年底，鲍威尔公开表示，高通胀只是暂时性¹，因而坚持执行超低利率政策。然而，不消数月，美联储在2022年3月突启动加息周期。同年5月，他又声言未有积极考虑加息75个基点²，但话音未落，6月便加息75个基点。随后美联储的会后声明又表示，加息75个基点并非常态³，但之后却连续3次加息75个基点。美联储对利率的操作令人瞪目结舌，令市场尸横遍野，鬣狗成群。

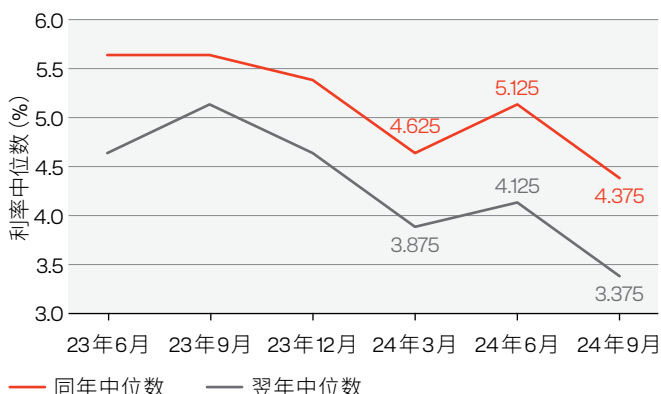
正如本章节过去多次强调，历史上美联储启动减息往往是因经济走弱，而非通胀下降所驱动，预测这次亦不例外，如今一一应验。鲍威尔及美联储各委员念兹在兹以经济数据为本，联同拾人牙慧的名人与学者，成功将减息与否的焦点转移至取决于通胀数据。然而，此刻通胀数据无法成为减息的借口，鲍威尔陷入百口莫辩的境地，亲手断送一己声誉。

¹ 见路透社网站，<https://www.reuters.com/business/why-fed-chair-powell-still-thinks-high-inflation-is-temporary-2021-08-27/>
² 见路透社网站，<https://www.reuters.com/world/us/feds-powell-75-basis-point-rate-hike-not-being-actively-considered-2022-05-04/>
³ 见CNBC网站，<https://www.cnbc.com/2022/06/15/fed-hikes-its-benchmark-interest-rate-by-three-quarters-of-a-point-the-biggest-increase-since-1994.html>

债券

参考6月至8月的经济数据，特别是美联储一直强调的通胀指标。按月核心个人消费开支 (Core PCE) 持平，按月核心消费物价指数 (Core CPI) 甚至出现反弹，但美联储更新其通胀预测都是持平，其导向逻辑何在？其次，按季GDP由首季1.4% 倍升至次季3%，“金发女孩经济”出现反而启动减息？美联储此时减息，是无惧通胀重临？还是为了掩饰经济骤降？鲍威尔已承认应在7月就业数据恶化前及早减息⁴，此次大幅减息50个基点或许是为了“追回步伐”。不过，令人费解的是，美联储明显能较市场更早获得经济数据，但却总是行动滞后？更令人不解的是，当失业率攀升时，美联储在第2季却把今明两年利率预测中位数上调而非下调，如今甩锅又有何用？2022年时加息步伐落后于通胀率，今次减息又落后于失业率，实在耐人寻味。

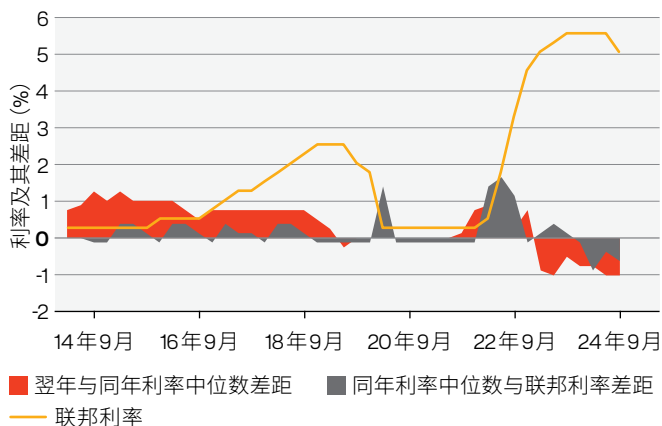
美联储点阵图中同年及翌年利率中位数



资料来源：彭博，数据截至2024年9月20日

再来观察点阵图的预测中位数与当时联邦利率及翌年预测中位数作比较，结果显示，自从鲍威尔在2018年2月执掌美联储至今年9月合共27个季度中，预测中位数与当时利率无一吻合，平均差距约0.13%，标准差约0.60%，而预测低于当时利率的机率高达63%。相较于前任主席耶伦执掌期间（2014年至2018年2月），平均差距为0.11%、标准差约0.21%及预测低于当时利率的机率只有31%。这反映了鲍威尔领导下的美联储更倾向营造减息预期，但往往事与愿违。标准差（与现实差距的波动性）在鲍威尔时代较耶伦时代多约3倍，尤其在利率处于高峰期间，与联邦利率及与翌年中位数的差距达至近10年最高水平。企业和投资者在颠簸不定的利率路径上，如何作出商业决定？经济的稳定增长又从何谈起？

联邦利率与各利率中位数差距



资料来源：彭博，数据截至2024年9月20日

鲍威尔近期又表示看不到经济衰退迹象，强调美国经济良好，减息50个基点并非“新节奏”云云⁵。然而，贵为全球最重要的央行，美联储的连续失误及急转弯的决策令投资者倍感不安。当今声名狼藉，再去为其幌子咬文嚼字只是徒然。更大的风险是，若经济未来走弱，通胀却因持续大幅减息而反弹，滞胀阴霾便不胫而走。回顾美国历史上的滞胀时期，往往由地缘政治动荡引发，如中东战事等（详情可参阅上季《宏观策略》章节）。

归根究底，美联储以飘忽无常的行为来碾压市场预期，磨灭意志，从而达至更容易操控受众。美国总统大选及中美博弈在前，种种挑战三观甚至超乎想像的事情都有可能发生，过于执着眼前反而蒙蔽心眼，宜穹苍大局来制定投资部署。



⁴ 见路透社网站，<https://www.reuters.com/markets/rates-bonds/fed-might-have-cut-rates-july-meeting-powell-says-2024-09-18/>

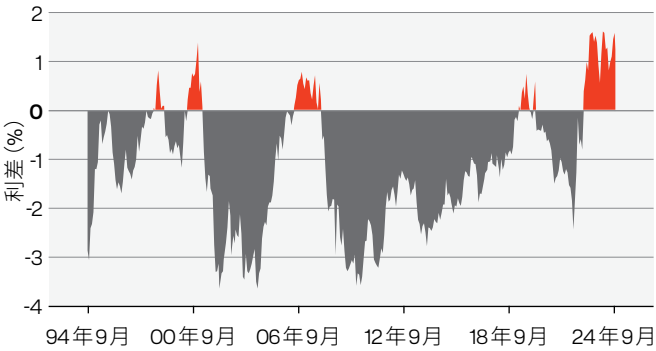
⁵ 见CNBC网站，<https://www.cnbc.com/2024/09/18/fed-meeting-live-updates-traders-await-september-interest-rate-cut.html>

本行预料，美联储在今年11月及12月会议中将再各减息25个基点，明年上半年每次会议，即1、3、4及6月，都会各减息25个基点，即共100个基点（详情可参阅本季《宏观经济》章节）。当然一切都取决于事态变化，并将适时修正。

收益率预测：失业问题或影响走势

参考过去30年的按月数据显示，联邦利率超过八成时间皆低于10年期美国国债收益率，两者走势的相关系数约82%，这表明联邦利率的变化将主导美债收益率走势，并且债息好大可能高于利率。

联邦利率减去10年期美债收益率差距



资料来源：彭博，数据截至2024年9月21日

根据美联储最新的点阵图中显示，年内利率预测中位数由5.125下调至4.375%。因应按季降幅高达75个基点，上季透过投资模型推算的10年及2年期美债收益率亦会作出修正。一如以往，假设美国按季GDP将徘徊在0.5至2.0%，核心PCE区间在2.3至2.6%，而联邦利率则依据最新点阵图修正至4.0至4.5%。10年期美债收益率的推算矩阵如下：

		核心PCE (%)						
联邦利率 (%)	GDP: 2.0%	2.60	2.55	2.50	2.45	2.40	2.35	2.30
	4.50	3.93	3.92	3.92	3.91	3.91	3.91	3.90
	4.25	3.80	3.79	3.79	3.79	3.78	3.78	3.78
	4.00	3.67	3.67	3.66	3.66	3.66	3.65	3.65
联邦利率 (%)	GDP: 1.0%	2.60	2.55	2.50	2.45	2.40	2.35	2.30
	4.50	3.91	3.91	3.90	3.90	3.89	3.89	3.89
	4.25	3.78	3.78	3.77	3.77	3.77	3.76	3.76
	4.00	3.65	3.65	3.65	3.64	3.64	3.64	3.63
		核心PCE (%)						
联邦利率 (%)	GDP: 1.5%	2.60	2.55	2.50	2.45	2.40	2.35	2.30
	4.50	3.92	3.91	3.91	3.91	3.90	3.90	3.90
	4.25	3.79	3.79	3.78	3.78	3.78	3.77	3.77
	4.00	3.66	3.66	3.66	3.65	3.65	3.64	3.64
联邦利率 (%)	GDP: 0.5%	2.60	2.55	2.50	2.45	2.40	2.35	2.30
	4.50	3.90	3.90	3.89	3.89	3.89	3.88	3.88
	4.25	3.77	3.77	3.77	3.76	3.76	3.76	3.75
	4.00	3.65	3.64	3.64	3.64	3.63	3.63	3.62

资料来源：彭博，数据截至2024年9月20日

债券

模型推算的R²值为0.84，F检定为1.11E-77，显示模型结果可靠性高。综合以上4个矩阵得出的平均值为3.77%，标准差及峰谷值分别是0.11及0.28%。配合当前收益率走势，预测本季10年期美债收益率将徘徊在3.50至3.67%。

同样分析套用在2年期美债收益率，推算矩阵结果如下：

		核心PCE (%)						
	GDP: 2.0%	2.60	2.55	2.50	2.45	2.40	2.35	2.30
联邦利率 (%)	4.50	3.33	3.33	3.33	3.33	3.32	3.32	3.32
	4.25	3.17	3.17	3.17	3.17	3.17	3.16	3.16
	4.00	3.01	3.01	3.01	3.01	3.01	3.00	3.00
	GDP: 1.0%	2.60	2.55	2.50	2.45	2.40	2.35	2.30
联邦利率 (%)	4.50	3.32	3.32	3.32	3.31	3.31	3.31	3.31
	4.25	3.16	3.16	3.16	3.15	3.15	3.15	3.15
	4.00	3.00	3.00	3.00	2.99	2.99	2.99	2.99
		核心PCE (%)						
	GDP: 1.5%	2.60	2.55	2.50	2.45	2.40	2.35	2.30
联邦利率 (%)	4.50	3.32	3.32	3.32	3.32	3.32	3.32	3.32
	4.25	3.16	3.16	3.16	3.16	3.16	3.16	3.16
	4.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00
	GDP: 0.5%	2.60	2.55	2.50	2.45	2.40	2.35	2.30
联邦利率 (%)	4.50	3.31	3.31	3.31	3.31	3.31	3.31	3.31
	4.25	3.15	3.15	3.15	3.15	3.15	3.15	3.15
	4.00	2.99	2.99	2.99	2.99	2.99	2.99	2.99

资料来源：彭博，数据截至2024年9月20日

模型推算的R²及F检定分别为0.94及7.42E-116，反映结果可靠性相当高，亦反映减息对短期收益率的影响较大。综合平均值为3.16%，标准差及峰谷值分别是0.13及0.32%。配合当前收益率走势，预测本季2年期美债收益率将徘徊在3.16至3.48%。

另外，美联储主席鲍威尔在会后声明中表示，未来将多关注失业率及其影响。依据美联储及彭博对今明两年第4季的经济预测，整体数据如下：

指标	2024年第4季预测(%)		指标	2025年第4季预测(%)	
	美联储	彭博		美联储	彭博
联邦利率	4.38	4.70	联邦利率	3.38	3.60
核心PCE	2.60	2.70	核心PCE	2.20	2.20
按年GDP	2.00	1.80	按年GDP	2.00	1.90
失业率	4.40	4.40	失业率	4.40	4.30

资料来源：彭博，数据截至2024年9月21日

套用上述模型，加入失业率因子，重新推算10年及2年期美债收益率的平均值及上下限数值（上下限是以95%信赖区间设定）。整体结果如下：

今明两年第4季10年期美债收益率之推算(%)			
2024年	下限	平均	上限
美联储	2.02	3.22	4.42
彭博	2.15	3.36	4.57
2025年	下限	平均	上限
美联储	1.58	2.70	3.83
彭博	1.65	2.77	3.90
今明两年第4季2年期美债收益率之推算(%)			
2024年	下限	平均	上限
美联储	1.95	2.97	3.98
彭博	2.13	3.15	4.18
2025年	下限	平均	上限
美联储	1.38	2.33	3.29
彭博	1.51	2.46	3.40

资料来源：彭博，数据截至2024年9月21日

在不考虑失业率因子的推算，今年10年及2年期美债收益率的平均值分别为3.77及3.16%。加入失业率因子后，美联储预测下的10年及2年期美债收益率分别为3.22及2.97%，较前者分别下调了0.55及0.19个百分点；而彭博综合市场预测下的10年及2年期美债收益率分别报3.36及3.15%，较前者分别下调0.41及0.01个百分点。另外，加入失业率因子后，10年及2年期美债收益率模型推算的R²及F检定分别为0.90及2.17E-96和0.94及1.83E-121。两组检定与没有因子时轻微下降，结果无碍分析的可靠性。

总括而言，加入失业率因子后两项收益率推算都出现下修，暗示未来失业问题将提升减息的可能性及幅度，当中美联储观点的影响力较大。上下限差距中，10年及2年期美债收益率分别报约2.4及2.0%，反映失业问题对长期收益率影响较大。再者，比较今明两年各推算，加入因子后10年及2年期美债收益率的平均值下降约0.37及0.31%，相信与联邦利率及核心PCE预测明显下调，而非与失业率有关。最后，不论美联储及彭博综合市场预测，上下限差距在今明两年同步下降约0.15%，暗示各预测对收益率之波动区间影响相若。

债券

根据上文收益率的推算结果，没有失业率因子的状态下，得出10年期减去2年期的利差为正19个基点至34个基点，年内首次出现正值的预测。截至9月20日，该利差已率先报正12个基点，暗示长达近27个月的收益率曲线倒挂状态快将终结。

10年期减去2年期美债收益率差距



资料来源：彭博，数据截至2024年9月22日

最后，本章节早在今年第2季便已分析，当美联储首次减息后3至6个月，10年期减去2年期的利差便会出现正值，并延伸至整条收益率曲线，曲线正常化宣告完成。相关分析详情可参阅过去本章节内容，在此不再赘述，并将在下文阐述相关投资策略。

投资策略：曲线正常化带来的良机

自2022年3月美联储启动长达16个月的加息周期，11次加息共5.25%，同时扭曲了美国国债收益率曲线（简称“曲线”）的正向斜率。同年7月5日起，曲线便出现倒挂，即10年期减去2年期收益率的利差出现负值。收益率倒挂理论上除了暗示经济可能存在隐忧，也影响了资金流向，例如个人及商业贷款，甚至是汇市。

利率存在周期，曲线变化亦然。收益率曲线由逆向变成正向的过程（所谓“曲线正常化”，简称“正常化”）亦有其规律。本章节早在首季及次季分析时提及：当市场开始炒作减息憧憬时，投资者应增持息率仍维持在5%以上的10年期以上的债券，这是第1阶段的部署。当资金投入长期债券而推低收益率后，“寻息”操作便会向10年期以下迈进，而且预计中期收益率的降幅将比长期更大，形成局部正常化，这是第2阶段。

由于中长期收益率已反映大部分未来利率的减幅，而短期（普遍指2年期以下）收益率对实质减息较敏感，未真正宣布减息前，短期收益率将被锚定在偏高水平，这是第3阶段。首3阶段造就曲线呈现出类似“U”型的状态。而在最后阶段，即是美联储宣布并持续减息，短期收益率便随利率下降。短期降幅将明显快于中长期，直到短息完全低于长息，正常化才能大功告成。

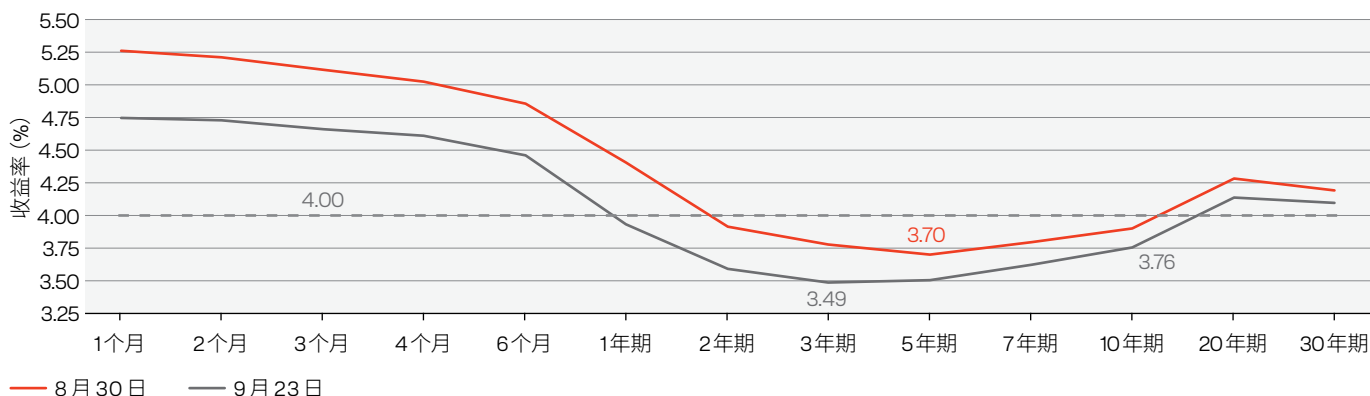
今天债市正处于最后阶段，因此投资者应增持短期定息工具以锁定近廿年罕见的高利率回报，正如近期华尔街流行的“T-bill & chill”策略，大量投入货币市场基金或票据等短息工具⁶。

存续期部署：各适其适

上文分析了联邦利率与美债收益率呈现较大程度的正向关联性，由于收益率与债券价格存在逆向关系，两者不难理解。存续期则反映收益率降幅与债券价格升幅的比例，理论上存续期愈长，债价波幅愈大。综合上述理论，本章节早已强调美联储首次减息前，收益率将率先下降，其降幅占未来利率降幅约近6成。投资者普遍先行于政策，超前部署实属常态。9月点阵图预示今明两年各减息100个基点，即共200个基点。年内美国10年期国债收益率由高峰近5%，下跌至9月底约3.7%，130基点跌幅吻合上述反映6成利率降幅的习性。换句话说，除非12月美联储再次大幅下修点阵图，否则10年期收益率再下降空间有限。

⁶ 见彭博网站，<https://www.bloomberg.com/news/articles/2024-08-27/t-bill-and-chill-is-a-hard-habit-for-investors-to-break>

美国国债收益率曲线



资料来源：彭博，数据截至2024年9月23日

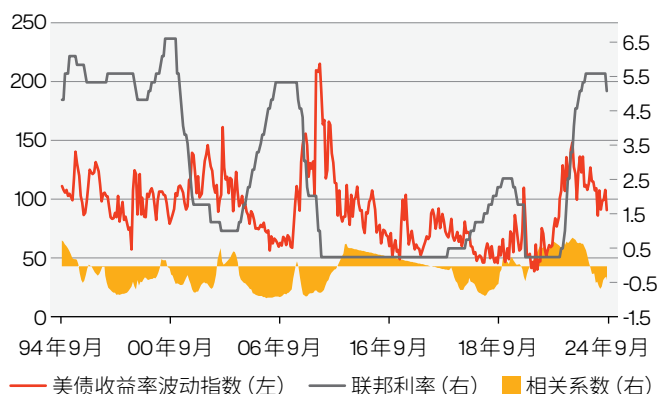
截至9月23日，2年期国债收益率报约3.60%。根据上文分析，2年期国债收益率年内将徘徊在3.16至3.48%，暗示尚有最多44个基点下降空间，较10年期国债只有约20个基点潜在降幅高出1倍，有利短期债券的表现。另外，正常化仍在推进中，观察同期曲线的底部，由5年期已推前至3年期。如进一步推进，2年期或以下将有序成为下一个底部，暗示进一步推进前，愈早投入较短年期债券将愈受惠。而且存续期偏短，风险亦较低。因此首次减息后增持短期债券较适合保守的投资者。

正常化亦提供较高风险的投资机会，就是增持10年期以上债券。传统上长息对通胀变化较敏感，一如美联储预期，通胀将有序下跌，长息稳步下降机会仍在。虽然幅度不及短息，但存续期效应下，债价将以10倍以上比例攀升。相反，未来美联储缩减利率降幅，或通胀出现反弹，收益率将不跌反升，愈长存续期部署，损失便愈大，反映存续期确是一把两刃刀。虽然整条曲线将渐降，但进程料是不规则及不平地推进。长期债价的波动性较高，有利于善于捕捉走势，或能承受较高风险的投资者。

再复杂一点的部署是通过自制不用本金的长短仓组合，主要投入短债同时沽出长债，定时透过波动率来调控持仓比例，以赚取利差。收益率波动愈大，获利愈丰。终归历史上利率拐点实属罕有，是各老饕一展身手的好机会。此操作当然需要更专业的分析及操盘技巧，在此不作详谈。

参考过去30年按月数据，联邦利率及美债收益率波动指数走势貌似背驰。抽出当中31个减息月份作分析，其相关系数出现负值的比例约84%，暗示减息时收益率好大可能波涛汹涌，有利追风逐浪的投资者。

美债收益率波动指数、联邦利率及两者之相关系数



资料来源：彭博，数据截至2024年9月23日

综合而言，曲线正常化可利用定点收益率的变化，例如加注于短期债券以锁定高息，长期债券则可炒作债价波幅。或透过曲线愈趋正向时，以长短利差赚取回报。久违多年的投资机会，总有策略会适合不同风险承受能力的投资者。

债券

其他策略：企业债及非美债市的机遇

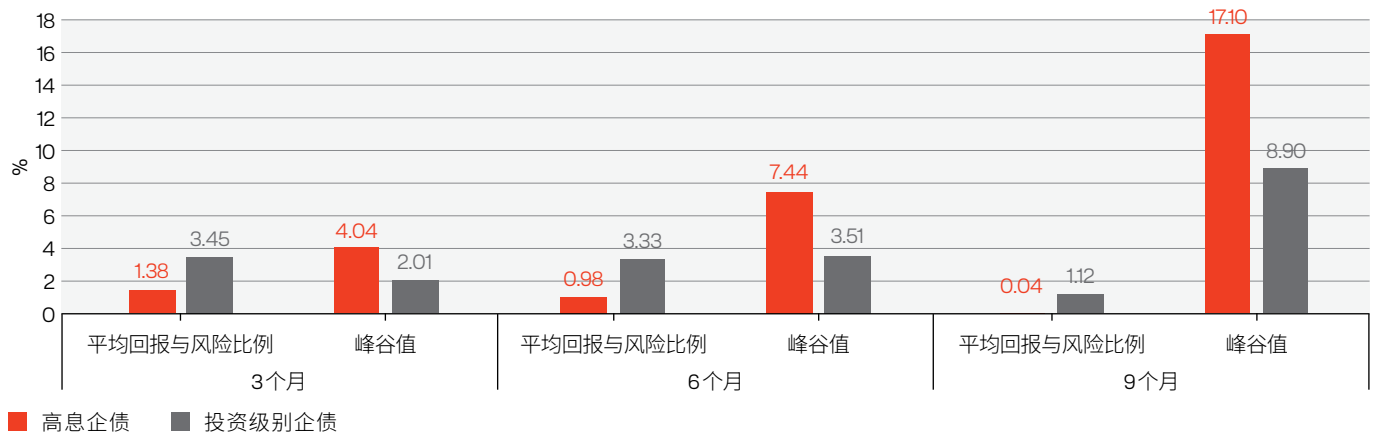
数据上利率周期往往维持数年，每次周期又相隔上10年，凸显眼前的曲线正常化情况实属罕见。投资者理应捉紧机会，但其他债市亦有不缺可观的投资机会。

企业债券：首次减息后投资级别更吸引

上季分析在首次减息前，高息 (HY) 企业债表现普遍较投资级别 (IG) 企债好，在此不再赘述。而在首次减息后，两者表现又是如何？根据过去30年按月数据，为剔除利率的零星变化，以连续3次加息或减息为“加息周期”及“减息周期”，锚定当中拐点为“首次减息”作分析基础，符合上述条件的分别出现在1995、2001、2007及2019年。再以首次减息后3、6及9个月HY和IG的表现，透过考量性价比的平均回报与标准差比例（“比例”）及4次案例中的峰谷值（“最大波幅”）作比较。这次分析标准并非单看回报率，而是权衡风险后更高阶的投资策略。



彭博美元高息及投资级别企债指数各时段之指标表现



资料来源：彭博，数据截至2024年9月21日

结果显示，首次减息后3个月，IG表现较好。平均回报与风险比例报约3.45%，较HY的1.38%高出超过1倍，但最大波幅只是HY一半。6个月后差距更加明显，平均回报与风险比例上高HY近3.4倍，最大波幅只是HY的47%。9个月后IG的波幅优势相若，而平均回报与风险比例上高出27倍。

细心观察数据，主因2019年7月后的9个月，正是全球疫情大流行之际，资金逃离HY市场，当时平均回报约负9.21%，间接推低9个月后的表现。简单而言，首次减息前HY表现较好，但首次减息后IG完胜HY。

再分析首次减息幅度的影响，4次中只有2007年9月的1次的减幅为50个基点。整体数据如下：

数据上符合首次减息条件的案例 (%)		
首次减息出现月份	当时利率	减息幅度
1995年7月	5.75	-0.25
2001年1月	5.50	-1.00
2007年9月	4.75	-0.50
2019年7月	2.25	-0.25
2007年减息中各时段之回报率 (%)		
首次减息后	高息企债	投资级别企债
3个月	0.99	2.59
6个月	-1.43	3.91
9个月	2.84	2.54

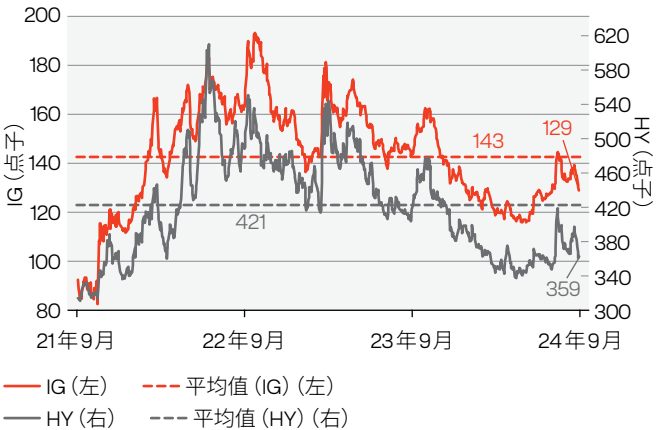
资料来源：彭博，数据截至2024年9月21日

以2007年案例作进一步分析，HY和IG企业债在首次减息后3、6及9个月的表现，共6组数据中有5组录得正值，唯独HY企业债在6个月后出现负1.43%的轻微跌幅。从回报角度分析，在利率下调50个基点后，不论何时投入IG或HY企业债，皆极有机会获得正回报。不过，计算6组回报率的平均值及标准差后，分别为1.91及1.88%，比例只有1.01，即考量风险后，该投资其实并不化算。换言之，投资者不应以首次减息幅度来作买入企业债的考量因素，而是应加上投资时段及评级等作通盘考虑。

另外，本章节早前曾分析美国维持太长的高利率环境，将酝酿更大的全球金融危机(详情可参阅第2季内容)。在过去50年数据中，坚持高利率环境超过12个月的案例只有1998年(17个月)及2007年(14个月)两次。2007年9月美联储减息50个基点后，金融海啸便在2008年9月爆发，正好是首次减息后一年。今次巧合地高息环境又维持了14个月，虽然美联储仍频频表示对经济前景不感悲观，但投资者其实心照不宣。

另外，比较美元IG及HY的信贷息差状况。截至9月20日，IG及HY分别为129及359点子，两者都低于其3年平均值，分别为143及421点子，或低约10及15%。反映数据上IG的上升空间占优。

美元IG及HY信贷息差及其平均值



资料来源：彭博，数据截至2024年9月21日

最后，美股波动亦会影响美元企业债表现。参考过去5年两项信贷息差与标普500波动指数(VIX指数)的相关系数分析。系数正值比例皆超过8成，反映美股向好(VIX下跌)将刺激债价(信贷息差下跌)，反之亦然。平均值分别为0.4及0.5，反映其影响力一般(普遍以0.7以上为“明显影响”)，亦暗示投资组合中加入债券将有助分散风险。两者最大及最小值结果一样，最大值为1，即正向影响力可以百分百，而逆向影响力都有7成，反映极端时美股对美债的冲击将不容忽视。整体数据如下：

与VIX之相关系数 (%)		
正值占比	投资级别	高息
	80.0	84.4
其他指标		
平均值	0.4	0.5
最大值	1.0	1.0
最小值	-0.7	-0.7

资料来源：彭博，数据截至2024年9月23日

债券

非美债市：优异者乃实至名归

美元利率主导全球资金流动，当前利率出现拐点，其溢出效应亦会对非美国国家的国债产生震荡。当中最大风险当然是违约率恶化，市场普遍以信用违约掉期 (Credit Default Swap，简称CDS) 作指标。参考截至9月21日全球主要国债1年期CDS在近1及3年间变化的数据，表列如下：

G7 国家 (撇除美国)							
国家	现水平 (点子)	1年：现况距离指标 (%)			3年：现况距离指标 (%)		
		峰值	平均	谷值	峰值	平均	谷值
加拿大	10.6	-46.9	-14.6	15.1	-54.2	-26.6	26.7
英国	10.2	-50.2	-19.3	37.8	-50.2	-18.8	48.3
法国	13.2	-16.7	38.7	99.6	-16.7	52.0	173.3
德国	5.1	-51.3	-15.2	68.0	-73.0	-18.4	109.5
意大利	17.6	-29.7	9.0	31.1	-29.7	9.0	31.1
日本	6.5	-41.1	6.5	85.9	-54.7	4.1	85.9
平均值	10.5	-39.3	0.8	56.3	-46.4	0.2	79.1
欧洲							
国家	现水平 (点子)	1年：现况距离指标 (%)			3年：现况距离指标 (%)		
		峰值	平均	谷值	峰值	平均	谷值
英国	10.2	-50.2	-19.3	37.8	-50.2	-18.8	48.3
法国	13.2	-16.7	38.7	99.6	-16.7	52.0	173.3
德国	5.1	-51.3	-15.2	68.0	-73.0	-18.4	109.5
葡萄牙	11.4	-17.9	15.7	43.2	-17.9	15.7	43.2
意大利	17.6	-29.7	9.0	31.1	-29.7	9.0	31.1
爱尔兰	8.2	-35.8	-1.8	92.8	-44.4	-5.7	92.8
希腊	20.5	-8.8	28.4	55.2	-8.8	28.4	55.2
西班牙	10.4	-9.8	21.1	58.9	-9.8	21.1	58.9
平均值	12.1	-27.5	9.6	60.8	-31.3	10.4	76.5
亚太							
国家 / 地区	现水平 (点子)	1年：现况距离指标 (%)			3年：现况距离指标 (%)		
		峰值	平均	谷值	峰值	平均	谷值
澳洲	6.2	-36.3	-0.1	30.0	-57.7	-13.9	39.5
纽西兰	8.5	-28.2	23.8	50.3	-48.1	0.7	50.3
南韩	24.0	-31.0	-6.4	24.5	-47.7	-4.1	132.1
中国	30.5	-26.6	1.2	37.8	-39.8	11.6	193.4
香港	18.1	-47.7	-11.1	35.3	-47.7	8.2	105.7
平均值	17.4	-34.0	1.5	35.6	-48.2	0.5	104.2
南亚							
国家	现水平 (点子)	1年：现况距离指标 (%)			3年：现况距离指标 (%)		
		峰值	平均	谷值	峰值	平均	谷值
印度	20.6	-41.5	-4.3	65.9	-64.8	-37.0	65.9
印尼	26.4	-23.3	7.9	36.1	-56.4	-5.1	38.9
马来西亚	17.3	-47.3	-17.0	9.9	-59.9	-23.1	47.6
越南	46.2	-39.6	-18.8	13.0	-41.1	-9.3	56.0
泰国	12.0	-55.1	-4.6	33.0	-66.9	-19.1	93.2
平均值	24.5	-41.4	-7.3	31.6	-57.8	-18.7	60.3

资料来源：彭博，数据截至2024年9月21日

评审标准是以现水平愈低愈好，而与现水平距离各时段的指标愈小愈好。数据显示，现水平评审中“七国集团”（G7）表现最好，结果并无悬念。各时段所有指标与现水平距离最小者，全数是南亚地区，反映虽然该地区各国的违约率偏高，但近年已大幅改善，有利作较高风险投资。各地区表现中，G7以加拿大最佳，欧洲是英国、德国及意大利并驾齐驱，亚太及南亚地区则是澳洲及泰国，反映这些国家在违约风险考量上较为可取。

风险过后便是回报，市场普遍以各国10年期国债收益率与美国国债或德国国债之利差作指标，表列如下：

G7 国家（撇除美国）			欧洲		
国家	收益率（%）	与美债利差（点子）	国家	收益率（%）	与德债利差（点子）
英国	3.9	15.7	英国	3.9	169.3
意大利	3.6	-19.3	意大利	3.6	134.2
法国	3.0	-78.3	希腊	3.2	97.5
加拿大	2.9	-79.5	西班牙	3.0	78.5
德国	2.2	-154.0	法国	3.0	75.2
日本	0.8	-291.5	葡萄牙	2.8	55.4
平均值	2.7	-101.2	爱尔兰	2.6	35.2
南亚			平均值	3.1	92.2
国家	收益率（%）	与美债利差（点子）	亚太		
			国家	收益率（%）	与美债利差（点子）
印度	6.8	301.6	纽西兰	4.2	41.4
印尼	6.4	268.5	澳洲	3.9	17.1
马来西亚	3.7	-5.5	南韩	3.0	-75.1
新加坡	2.5	-127.3	中国	2.0	-171.6
泰国	2.4	-129.8	平均值	3.3	-47.1
平均值	4.4	61.5			

资料来源：彭博，数据截至2024年9月21日

评审标准非常直接，以较高者为优。地区上平均值以南亚表现较好，其次是亚太地区。各地区中，G7及欧洲地区以英国表现最佳，亚太及南亚地区分别是纽西兰及印度。最后，撇开地区分布，纯粹以利差最高者排列，首3名国家依次序分别是印度、印尼及英国，结果大致与上述违约率分析相若，反映优异者乃实至名归。

本章总结：

- 上季债券供需明显较上半年降温，料后市的资金部署将更清晰
- 利率预测应偏向实际数据而非美联储言行，预期年内再减息最少50个基点
- 预计短期收益率的降幅将超越长期，维持多时的收益率曲线倒挂状态亦将消失
- 曲线正常化提供不同风险的投资机会，企业债及非美元债市亦不缺投资良机



债券

东亚联丰投资团队

中国及亚洲债市展望

减息利好亚洲债券；唯美国大选或致市场波动，宜留意高收益债券短期走势

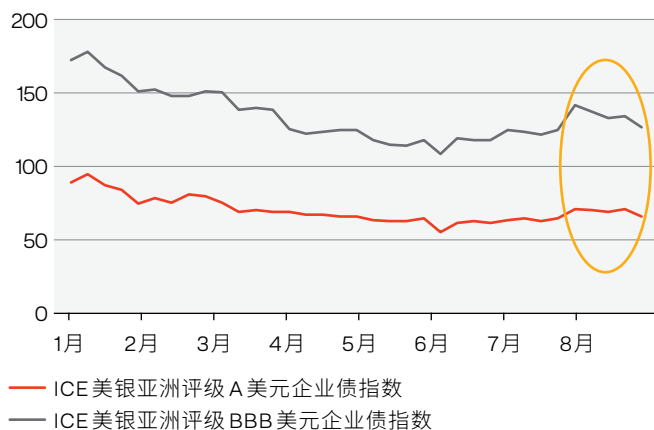
美联储对货币政策的取态已经由单纯打击通胀，回归其双重使命：一方面稳定价格，另一方面促进就业。随着消费物价持续降温 and 劳动市场显现疲态，预计央行的减息速度将可能快于市场预期。东亚联丰团队认为在未来2年内，利率有望回落至3%或接近3%，这意味着在这段时期内可能会有200点子的减息空间。由于利率和债券价格呈反向关系，减息将有助带动债券价格上升。因此，团队将寻找机会适度延长投资组合的存续期，因为债券存续期越长，债价在减息周期中的升幅潜力越大。

在亚洲投资级别债券方面，团队继续看好南韩以及个别中国债券。尽管亚洲高收益债券的基本面稳健，但短期表现可能受到市场波动所拖累，因此团队对其短期表现持谨慎态度，但对其长期表现保持乐观。

波动市况为投资级别债券带来信贷息差投资机会

在波动的市场环境中，不同板块和信贷评级的亚洲投资级别债券在信贷息差方面出现了明显的分野，为投资者带来不少投资机会。例如，信贷评级达A级的债券，其信贷息差已明显收窄，而BBB评级的债券息差仍然较宽，显得相对具吸引力。

亚洲投资级别债券年内的信贷息差



资料来源：彭博，数据截至2024年8月31日

在一众地区当中，团队尤其看好南韩的金融相关债券，因其基调稳固且具防守性。由于监管条例严谨，南韩银行拥有强劲的资产负债表和充裕的流动性。加上当地金融体系稳健，银行有足够能力抵御风险。南韩是亚洲最大的美元计价投资级别债券发行国，该国近期新发行的债券多来自半主权机构、银行和券商等发行人，这些发行人普遍具备高信贷评级，因此广受投资者欢迎。例如，7月当地一家主要银行发行了额外一级资本债券，投资者反应热烈，最后银行遂加大发行规模至5.5亿美元，并成功将票息率降低至6.375%¹，反映市场对南韩金融业充满信心。

8月，许多中国债券（包括科技、媒体和电讯以及国企债券）均出现获利回吐的情况。然而，我们仍然看好中国科技、媒体和电讯的投资级别债券。虽然部分电子商务巨头的第2季度业绩低于市场预期，但从债券投资角度而言，企业负债比率和财务状况稳健较增长更为重要。目前，中国科技、媒体和电讯公司的信贷基调稳固，并拥有长期稳定的现金流。如果市场回调，团队将考虑趁低吸纳一些优质的中国债券。



¹ 见韩国经济日报网站，<https://www.kedglobal.com/banking-finance/newsView/ked202407180017>

亚洲高收益债券违约风险较低，但须留意短期波动

亚洲的通胀压力相对其他成熟市场为轻，区内各国的加息力度也相对温和。不少企业透过当地本币债市或银行贷款进行融资，然后提早赎回美元债券，导致以美元计价的亚洲高收益债券供应减少，加上新发行量不多，有利于债券表现。目前，在亚洲债券市场中约70%的高收益债券信贷评级为BB级，较美国的50%为高。同时，若撇除中国高收益地产债券，亚洲高收益债券违约率不足1%，低于美国的2%。

对于亚洲高收益债券，东亚联丰将特别关注美国总统大选带来的短期波动。不过，从长期发展来看，团队对其持乐观态度，因为其基本面稳定，且不论地区或板块，均不乏投资机会。不少印尼和印度的高收益债券发行人拥有稳健的信贷基调和强劲现金流。

以印尼为例，许多企业的债券将于这两年内到期，财务状况良好的发行人均能够透过不同渠道进行融资或提早赎回现有债券，当中值得团队关注的包括地产和能源企业。印度目前是区内主要的高收益债券发行国，投资机会来自不同行业板块，包括洁净能源、机场、收费道路以及银行以外的金融业等，这些行业均能产生稳定现金流。

中国方面，房地产市道仍然疲弱，内地百强发展商8月的房屋销售金额按年下跌接近27%，跌幅较7月的19.7%进一步扩大²。虽然如此，不少民企仍能偿付以美元计价的债息，很多国企也能够跟银行进行再融资。团队特别看好成功进行再融资以及拥有商业物业的发展商，因为后者能够较容易进行融资。此外，优质的短期内房债也值得留意。

所谓“现金为王”的投资取态将随着减息周期到来而终结。减息有利于亚洲债券价格表现，带动投资级别债券息差收窄，同时能减轻高收益债券的利息支出。然而，市场在美国总统大选前可能会出现波动，高收益债券相对容易受影响，因此须保持谨慎。

本章总结：

- 货币宽松政策有助带动债券价格
- 亚洲投资级别债券的信贷息差分野，衍生出投资机会
- 留意美国总统大选可能引发的市场波动对高收益债券的影响
- 倘若市场出现调整，可趁低吸纳优质亚洲债券

² 见BNN Bloomberg网站，<https://www.bnnbloomberg.ca/business/international/2024/08/31/china-home-sales-slump-drag-on-despite-government-rescue/>

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。