

東亞睿智

2024年第四季投資展望

物換星移





東亞銀行 | 東亞睿智 | 2024年第四季

目錄

- 2 序言
- 3 宏觀策略
- 16 宏觀經濟
- 24 股票
- 42 外匯
- 51 債券
- 66 東亞資產導航
- 68 免責聲明



美國總統大選看似曲終人散，實則為未來世界格局揭開新的篇章。

今年首季的標題為《叢林法則》，隱喻世界歷史已多番證明，當人類為私利而摒棄文明時，人禽無異。電影《馬里烏波爾戰火二十日》紀錄了2022年俄烏戰爭期間，一批留守當地至最後一刻的戰地記者，拍下戰場上泯滅人性的畫面，最終榮獲奧斯卡金像獎及英國電影學院獎最佳紀錄片。反觀以色列與哈馬斯的戰爭持續逾年，最初草菅人命的殺戮鏡頭，如今已鮮見報導，戰況乏人問津。一方的歌功頌德映襯著另一方的助紂為虐，叫人心寒。

當代意大利哲學家喬治·阿岡本在《從法治國到安全國》中提出，「國家安全」並非保護國民的盾牌，反而是掌權者合理化其胡作非為的工具，以軍權取代法權，逐漸剝奪人身自由，藉無限延長的緊急狀態變相永續執政權，逃避其所犯下的國際罪行。一國如此，國際亦然。近年來，歐美陣營把「國安」概念延伸至全球貿易、國際金融、地緣政局，甚至民生層面。愈戀棧權力，愈怕失去支配地位，愈顯得其倒行逆施。

去年第3季的標題為《春秋》，當時引用《六國論》暗喻「七國集團」(G7) 圍剿中俄陣營，但歷史告訴我們，六國遭地處西陲的秦國所滅，在於「弊在賂秦」。言猶在耳，G7迄今強勢不再，集團內非美國家經濟疲弱不堪。地緣戰事爆發後，歐洲在經濟上更依賴美國，日本在地區緊張局勢下，國防上無奈要仰著美國鼻息。午夜夢迴，讓人不禁反問：戰事真正的目標是內部壓力還是外部敵人？G7還會繼續聽命於新任美國總統？引用已故前美國國務卿基辛格的名句：「做美國的敵人是危險的，而做美國的盟友則是致命。」

多次強調，世界愈亂，美國愈受惠。無論外界如何質疑其可信性，當前美國仍正以難以置信的經濟增長領導全球。外交上，共和黨候選人特朗普飄忽無常，民主黨候選人賀錦麗只會蕭規曹隨，政策主軸實在換湯不換藥。難怪美國總統拜登在聯合國作最後演說時耀武揚威，曲予維護的佞倭高調挺主，受虐者眼裡大謬不然。

在電影《正義聯盟》中，荒原狼率領類魔利用人性的恐懼侵襲地球，最後敵不過超人領軍的超級英雄。荒原狼被擊敗的一刻，恐懼應運而生，最終被類魔反噬。今天的G7國力已大不如前，只好寄望通過貿易制裁、利率操控、挑起地緣對立的手法，試圖擊潰對手，並收殺雞儆猴之效。然而，如今對手並未有束手就擒，反而看到金磚國家等組織在金融及貿易上另起爐灶。隨著戰事發展愈見泥足深陷，以往的予取予攜，如今變得力不從心。

《醒世恆言》中的「一飲一啄，莫非前定」及中國讖緯文化的代表作《燒餅歌》，彷彿預示著未來世界格局的變化。

本季標題《物換星移》源自初唐四傑之一王勃的〈滕王閣〉詩。詩中表達雖然江山依舊，人面全非，但寄予的憂患意識，除了抒發情感，亦有警惕近況，綢繆遠境之實質意義：推動個人力臻完美，激勵民族奮發圖強。電影《葉問2》中，主角葉問戰勝龍捲風後發人深省地表示：「人的地位雖然有高低之分，但人格不該有貴賤之別；學懂互相尊重，貴在中和，不爭之爭。」

人間總有五月天。

共勉之。

宏觀策略

物換星移

東亞銀行財富管理處首席投資策略師 | 李振豪



宏觀策略

物換星移

大選後各路風險因素將蠢蠢欲動，投資應以避險為主軸，更宜靈活調配，分散投資

上季的標題是《最後衝刺》。雖然全球主要經濟體正逐步走出「去全球化」的困局，但環球資金卻另有盤算。美國在中東問題上的尷尬處境正削弱其國際話語權，而無論誰人在總統大選中勝出，都無法解決美國的經濟問題。即使再多的關稅或制裁也無法掩飾美國生產力的核心性退化，反而可能引爆以高通脹為雷管的經濟衰退，導致美國滯脹成為全球經濟的「灰犀牛」事件。歷史上，滯脹的出現往往與中東石油危機有關。投票日前，投資者可以適量提高風險，但須注意波動率同樣偏高；長線則應朝向平衡和防守策略。上季的預測大致與現況相若。

本季標題是《物換星移》。物換星移意指美國總統大選後，投資市場可能迎來一個新時代。不僅成熟市場中的多個國家會出現領導人更替，各國利己主義和右翼主義抬頭，近年來聯盟結邦向新興市場採取咄咄逼人的極限施壓措施有可能出現逆轉。此外，美國總統大選後的國內撕裂問題預計將進一步加劇，歷史上經濟通常也會有序下滑。尤其是在權力交接期間，美國國力相對脆弱之時，將是金磚集團為首的陣營實行「去美元化」的最佳時機。各路風險因素蠢蠢欲動，投資者應分散投資在多種資產，此方為上策。

市場回顧：資金正為未來更大的風險作準備

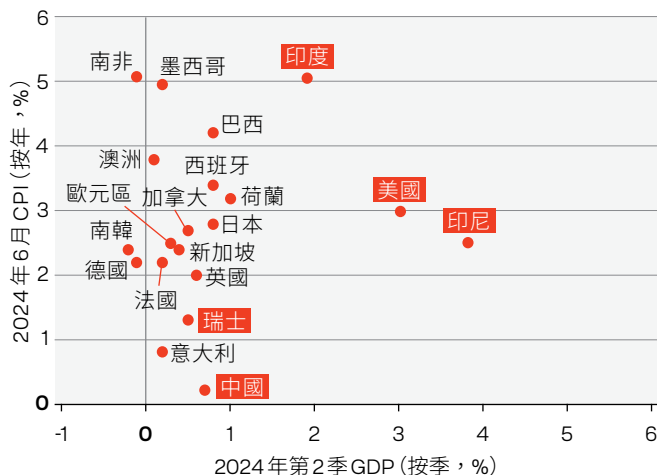
經歷了去全球化的洗禮後，上季各國經濟初步站穩了陣腳。今年適逢全球大選年，11月的美國總統大選更是戲肉。在波詭雲譎的局勢中，國際資金其實已悄然做好了避險準備。

全球經濟持續改善但分歧擴大

全球主要20大經濟體延續了上季的良好勢頭。第1季及第2季的按季國內生產總值（GDP）數據比較，平均值由0.4上升至0.8%，顯示整體經濟持續改善。無增長（0%以下）的國家由4個下降至3個，當中最差表現者亦由負0.8%（印尼）改善至負0.2%（南韓），反映出經濟衰退的國家也呈現改善態勢。然而，最大與最小值的差距卻由2.9擴大至4.0%，顯示各國間經濟情況的差別加大，投資策略上應重視地區性分散投資。

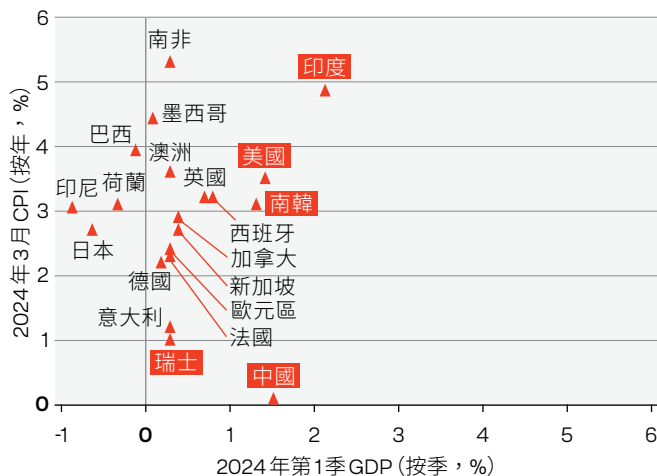
東亞銀行財富管理處首席投資策略師 李振豪

各國GDP與CPI矩陣（2024年第2季）



資料來源：彭博，數據截至2024年9月3日，印度GDP更新至2024年3月

GDP與CPI矩陣（2024年第1季）



資料來源：彭博，數據截至2024年9月3日，印度GDP更新至2023年12月

6及3月的消費物價指數（CPI）數據顯示，平均值由2.9下降至2.8%，最大與最小值的差距則由5.2縮窄至4.9%，兩項結果大致相符，反映全球通脹情況未有大幅改善。然而，低於平均值的國家由9個增加至12個（佔比由45%提升至60%），顯示大部分國家的通脹正有序下滑，只是個別國家，例如南非（5.1%）、印度（5.1%）和墨西哥（5.0%），其通脹率偏高，拉高了平均值。

按GDP與CPI數據比例來看，今年第1季前5個最高數值的國家依次為中國、印度、南韓、美國及瑞士。第2季的前5名依次序分別是中國、印尼、美國、瑞士及印度。在這兩組國家中，只有南韓和印尼有所變動，凸顯中國、印度、美國及瑞士經濟表現持續強勁，領導著全球經濟發展。

雖然中國蟬聯首席，但CPI亦維持在0.1至0.2%之間，按季GDP卻從1.5下跌至0.7%，經濟有滑坡脫軌之勢。而美國情況恰好相反，不僅CPI由3.5下降至3.0%，GDP同時從1.4升至3.0%，凸顯美國經濟的韌性。



資產大幅波動下，分散配置更顯重要

除了各國經濟出現分化，資產的表現同樣波動較大。以市場普遍公認的資產指數作為代表，整體表現數據如下：

時段	表現 (%)					
	MSCI 世界股票指數	彭博全球綜合債券指數	美元指數	標普高盛綜合商品指數	MSCI 世界房託指數	同期表現最大差距
年內	15.5	1.7	0.3	0.2	9.4	15.3 個百分點
第1季	8.5	-2.1	3.1	8.7	-1.5	10.8 個百分點
第2季	2.2	-1.1	1.3	-0.7	-1.5	3.7 個百分點
第3季	4.2	5.0	-4.0	-7.2	12.7	19.9 個百分點
平均	7.6	0.9	0.2	0.3	4.8	12.4 個百分點
最大差距	13.3 個百分點	7.1 個百分點	7.1 個百分點	15.9 個百分點	14.3 個百分點	16.2 個百分點

資料來源：彭博，數據截至2024年9月2日

股票是唯一在所有觀察時段都錄得正回報的資產，這表示即使在不同時段進入股市，皆能取得不俗回報。股票的平均回報率明顯高於其他資產，且回報波動幅度相對較小，反映股票暫時是今年表現最佳的資產。

債券及美元貫徹其低風險的特性，平均回報和回報波動差距均較低。然而須注意的是，兩者在上季表現卻出現明顯分化。截至9月2日，由於市場憧憬減息在即，在首兩季明顯落後的債券，其表現突飛猛進，第3季回報暫有5.0%，較股票的表現更為出色。因減息對美元屬負面因素，導致美元表現疲弱，第3季暫錄得負4.0%的回報，打破了此前長期強勢的紀錄。

商品及房託的表現非常波動，根據其平均回報和波動幅度來看，性價比並不吸引。不過，對風險偏好較高的投資者來說，波幅高或更符合其投資胃納，例如房託在首兩季皆出現負回報後，第3季急彈近13%。

從最大回報差距來看，5大資產在各時段的表現，除了第2季較為平淡外，其他時段均錄得雙位數回報，反映通過資產配置能有效分散風險。全部時段的最大回報差距約為16.2個百分點，這反映出假設投資者持有上述5大資產，其回報的波幅區間會較大。

綜合分析，假設未來的宏觀環境未有大變，投資者應以分散投資為主軸，並按自身的風險承受能力進行適量配置。至於各類資產走勢預測，詳情可參閱《股票》、《外匯》和《債券》章節。

宏觀策略

資金流向完美地演繹傳統的逆向操作

指數表現迂迴，資金流同樣充滿變化。根據美國投資公司協會提供由上季第1周至8月21日當周的數據顯示，4大類型（包括股票、債券、股債混合及商品）的基金中，只有債券每周錄得淨流入，期內總流入金額達743億（美元，下同），佔所有資產類別資金流入總額近76%，可見投資者對債券的偏好。然而，資金流與前述的債券指數表現卻大相逕庭，這反映出投資者正悄然進行風險對沖操作。

股票類基金的資金流向與相關指數的走勢同樣背道而馳。在7月17日全球股市大幅調整之前，股票基金的按周流入量偏低，甚至曾經出現12億淨流出。這表明當股票指數屢創新高時，長線基金及交易所買賣基金（ETF）其實正在大手減持。而當各國股市其後出現急跌後，長線資金反而大舉湧入股票基金，7月中旬及下旬的兩周分別錄得339及268億淨流入。同樣地，8月21日當周，市場正擔心美股高處不勝寒，此時再次錄得近190億的淨流入。雖然股票的總流入金額遠不及債券，但期內仍合共錄得403億淨流入。

綜合以上數據，股票市場完美詮釋了「陽奉陰違」的操作，而債券市場則顯示投資者正暗度陳倉，密密地增持債券，靜待美國公布首次減息。以上分析再次印證本行多次強調的觀點：今年為全球大選年，市場噪音與訊息混雜，投資市場的波動性亦會較高。投資者應透過資產配置來分散投資風險，預期此策略在美國總統大選前仍然奏效。

市場前瞻：沒有贏家的總統大選

今年是近代罕見的全球大選年，佔全球超過半數人口的至少48個國家，已經或將會完成各級選舉（詳情可參閱第2季《宏觀策略》章節）。無論是領導人的選舉還是議會選舉，

各地普遍出現權力更迭的現象，包括台灣、印尼、葡萄牙、伊朗、南韓、冰島、法國、英國、日本和泰國。至於原有政權成功保住執政地位的國家或地區包括有俄羅斯、印度、歐洲議會和墨西哥，當然還有選舉日期無限延後的烏克蘭和以色列。

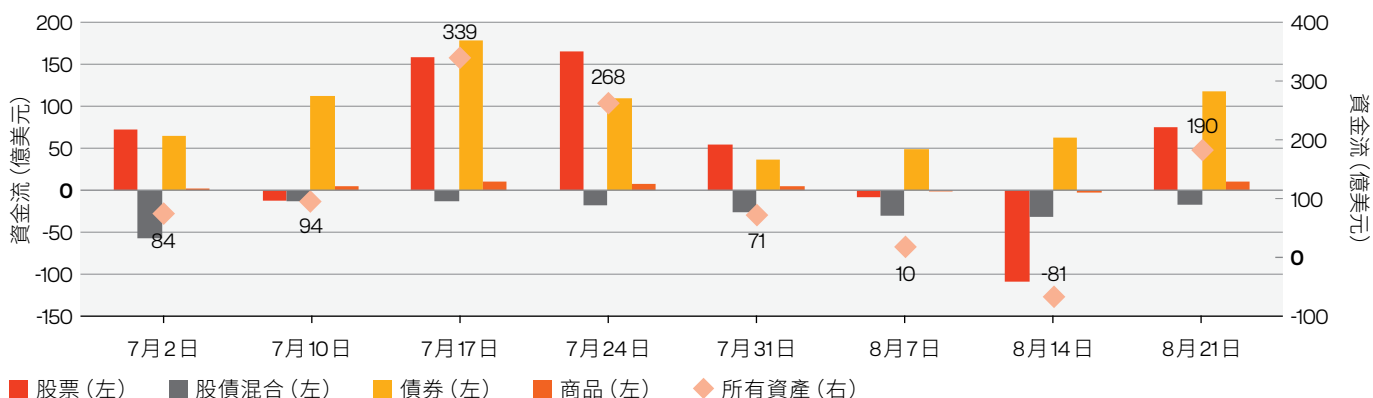
自2008年金融海嘯和2020年疫情大流行以來，成熟市場一度寄望透過量化寬鬆來刺激資產增值，從而藉財富效應來推動經濟增長。然而，多年來實體經濟的空轉暴露出了成熟市場核心生產力的衰落，貧富差距加劇更導致中產階層驟降，形成所謂的「M型社會」。政策上的倒行逆施令選民扼腕不已，政權更替也只是時間問題。

全球多國領導人的更替將令各地的財金政策出現轉變，尤其是在利己主義和右翼主義抬頭的背景下，保護主義和反資本主義等政策可能會實施，這對全球經濟秩序產生漣漪效應，加速世界趨向多極化，並根本性地影響全球資金流向及長線投資策略。

美國大選前中東停火將刺激投資胃納

在上季的預測中提到，美國總統大選前，兩黨為求選票，將會採取上下三流兼挑戰三觀之舉措，甚至意料之外的突發事件也會猝然而至。不幸言中，共和黨候選人特朗普遭遇槍擊，儘管事件被淡化處理，但仍把選舉推向鬼魅的閻冥之中。其後，在首場電視辯論過後，等待民主黨正式提名的候選人拜登民望急挫，迫使民主黨陣前易帥。現任副總統賀錦麗走馬上任，倚仗性別及膚色等外部因素，並吸納「反特朗普」的選票，迅速收復拜登的失地，甚至輕微領先特朗普¹。過去的預測如今一語成讖，投資者須注意，距離投票日尚有數周，應警惕「意外」事件再次發生的風險。

美國註冊長線基金及ETF按周資金流



¹ 見 Real Clear Politics 網站，<https://www.realclearpolling.com/polls/president/general/2024/trump-vs-harris>

普遍認為，賀錦麗的政績平平，即使當選都只是蕭規曹隨，延續拜登的執政方針。如果她敗選，相信民主黨仍有機會取得參眾議院的其中一院，這有助牽制未來共和黨的施政。因此，現屆政府執掌時間雖然進入尾聲，但政策延續性將不容忽視。尤其是如何處理外交戰事和經濟問題，兩者皆會左右後市走勢。

外交戰事方面，特朗普執政期間與俄羅斯總統普京及朝鮮領導人金正恩「關係良好」，造就選舉時「戰事終結者」的外交形象，更揚言已有全盤計劃在當選後立即停止俄烏戰事²。在特朗普上次執政期間，確實甚少直接或間接參與地緣戰事，他的「反戰」形象與拜登的「好戰」形象形成了強烈對比。

迄今，民主黨在俄烏及中東戰事中騎虎難下，若要撇清好戰的觀感和應對特朗普的「期票」，最好就是當下兌現承諾，立即停火。對美國而言，俄烏及中東的戰事有著本質及國家利益上的不同：維持俄烏戰事的溫度將有助於箝制盟國及中美博弈的張力，故停戰並非可行之道。相反，以色列與美國的政經利益犬牙交錯，美國在聯合國中義無反顧地支持以色列的軍事行動，已損害其國際形象及話語權。若民主黨能成功引導停火，不僅有利吸納中間派選民，還能为老一輩的傳統選民營造出「勝利」的觀感，進一步鞏固美國的唯一獨尊的強國形象。至於戰事所造成的生靈塗炭，無論是道德責任還是人道問題，在選票面前早已拋諸腦後，無人問津。

如果上述預測成真，商品價格勢必首當其衝，尤其是石油、天然氣，甚至具避險特性的黃金將間接受壓。這將有助於緩解因中東問題可能引發的石油危機，商品價格下降亦可紓緩成熟市場的通脹壓力，為減息等財金政策開闢新路。美國在過去常利用戰亂引導避險資金支撐美元，但隨著選舉進入尾聲，強美元策略已是強弩之末，也為選舉後的弱美元政策鋪平了道路。綜合而言，大選前中東停火將有利於改善投資氣氛，特別是價值型股份及企業債券的表現（詳情可參閱《股票》及《債券》章節）。

經濟上力挽狂瀾成選舉關鍵

除了在戰事操控上較勁，民主共和兩黨另一角力場是經濟表現及財金政策。

7月中旬，全球股市大幅波動，拋開日圓平倉等晦澀難懂的技術分析，市場更接受的原因是美國經濟正步入衰退，並創造出「體感衰退」等新穎詞彙大肆炒作。然而，美國官方在7月底宣布，美國次季GDP由1.4%倍升至2.8%，並在8月底進一步上調至3.0%。截至9月4日，此經濟增長水平是全球主要經濟體中僅次於首席的印尼（3.79%），大幅拋離第3位的印度（1.9%），其他成熟市場更不入流。這不僅打臉了那些試圖唱衰美國經濟的「有心人」，也為大選前營造出美國經濟欣欣向榮的形象，背後目的昭然若揭。

若將特朗普與拜登在各自執政時的經濟數據進行對比，反映出賀錦麗正扛著拜登的軟肋。以下是2017年第1季至2020年第4季（特朗普執政期）與2021年第1季至今年9月4日（拜登執政期），主要經濟數據的變化：

指標	特朗普執政期變化 (%)	拜登執政期變化 (%)
按季GDP	2.20	-2.20
核心CPI	-0.38	1.52
核心個人消費開支 (Core PCE)	-0.13	0.36
失業率	2.10	-1.90
聯邦利率	-0.75	5.25

資料來源：彭博，數據截至2024年9月2日

從數據可見，特朗普在按季GDP和通脹中佔優。雖然拜登在失業問題上扳回一城，但利率又是另一項雲泥之別，凸顯其經濟政策的困境。

經濟下滑相信是民主黨的致命傷。拜登政府過往依賴寬鬆財政政策維持經濟增長，例如取消了近480萬個聯邦學生債務賬戶，總貸款豁免額達1,690億美元。不過，此舉正面對共和黨團的法律挑戰，最終挑戰成功與否並非重點，而是爭議聲中法院煞停了此計劃，這對民主黨的經濟政策造成了雪上加霜的打擊³。自2022年3月以來，美聯儲已經加息11次，總幅度達5.25%。這種加息幅度和速度都是近代罕見，對經濟的衝擊可想而知。美國7月的失業率攀升至4.3%，「薩姆規則 (Sahm rule)」的創始人薩姆明言，美國實際上已陷入衰退，美聯儲仍不減息無異於「玩火」⁴。根據企業破產研究公司Bankruptcy Watch的數據⁵，截至8月20日，今年美國第11章破產的申請量上升了49%。

² 見海峽時報網站，<https://www.straitstimes.com/world/united-states/trump-says-withholding-surprise-plan-to-end-ukraine-war>

³ 見CNN網站，<https://edition.cnn.com/2024/09/03/politics/student-loan-forgiveness-lawsuit-biden/index.html>

⁴ 見CNBC網站，<https://www.cnbc.com/2024/06/18/economist-sahm-who-devised-recession-rule-says-the-fed-is-playing-with-fire.html>

⁵ 見Bankruptcy Watch網站，<https://www.bankruptcywatch.com/statistics>

宏觀策略

目前，市場對經濟狀況的看法莫衷一是。是「金髮女孩」經濟還是「體感衰退」佔據上風將取決於9月份失業率及第3季GDP初值等未來關鍵數據及各路學者和華爾街名人如何包裝和演繹。因此，預料經濟「軟著陸」是最合理的中庸之道，對美債市場有利，但周期性股份或要承受較大壓力，防守型及價值型股份則有望受惠（詳情可參閱《股票》及《債券》章節）。

權力交接期才是最危險時刻

本屆選舉有可能產生美國首位女總統，亦有可能自第25 (1885年) 及27任 (1893年) 總統克里夫蘭 (Grover Cleveland) 後，再次出現「前任回朝」的局面。

特朗普與賀錦麗（假設賀錦麗繼承拜登的施政方略）的施政操作看似南轅北轍（例如偏重右或左翼意識、偏好孤立或聯盟外交、偏好貨幣或財政政策），結果卻是殊途同歸（例如利己主義、對華強硬、債台高築等）。不過，各方對特朗普回朝卻是口誅筆伐，大體如下：

- 積極減少或退出國際承諾及組織，逆轉國際貿易及氣候取態，加速全球多極化；
- 搞垮拜登執政時跨大西洋及東北亞地區關係，亞洲地緣緊張局勢降溫；
- 推動中東和平進程，鞏固以色列為軸心的地緣關係，中東地區問題延續；
- 俄烏停戰並減少歐美合作，歐洲更加軍事自主，中歐經貿改善；
- 對中國採取更強硬的外交、軍事及經貿政策，但保留利益為主的斡旋空間；
- 經濟政策偏商，例如增加富人稅同時減低商業稅務，減息取態較民主黨進取。

自特朗普宣布參選後，各方嚴陣以待，彷彿如臨大敵，負評不絕於耳，包括「難以揣摩」、「順我者昌」及「利益掛帥」等恐慌氛圍籠罩全球。從投資角度，政策是中性的，適者生存是永遠的王道。

風險關鍵並非選舉結果，而是投票日 (11月5日) 至就職典禮 (翌年1月20日) 之間的權力交接期。如果特朗普未有明顯拋離賀錦麗勝出，預期下一步有機會發生「不合作運動」，包括拖延交接及法律訴訟，甚至爆發類似「國會山莊事件」，導致美國本土進一步撕裂，造就一場沒有贏家的總統大選。在外交上，俄羅斯有可能推出自主的貨幣支付系統，衝擊美元霸主地位。伊朗亦有可能在大選後向以色列動武，將美國拖入新的中東泥沼。在權力最脆弱的時刻，如何應對內憂外患，將成為新一屆政府的首要挑戰。

風險關鍵在於會否出現政權更替。參考過去10屆「戰績」，民主共和兩黨各勝出5次，反映選民心中兩黨勢均力敵，今屆結果將打破近40年的平手局面，意義非凡。換屆結果上，「同一政黨連任」（「連任」）或「政黨更替」（「更替」）次數都是各有5次。在「連任」數據中，共和黨及民主黨分別是3次及2次，戰績上民主黨稍微落後。如果今屆民主黨成功秣莊，數據上將與共和黨打成平手。近10屆美國總統大選結果如下：

年份	當選結果		選舉結果 [#]
	政黨	當選人	
1984	共和黨	列根	共 >> 共
1988	共和黨	喬治 HW 布殊	共 >> 共
1992	民主黨	克林頓	共 >> 民
1996	民主黨	克林頓	民 >> 民
2000	共和黨	喬治 W 布殊	民 >> 共
2004	共和黨	喬治 W 布殊	共 >> 共
2008	民主黨	奧巴馬	共 >> 民
2012	民主黨	奧巴馬	民 >> 民
2016	共和黨	特朗普	民 >> 共
2020	民主黨	拜登	共 >> 民

資料來源：彭博，數據截至2024年8月31日

([#]：「共」為共和黨簡稱，「民」為民主黨簡稱；「>>」的左邊為當時執政黨，右邊為當屆當選政黨)

根據上述預測，權力交接期風險偏高。抽出近10屆大選年的10月31日至翌年1月31日的經濟數據變化，表列如下：

各經濟數據在大選年10月31日至翌年1月31日之變化(%)				
年份	按季GDP	失業率	核心PCE	聯邦利率
1984	-0.6	-0.1	0.5	-1.75
1988	3.0	0.0	0.2	0.50
1992	0.2	0.0	0.0	0.00
1996	0.6	0.1	0.0	0.00
2000	2.0	0.3	0.2	-1.00
2004	0.3	-0.2	0.2	0.50
2008	-6.4	1.3	-0.7	-0.75
2012	-0.1	0.2	-0.3	0.00
2016	-0.7	-0.2	0.1	0.25
2020	-30.6	-0.4	0.3	0.00
平均(全期)	-3.2	0.1	0.1	-0.23
平均(剔除2020年)	-0.2	0.2	0.0	-0.25

資料來源：彭博，數據截至2024年8月31日

數據上，按季GDP普遍下跌，全期平均下跌近3.2%。如剔除2020年疫情之數據，平均都要下跌0.2%，反映整體經濟有序下滑。失業率平均升幅介乎0.1至0.2%，核心PCE普遍持平，而聯邦利率下調25點子。以上4項數據分析結果與迄今市場預測相若。

再分析歷年與今年9月數據，藉此預測本季各項經濟變化的機率。分析結果如下：

經濟指標	按季GDP(%)		失業率(%)		核心PCE(%)		聯邦利率(%)	
截至今年9月	2.8		4.3		2.6		5.25	
年份	數值	小過2.8	平均值	大過4.3	平均值	小過2.6	平均值	小過5.25
1984	3.3	否	7.3	是	4.1	否	8.50	否
1988	5.4	否	5.3	是	4.6	否	8.63	否
1992	4.2	否	7.4	是	2.8	否	3.00	是
1996	4.2	否	5.4	是	1.9	是	5.25	否
2000	2.4	是	4.0	否	1.9	是	6.17	否
2004	4.1	否	5.4	是	2.1	是	2.17	是
2008	-8.5	是	7.3	是	1.1	是	0.50	是
2012	0.5	是	7.9	是	1.7	是	0.25	是
2016	2.2	是	4.7	是	1.8	是	0.67	是
2020	4.2	否	6.6	是	1.6	是	0.25	是
機率(%) (全期)	40		90		70		60	
機率(%) (剔除2020年)	44		89		67		56	

資料來源：彭博，數據截至2024年9月2日

上述的GDP是指當年第4季數值，失業率、核心PCE及聯邦利率則是當年11月至翌年1月之平均值，之後再將各項目數據與截至今年9月最新數據比較。結果顯示，GDP低過2.8%的機率只有近4成，暗示明年1月前經濟大幅下跌機會不大。失業率高於4.3%的機率有近9成，預示失業問題大有機會惡化。核心PCE有近7成機率下跌，減息有近6成機會。

宏觀策略

綜合上述幅度及機率分析，預測本季GDP下跌機率偏低，就算出現下跌，幅度料較輕微，與「軟著陸」的普遍預測不謀而合。失業率將有較高機率且有序上升，核心PCE或進一步下跌，惟幅度偏低。而美聯儲減息機率偏高，預測在50點子之內。

最後把數據再收窄至民主黨交棒至共和黨的案例，並套用上述幅度與機率分析方法，結果如下：

選舉結果 #	年份	按季GDP (%)			失業率 (%)			核心PCE (%)			聯邦利率 (%)		
		變化	數值	小過 2.8	變化	平均	大過 4.3	變化	平均	小過 2.6	變化	平均	小過 5.25
民>>民	1996	0.6	4.2	否	0.1	5.4	是	0.0	1.9	是	0.00	5.25	否
民>>共	2000	2.0	2.2	是	0.3	4.0	否	0.2	1.9	是	-1.00	6.17	否
民>>民	2012	-0.1	0.5	是	0.2	7.9	是	-0.3	1.7	是	0.00	0.25	是
民>>共	2016	-0.7	2.4	是	-0.2	4.7	是	0.1	1.8	是	0.25	0.67	是
平均值	民>>民	0.3	2.4	50	0.2	6.6	100	-0.2	1.8	100	0.00	2.75	50
	民>>共	0.7	2.3	100	0.1	4.4	50	0.1	1.9	100	-0.38	3.42	50
變化差距	民>>民	0.7			-0.1			0.3			0.00		
	民>>共	2.7			0.5			0.1			-1.25		

資料來源：彭博，數據截至2024年8月31日
(#：「共」為共和黨簡稱，「民」為民主黨簡稱；「>>」的左邊為當時執政黨，右邊為當屆當選政黨)

- 民主黨執政時4次數據中「連任」及「更替」各佔2次，並呈現輪番走勢，彷彿暗喻本屆民主黨能成功連任；
- 按季GDP平均值相若，但「更替」看似更有利美國經濟。變化差距上「更替」高於「連任」近3倍，暗示共和黨勝出將有利美國經濟，但波動卻偏大；
- 失業率變化相若，但平均值上「連任」高見6.6%，而且100%機率高過現況。相較「更替」時4.4%，及一半機率高過現況，暗示民主黨連任將對失業問題束手無策；
- 核心PCE不論在變化、平均值及差距等實屬相若，反映選舉結果對通脹的影響並不明顯；
- 「連任」對利率在平均變化及變化差距上皆是零，相反「更替」時全數負值，彷彿佐證共和黨傾向低利率的操作。

雖然以上分析只聚焦在權力交接期，但各維度的結果都與兩黨在經濟政策的傳統傾向不謀而合，例如財政及貨幣政策的操作。各投資市場在交接期的表現，詳情可參閱《股票》及《債券》章節。



「做美國的盟友是致命的」

過去4年，拜登的外交政策以結盟圍剿為主，依據七國集團(G7)為主軸，再聯合南韓、澳洲、菲律賓和印度等「第二梯隊」，形成多層地區性管控。不過，若特朗普重返白宮，這些聯盟或因分歧而瓦解。即使賀錦麗當選，但淬鍊不足豈能領導群雄？狐假虎威能否震懾第二梯隊？誰人最終入主白宮，歐美陣營的團結性均將受到挑戰。

隨著拜登的離任，G7內部亦風雲變幻，例如英國經已易帥，日本亦步後塵，法國選舉後執政權形同虛設⁶，近月德國地方選舉結果為執政黨明年大選亮起紅燈⁷，意大利右傾之勢已畫在眉梢⁸，加拿大執政聯盟破裂並有可能提早大選⁹。上焉者各鳥獸散，下焉者又會如何？落子無悔，相信印度依然長袖善舞，但仗勢欺人的以色列罄竹難書，城狐社鼠的菲律賓下場將會如何？覬覦歐盟成員國之位的烏克蘭最終得到什麼¹⁰？澳洲及南韓意圖擁有核武之夢幾近破碎¹¹，黯然下台可能是最低代價。禍福無門，唯人自招，但買單的卻是國民。

第2季已預測G7內關係出現變化時，資金流向及國際貿易等操作將順勢逆轉，例如歐洲¹²和北約¹³已開始草擬美國總統大選後的外交方針。陣營內貌合神離愈加明顯。以下是主要預測：

- 對華關稅分歧：儘管預期G7陣營仍會大幅增加對華關稅，但中國的對等反制措施將重創非美盟國。投鼠忌器，最終非美盟國對華關稅只好「高高舉起，輕輕放下」。加上美國的利己主義，非美國家或會與中國重修舊好。

- 「友岸外包」被淡化：周折的國際生產線最終擺脫不了中國的影響¹⁴，而且「友岸」國家的生產質素備受詬病，結果得不償失¹⁵。右翼主義促使生產線回歸歐美，但成本上升將轉嫁給消費者。
- 歐洲能源政策的新導向：普立茲獎得主、美國資深記者赫許在個人網站上刊登一篇題為《美國如何摧毀「北溪」管線》的文章後¹⁶，歐洲民間出現反思何苦來哉？¹⁷俄烏戰事後，能源供應要麼忍受美國高昂的油價，要麼繞道印度購入加工的俄國原油。經濟拮据之際，佝僂著肩背與俄羅斯重啟貿易？還是孤芳自賞，另辟蹊徑？無論如何都是荊棘滿途。
- 英國經濟的困局：新任的工黨財相批評前朝保守黨政府隱瞞公共財政高達200億英鎊的缺口，直言英國其實經已「破產」¹⁸。「脫歐」後與美國的自由貿易協定遲遲未能簽訂¹⁹，加上俄烏戰事後，高昂的油價使得英國經濟雪上加霜。捉襟見肘，英國仍要跟隨美國鼻息？談判講求實力，外交肌肉還剩多少斤兩？
- 加拿大經濟的悲歌：現任總理杜魯多自2015年執掌以來，創出歷來負債佔GDP比例新高的117.8%²⁰。在沒有直接參與戰事及經濟或金融危機下，創出最大財赤紀錄的負14.8%²¹。截至9月5日的數據，加拿大的按季GDP增長只得0.5%，比冰島、沙特阿拉伯、西班牙、日本、希臘和英國更低²²。加拿大新民主黨宣布拒絕繼續支持執政黨政府，批評對方「太軟弱及太自私」，意味加拿大有可能較原定於明年10月之前提早大選；

⁶ 見法國世界報網站，https://www.lemonde.fr/en/politics/article/2024/09/04/france-s-political-stalemate-seen-from-abroad-hubris-not-for-the-first-time-got-the-president-into-this-mess_6724748_5.html

⁷ 見德國之聲網站，<https://www.dw.com/en/german-state-elections-who-won-who-lost-results-by-the-numbers/a-70105893>

⁸ 見路透社網站，<https://www.reuters.com/world/europe/italys-meloni-shows-her-arch-conservative-credentials-g7-summit-2024-06-15/>

⁹ 見加拿大廣播公司網站，<https://www.cbc.ca/news/politics/jagmeet-singh-ndp-ending-agreement-1.7312910>

¹⁰ 見美國之聲網站，<https://www.voanews.com/a/ukraine-sets-out-on-long-path-to-eu-membership/7675241.html>

¹¹ 見Arms Control Association網站，<https://www.armscontrol.org/factsheets/nuclear-weapons-who-has-what-glance>

¹² 見國際政治季刊網站，<https://ip-quarterly.com/en/european-plan-trump-and-harris>

¹³ 見政客雜誌網站，<https://www.politico.com/news/magazine/2024/07/02/nato-second-trump-term-00164517>

¹⁴ 見威爾遜國際學者中心網站，<https://www.wilsoncenter.org/article/america-talking-about-friendshoring-china-doing-it>

¹⁵ 見環球時報網站，<https://www.globaltimes.cn/page/202408/1318061.shtml>

¹⁶ 見赫許個人網站網站，<https://seymourhersh.substack.com/p/how-america-took-out-the-nord-stream>

¹⁷ 見德國之聲網站，<https://www.dw.com/en/nord-stream-gas-politics-and-war/a-69955675>

¹⁸ 見路透社網站，<https://www.reuters.com/world/uk/britain-is-broke-broken-new-government-declares-2024-07-27/>

¹⁹ 見政客雜誌網站，<https://www.politico.eu/article/uk-trade-deal-priority-donald-trump-election-robert-greenway/>

²⁰ 見Trading Economics網站，<https://tradingeconomics.com/canada/government-debt-to-gdp>

²¹ 見Trading Economics網站，<https://tradingeconomics.com/canada/government-budget>

²² 見Trading Economics網站，<https://tradingeconomics.com/country-list/gdp-growth-rate?continent=world>

宏觀策略

- 南韓付出覬覦不遂的代價：南韓自恃通訊及芯片尖端技術，加上近年軟實力風靡全球，覬覦投身成熟市場行列，意圖躋身為「八國集團 (G8)」²³。近年拜登政府積極鼓動現任南韓總統尹錫悅與日本加強制約北韓和俄羅斯的軍事活動²⁴，惟代價是執政黨在國會的選舉大敗，使得餘下任期淪為「跛腳鴨」政府²⁵。南韓第2季GDP更急挫至負0.2%²⁶。南韓總統被調侃為「世界最危險的職業」²⁷，仿如日本前首相岸田文雄²⁸，未來還有官司等待尹氏及其家人²⁹。

國際關係建基於利益之上，利多即合，利空則散。美國國務卿布林肯曾警告³⁰：「如果你不坐在餐桌上，你就會出現在菜單上。」當烏盡弓藏，盟友都可以為盤中飧。被推崇為偉大的外交家，已故前美國國務卿基辛格的名句³¹：「做美國的敵人是危險的，而做美國的盟友則是致命的 (To be an enemy of America can be dangerous, but to be a friend is fatal)」更貼切莫過於北宋文學家蘇洵的《六國論》：「六國破滅，非兵不利，戰不善，弊在賂秦。賂秦而力虧，破滅之道也。」

市場前瞻：金磚集團正磨礪以須

今年10月1日是中華人民共和國成立75周年。儘管改革開放以來經濟成就斐然，但近年國內經濟結構處於樽頸，經濟增速和創造力放緩，朝向經濟學中「中等收入陷阱」。同時，外部環境愈加險峻，未來的挑戰前所未有。

中國人民大學重陽金融研究院院長王文在《重燃中國崛起的激情》一文中指出³²，面對外部的挑戰時，中國更須高度自省，防範最惡劣的情景，並聚焦在如何全力做大經濟「蛋糕」，回歸理性和常識以經濟建設為核心。只要有更強大的經濟底氣，才能阻擋外部的遏制，最終達至「不戰而屈人之兵」之境。面對咄咄逼人的外交手段，中國大體上採取「圍魏救趙」的策略，不與強敵正面衝突，反而攻其後方，迫使敵方撤兵。過去中國以對等反制抗衡關稅等貿易衝突，同時透過金磚集團及南方國家聯盟形成反制系統，以「去美元化」直擊美國經濟的命脈。

「不可勝在己，可勝在敵」

明朝鄭和下西洋，雖然率領當時非常先進和龐大兼擁有強大戰鬥力的船隊，但沒有如西方的大航海時代進行海外殖民或攻伐，也沒有掠奪別國的財富。相反，鄭和通過「貢賜」及「互市」方式進行國際貿易，建立互惠互利的外交基礎，形成近代史裡國際貿易的雛形。正如中國國家主席習近平在中國共產黨第二十次全國代表大會中明確指出「中國永遠不稱霸、永遠不搞擴張」，「中國始終堅持維護世界和平」，「致力於推動構建人類命運共同體」³³，兩者一脈相承。

中國外交上不求一城一池，與西方殖民及剝奪形式的處世之道實屬天壤之別。以此基礎並作為金磚集團創始國之一，吸引全球以新興市場為主的國家申請加入（例如馬來西亞及泰國³⁴）。弱國無外交，自強不息且團結一致才能在世界舞台上爭取話語權及影響力，並成為現今抗衡成熟市場主宰的國際經貿組織之一。

²³ 見環球時報網站，<https://www.globaltimes.cn/page/202404/1311046.shtml>

²⁴ 見日經亞洲網站，<https://asia.nikkei.com/Politics/Defense/Japan-U.S.-South-Korea-start-military-drills-to-counter-North>

²⁵ 見巴倫周刊網站，<https://www.barrons.com/news/yoon-suk-yeol-south-korea-s-lame-duck-president-c1defcd4>

²⁶ 見Trading Economics網站，<https://tradingeconomics.com/south-korea/gdp-growth>

²⁷ 見中國環球電視網網站，https://news.cgtn.com/news/33636a4e326b7a6333566d54/share_p.html

²⁸ 見日本每日新聞網站，<https://mainichi.jp/english/articles/20240709/p2g/00m/0na/003000c>

²⁹ 見時代雜誌網站，<https://time.com/7013292/south-korea-kim-keon-hee-dior-bag-scandal-charges-cleared/>

³⁰ 見美國國務院網站，<https://www.state.gov/secretary-antony-j-blinken-german-foreign-minister-annalena-baerbock-and-indian-external-affairs-minister-subrahmanyam-jaishankar-at-the-munich-security-conference/>

³¹ 見政治家網站，<https://www.thestatesman.com/opinion/a-man-synonymous-with-diplomacy-1503247201.html>

³² 見中宏網網站，<https://www.zhonghongwang.com/show-278-287496-1.html>

³³ 見中國共產黨新聞網網站，<http://cpc.people.com.cn/20th/BIG5/n1/2022/1016/c448334-32546318.html>

³⁴ 見中國日報英文版網站，<https://www.chinadaily.com.cn/a/202406/26/WS667b6f9aa31095c51c50ae4c.html>

自2021年習近平提出「東升西降」概念，以經濟體量而言，其實早已實現。2023年以購買力平價及名義物價指數計算的經濟體量，金磚國家分別高G7國家約14及20%，整體數據表列如下：

G7 國家	購買力平價	名義物價	金磚國家	購買力平價	名義物價
	美元（萬億）			美元（萬億）	
美國	27.36	27.36	中國	34.64	17.79
加拿大	2.47	4.21	印度	14.54	3.55
日本	6.25	4.46	巴西	4.45	2.17
德國	5.86	3.34	俄羅斯	6.45	32.26
法國	4.17	3.03	南非	0.96	0.38
意大利	3.45	2.14			
英國	4.03	2.25			
總值	53.59	46.80	總值	61.05	56.15

資料來源：世界銀行，彭博，數據截至2024年9月6日

《孫子兵法·軍形》指出：「昔之善戰者，先為不可勝，以待敵之可勝，不可勝在己，可勝在敵。」意思是善於作戰的人，總是先創造自己不被戰勝的條件，在掌握主動權後，最後等待敵人犯錯便有機可乘。金磚集團在人口、資源及地域面積上擁有先天優勢，迄今經濟體量上更厚積薄發，「不被戰勝」的條件初步完成。下一步將如何掌握主動權？相信「去美元化」將是破局的契機。

上文已預測美國總統大選後，美國內部撕裂問題料進一步惡化。尤其是缺乏凌駕性當選票數時，隨後的法律爭議，甚至有可能再次發生2021年般大型騷亂，將窒礙美國經濟，再掩蓋不了過去因高息而潛伏的經濟危機。因此投票日後至就職典禮之前的權力交接期，將是美國國力較脆弱之時，亦是落實「去美元化」的最佳時機。

「去美元化」意圖已眾目昭彰

早前沙特阿拉伯拒絕延續與美國長達50年的「石油美元」協議，表示美元正式失去錨定物，美元霸權巨塔出現第一道裂縫。不過，有評論迅速反指1974年雙方簽訂的「石油美元」協議根本從來都不存在³⁵，徹頭徹尾是市場的誤傳，而且是一個長達50年，從頂尖學府到國際交易所，從學富五車的教授到叱吒風雲的基金經理，罔顧事實的誤解。更有趣的是，美沙雙方並未就此公開表態，令事件真偽更撲朔迷離。

翻查2023年瑞士達沃斯世界經濟論壇中，沙特阿拉伯財政大臣Mohammed Al-Jadaan曾接受彭博訪問時親口表示，沙特阿拉伯願意在石油交易中使用美元以外的其他貨幣³⁶。另外，根據國際結算銀行(Bank of International Settlements, BIS)的資料顯示³⁷，沙特阿拉伯中央銀行將正式加入「多種央行數碼貨幣跨境網絡」(mBridge)。這是一項不用透過美元，單以本幣對本幣的貨幣結算系統，效率及準確度較當前由環球銀行金融電信協會(SWIFT)提供的系統更高。

³⁵ 見納斯達克網站，<https://www.nasdaq.com/articles/truth-about-petrodollar-pact>
³⁶ 見彭博網站，<https://www.bloomberg.com/news/articles/2023-01-17/saudi-arabia-open-to-talks-on-trade-in-currencies-besides-dollar>
³⁷ 見國際結算銀行網站，https://www.bis.org/about/bisih/topics/cbdc/mcbdc_bridge.htm

宏觀策略

不用糾結於協議真偽，其他資料皆顯示沙特阿拉伯早已開始為非美元交易作準備。當然去美元化不可能一蹴而就，而是一個漫長的過程。不能否定的是，自上世紀70年代石油危機後，世界對中東能源的需求造就美元收割貨幣紅利的時代開始逆轉，國際貨幣生態的革新早已啟航。

除了沙特阿拉伯，被剔出SWIFT系統的俄羅斯亦宣布³⁸，正在金磚集團內部討論建立獨立的金融支付平台「金磚之橋」(BRICS Bridge)。俄羅斯自家研發的俄羅斯央行金融信息傳輸系統 (SPFS) 允許在不使用美元的情況下進行單邊結算，已有159個國家準備好在金磚集團的支付系統上線時作對接使用³⁹。隨著近年歐美國金融戰加劇，被制裁的國家正尋求通過與金磚國家合作，以數碼貨幣突破制裁。金融武器化同時嚇窒其他中立國家。愈濫用制裁，愈透支美元權威，迫使中立國更積極參與其他支付結算系統以防患未然，間接增強SWIFT替代系統的國際認受性。

值得注意的是，SPFS並非唯一的SWIFT替代系統，現存就有中國的CIPS和印度的UPI系統等，下一步將是如何整合各自系統並廣納其他央行使用。技術上接軌料不消多時，但令金磚集團成員甚至非成員國由備用系統變成常用系統卻是長期工程。推力將取決於金磚集團經貿的發展，例如更大的自由貿易以加強對支付系統效率及安全性的需求，拉力則將觀乎歐美國金融武器化的覆蓋度及暴力度，未來美國利率波動性對新興市場的耗損度，以及為債台高築的美元有可能衰落而籌謀。

就算沒有替代系統的挑戰，SWIFT提供追蹤人民幣國際化的數據顯示⁴⁰，7月國際支付額中人民幣佔比排行第4位（首3位依次序為美元47.8%、歐元22.5%及英鎊7.0%），份額從4.61上升至4.74%，這是連續第9個月保持在4%以上。同時，全球貿易融資市場中，人民幣排行第2位（6.0%），雖仍大幅落後於首席的美元（83.2%），但已超越歐元的傳統地位（5.8%）。數據呈現出金融武器化後，俄羅斯為首的金磚國家更願意接受各自本幣作貿易結算，暴力制裁亦令新興市場對美元產生戒備，有利中國推動在國際貿易中，以人民幣作為美元的替代貨幣。

沙特阿拉伯及金磚集團突破被金融圍堵的意圖已眾目昭彰，西方金融制裁亦令美元及歐元自毀長城，人民幣的國際認受性穩步上升，以上都對以美元為主軸的全球金融體系產生深遠的影響。投資世界中，制衡現有體制將帶來市場震盪和風險，同時衍生出新生及新型的投資機會，其中「金本位回歸」將是一個嶄新機會（詳情可參閱《債券》章節）。

投資策略：靈活敏捷，謀定而後動

總結上述分析，美國總統大選是年內主宰投資市場的最關鍵因素。誰人入主白宮都不能阻止美國國內撕裂問題及大選後經濟下滑。G7內領導人更替釀成內部凝聚力下降，近年外交政策，尤其是對華取態有可能逆轉。權力交接期實屬美國國力最脆弱的時間，亦是金磚陣營推出「去美元化」的最佳時機。未來投資者將切身感受到「十年未遇的大變局」的真正意思。

風浪中盡量分散投資

上季投資策略建議：「有利黃金、短期債券、現金、貨幣基金等避險資產。股市中有利非周期性行業包括公共事業、醫藥及基本消費品等；不利高啤打值行業例如金融、房地產和非必需消費品。」回顧上季各資產表現，策略建議的準繩度相當高。



³⁸ 見俄羅斯塔斯社網站，<https://tass.com/economy/1824025>

³⁹ 見商業內幕網站，<https://www.businessinsider.com/dedollarization-countries-national-tech-payments-systems-russia-china-india-swift-2024-8>

⁴⁰ 見環球銀行金融電信協會網站，<https://www.swift.com/our-solutions/compliance-and-shared-services/business-intelligence/renminbi/rmb-tracker/rmb-tracker-document-centre>

本章節初段提出各資產指數表現及國際資金流向已為未來市場出現大型風險作好調配，預期本季避險情緒將進一步加強。參考過去 10 屆大選年的 11 月至翌年 1 月權力交接期，各資產指數按月平均表現如下：

年份	期內指數平均表現 (%)								
	MSCI 成熟市場 股指	MSCI 新興市場 股指	富時世界 國家債券 指數	富時世界 投資級別 企債指數	美元指數	標普高盛 商品能源 指數	標普高盛 商品貴金 屬指數	標普高盛 商品工業 金屬指數	MSCI 世界房託 指數
1984					1.4	-1.6	-3.5	1.5	
1988	2.5	0.0	-0.3		1.1	9.1	-1.7	7.3	
1992	0.8	0.7	0.3		1.8	-1.4	-0.6	0.0	
1996	1.7	2.9	-0.7		2.1	3.2	-2.5	3.8	
2000	-0.8	2.3	1.8	2.5	-1.8	0.8	0.4	1.7	
2004	2.3	4.6	1.3	0.9	-0.5	-3.6	-0.7	2.5	
2008	-4.0	-2.2	2.2	3.0	0.3	-16.9	8.8	-9.7	-7.6
2012	2.6	2.4	-0.8	0.3	-0.3	2.7	-1.2	2.6	1.6
2016	1.8	0.2	-1.4	-0.6	0.4	2.5	-1.5	4.5	0.0
2020	5.4	6.4	0.6	1.1	-1.2	11.4	-0.1	3.7	3.6
平均回報	1.4	1.9	0.3	1.2	0.3	0.6	-0.2	1.8	-0.6
標準差	2.6	2.6	1.2	1.4	1.3	7.7	3.4	4.5	4.9
最高回報	5.4	6.4	2.2	3.0	2.1	11.4	8.8	7.3	3.6
最低回報	-4.0	-2.2	-1.4	-0.6	-1.8	-16.9	-3.5	-9.7	-7.6
峰谷回報差	9.4	8.7	3.6	3.6	3.9	28.2	12.3	17.0	11.2
首 3 位次數	1	1	3	3	3	1	1	2	1

資料來源：彭博，數據截至 2024 年 9 月 7 日

5 大資產的傳統指標表現：平均回報 (愈大為佳)、標準差 (愈小為佳)、最高回報 (愈大為佳)、最低回報 (愈大為佳)、最大及最小回報間差距 (愈小為佳)，找出各指數列席最佳表現首 3 位次數最多的資產，分別是國債、投資級別企業債及美元現金，而股票、商品及房託表現較差。結果顯示，偏向低風險的資產表現較佳，反映以資產配置或盡量分散投資是權力交接期間的最佳投資策略。分析上未有給予配置比例的建議，應取決個人風險承受能力而訂。個別資產的分類策略，詳情可參閱《股票》、《外匯》和《債券》章節。

最後，投資者應注意美國總統大選後料是全年投資風險最高的一刻，緊記靈活敏捷調配投資組合，謀定而後動，嚴控風險為上策。

本章總結：

- 各資產指數表現及資金流向已呈現出避險情緒及相關部署
- 美國本土撕裂問題惡化及 G7 陣營內凝聚力下降有可能逆轉近年對華及新興市場政策
- 金磚陣營有可能在美國權力交接期間落實「去美元化」操作，環球投資市場風險攀升
- 美國大選後投資市場普遍以避險為主，更宜靈活調配，分散投資

進退有據

東亞銀行經濟研究部



2024年第4季經濟展望

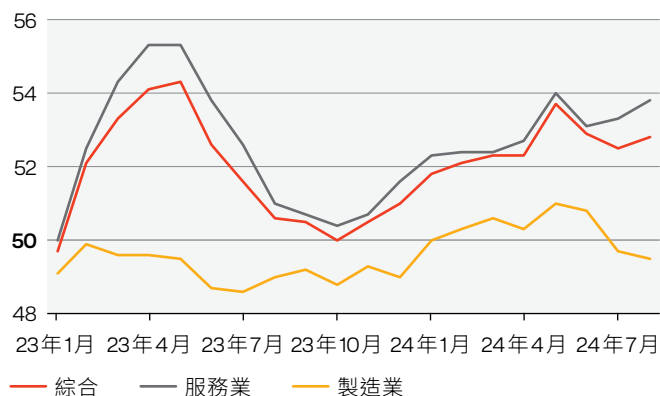
環球主要央行進一步減息可支持消費和投資信心增強

環球經濟展望

環球經濟動力趨緩，軟著陸仍然可期

在供應鏈活動復常和電子產品重回上升周期的推動下，商品貿易成為延續今年環球經濟平穩增長的主要動力，亞洲多個出口基地更是明顯受惠。然而，環球製造業採購經理指數於第3季回落至接近停滯，其分項指數更顯示生產、新訂單和職位均呈下降跡象，預示全球貿易活動增長將略為減慢。相比之下，環球服務業採購經理指數於第3季保持在較高水平，特別是金融和商業服務錄得強勁增長。整體而言，環球經濟仍具韌性，衰退風險維持可控。

全球採購經理指數



資料來源：彭博，數據截至2024年9月20日
>50 表示擴張

環球勞工市場的發展勢頭正受到高度關注。整體上，全球勞工市場在2024年首3季保持平穩擴張。美國勞工市場大致穩定，職位持續錄得增長，失業率雖然有所上升，但主要是由於勞動人口參與率的增加所致；歐元區勞工市場表現超出預期，失業率進一步改善並處於較低水平，這將可支持區內消費復甦；中國內地勞工市場穩定，加上支持政策不斷加力提效，預計內需未來將可迎來更強勁的復甦勢頭；其他亞洲地區勞工市場亦保持穩固。

通脹進一步接近央行政策目標。受惠於去年高基數效應、供求平衡恢復，加上緊縮貨幣政策的效應逐步浮現，大部分經濟體的通脹均有序降溫，美國和歐元區的核心消費物價通脹更回落至約3%。與此同時，中長期通脹預期回落至與央行政策目標一致的水平，反映市場對通脹長期高企的擔憂有所緩和。

抗通脹取得良好進展，為央行提供調整貨幣政策的空間。隨著美聯儲於今年9月啟動減息，環球貨幣政策踏入了利率正常化的新階段。展望第4季，美國、歐央行和英倫銀行等主要央行將繼續下調利率，並為2025年減息步伐提供更多指引，料其他亞洲央行亦會跟隨減息，惟日本央行則會延續其溫和加息周期。借貸成本下降和貨幣政策轉向寬鬆的預期將有助支持消費和企業活動，從而減低經濟增速放緩的風險。不過，環球通脹前景仍面對一些不確定性因素，如地緣政治局勢緊張正對能源價格、供應鏈活動、國際航運費用構成潛在壓力。因此，預計主要央行仍將保持審慎，並以循序漸進的步伐進行減息。

整體上，即使增長動力放緩，全球經濟在第4季將繼續平穩擴張，料貿易活動可溫和增長，而服務業則保持穩健。環球主要央行進一步減息可支持消費和投資信心增強。值得注意的是，美國將於11月舉行總統大選，這或會對中長期環球經濟走勢產生重大影響。



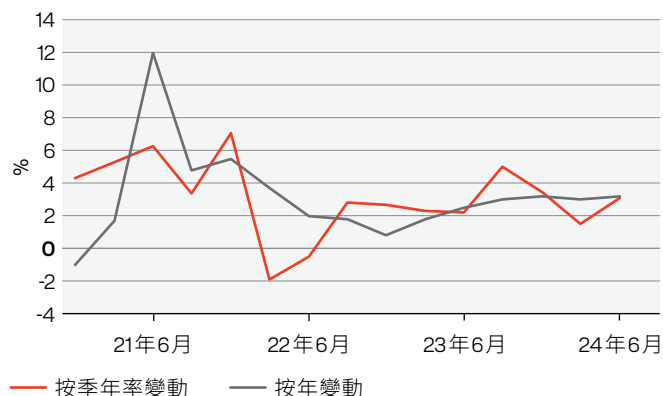
宏觀經濟

美國經濟展望

降息周期已展開，軟著陸在望

美國經濟保持較快增長。2024年第2季，美國經濟增長超出預期，主要受到強勁的消費開支、穩定的政府支出和投資增加所推動。雖然個人儲蓄逐漸減少且信用卡違約率上升，但私人消費依然保持穩定。近期勞動市場降溫，就業增長低於預期，逐步緩解經濟出現過熱的擔憂，並促使美聯儲調整貨幣政策的立場。展望未來，儘管美國經濟在利率持續高企的環境下或會有所放緩，但仍會維持穩步增長。

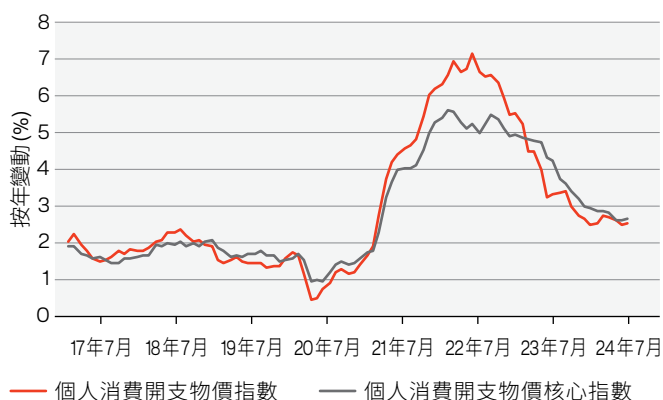
美國國內生產總值增長率



資料來源：彭博，數據截至2024年9月20日

抗通脹持續取得進展。自今年第2季以來，美國通脹進一步放緩，並逐步接近美聯儲2%的政策目標。不過，消費物價通脹中的住房價格和其他核心服務價格仍具黏性，反映潛在通脹壓力依然存在。展望未來，預計通脹壓力將繼續回落，但其下降速度或會較為溫和，通脹短期仍會在政策目標之上徘徊。此外，近期勞工市場表現有所轉弱，雖然新增職位數目繼續增長，但失業率有所回升，這主要是由於勞動人口參與率的增加所致。工資增幅亦略為回落，減低了市場對勞工市場偏緊引發通脹持續高企的擔憂。

美國個人消費開支物價指數



資料來源：彭博，數據截至2024年9月20日

美聯儲啟動減息周期，政策重心轉趨平衡。美聯儲在9月會議減息50個基點至4.75%至5.00%，並預告下一步將繼續有序減息，會後聲明亦由僅聚焦於降低通脹轉為強調支持全民就業和保持物價穩定的兩大政策目標，反映聯邦公開市場委員會的政策重心轉趨平衡，以確保通脹持續降溫，並支持經濟穩步擴張。根據9月點陣圖的中位數預測，今年餘下時間有50基點的減息空間，2025年將進一步減息100基點至3.25%至3.50%。我們預計美聯儲減息周期展開將降低家庭和企業的借貸成本、帶動整體投資氣氛、支持消費平穩增長，讓美國經濟擴張周期得以延續。

整體而言，美國經濟有望實現軟著陸。隨著利率下降，貨幣環境將會從緊縮性逐步轉向中性，我們預測美國今年全年經濟增長將從2023年的2.5%回落至2.0%左右，大致實現軟著陸。此外，今年11月的美國總統選舉將對經濟前景帶來重要影響，特別是兩位候選人在稅收、福利、政府債務、關稅、外交和能源上的政策差異均可能會對市場和經濟帶來深遠影響。

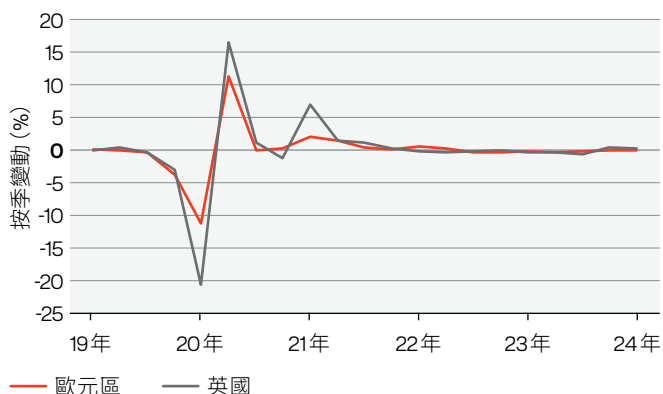


歐洲經濟展望

歐洲經濟延續溫和復甦勢頭

歐元區經濟錄得溫和增長。在外貿增長及政府支出上升的推動下，歐元區經濟保持增長。2024年第2季，歐元區經濟按季增長0.2%，增幅較第1季低0.1個百分點，但已是過去7個季度以來的第2高增幅。區內各主要經濟體表現不一，其中最大經濟體德國受私人開支及投資疲弱影響，在第2季重回收縮區間。相反，法國、意大利及西班牙經濟表現較佳，成為歐元區的主要動力。英國方面，受服務業強勁增長帶動，第2季經濟增長表現理想。最近數據顯示，歐元區及英國的綜合採購經理指數已連續多月處於擴張區間，預料歐洲及英國經濟將延續其溫和擴張勢頭。

歐元區及英國經濟增長

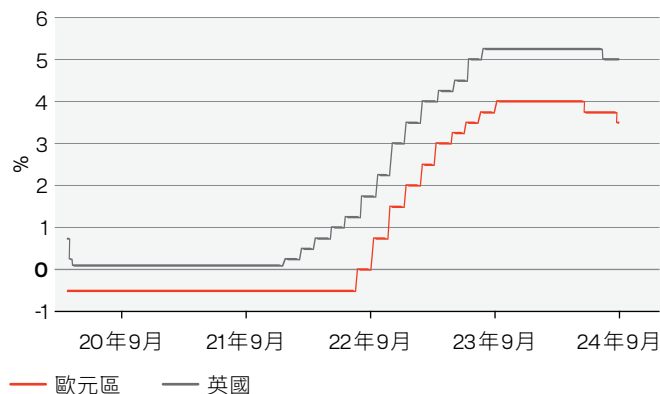


資料來源：彭博，數據截至2024年9月20日

歐洲及英國整體通脹繼續放緩。在去年高基數和貨幣緊縮政策的影響下，今年第3季歐元區及英國通脹均已回落至2%左右。另外，能源價格大幅下滑亦帶動整體通脹放緩。然而，歐元區及英國的勞工市場仍然偏緊，導致工資增長較快，並對服務價格構成上行壓力。由於核心商品價格漲幅已處於低位一段時間，未來通脹降溫的進程將很大程度上取決於服務價格的走勢。因此，歐洲及英國通脹可能須更多時間才能回落至央行的政策目標，並於此水平附近走穩。

歐洲央行及英倫銀行將逐步有序放寬緊縮貨幣政策。隨著通脹逐步回落，歐洲央行於今年6月減息後，在9月再度減息，並強調政策走向將繼續以數據為依歸。英國方面，英倫銀行亦於8月下調其政策利率25個基點，正式啟動減息周期。我們考慮到歐洲的潛在通脹壓力仍然較高，預計歐洲央行和英倫銀行的減息周期將是漸進和有序的。

歐元區及英國政策利率



資料來源：彭博，數據截至2024年9月20日

展望未來，受惠於政策利率回落，預料歐洲及英國的投資、消費、商業信心及資產市場活動將逐步改善。通脹逐步回落及工資增長則料可提升居民實質收入，進一步促進消費及投資。除此之外，歐洲議會、英國及法國的大選已塵埃落定，這減少了區內主要經濟體的政治不確定性，為區內經濟增長提供穩定的政策和營商環境。

綜合而言，我們預計歐洲及英國的經濟將延續溫和擴張勢頭。然而，歐洲仍須面對地緣政治風險的干擾。若中東及俄烏地區的緊張局勢加劇，歐洲供應鏈活動或會受到嚴重影響，導致成本上升甚至通脹有再次升溫的風險。



宏觀經濟

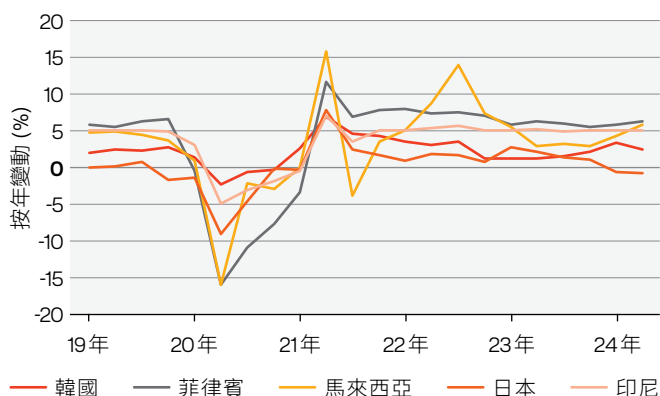
亞洲經濟展望

內需支持亞洲經濟延續平穩向好態勢

亞洲經濟增長動力保持穩健。2024年上半年，亞洲經濟整體保持穩健增長。日本經濟逐步從年初大地震和汽車生產短暫中斷的影響中復甦，內部需求有所好轉，實質工資上升推動私人消費開支增長。此外，企業對數字化轉型的需求增強，促進相關投資增長。南韓經濟延續平穩擴張，人工智能等新興科技需求繼續支持出口表現，抵銷投資轉弱的影響。此外，台灣經濟增長較快，主要受惠於民間消費穩健和企業投資回升。

亞洲新興經濟體的經濟增長大致加快。馬來西亞、泰國、菲律賓及越南等東盟經濟體增長於第2季按季有所加快，而新加坡和印尼的經濟則保持平穩增長。除了外部需求推動出口增長外，區內勞工市場穩定也鞏固了私人消費的增長勢頭。隨著市場對央行放寬貨幣政策的預期升溫，企業投資需求進一步走強。

亞洲經濟體的國內生產總值

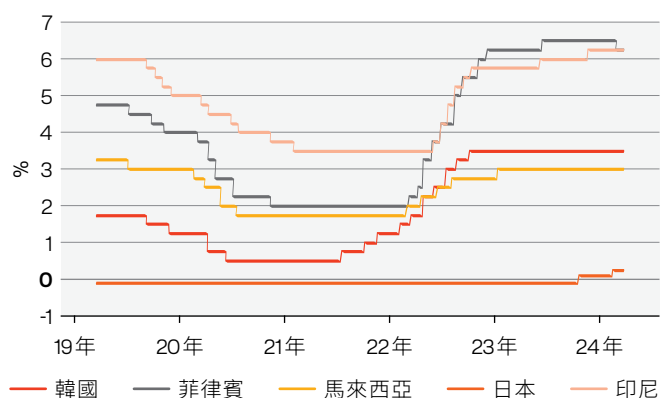


資料來源：彭博，數據截至2024年9月20日

亞洲通脹壓力保持穩定。日本、南韓、台灣的消費物價通脹保持穩定於2至3%左右，顯示通脹壓力大致受控。同時，印尼和新加坡的通脹延續緩和勢頭，泰國和馬來西亞的通脹則在低位持穩，而越南和菲律賓的物價壓力較高，但通脹仍然接近其政策目標範圍，未來有望進一步放緩。

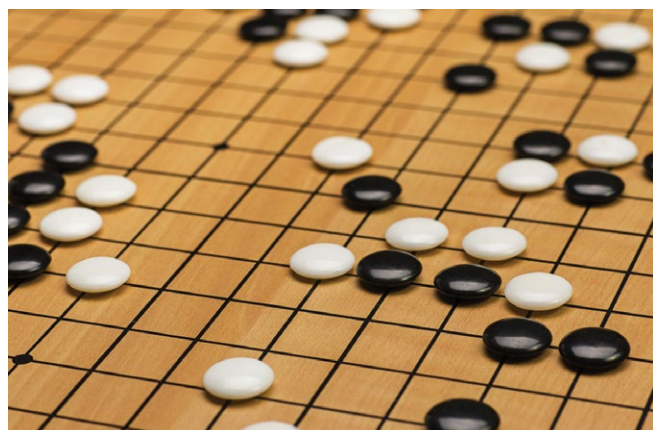
日本央行繼續實施貨幣政策正常化，亞洲其他央行則料具減息空間。日本央行在3月進行加息，7月再次把其政策利率上調15個基點至0.25%，並宣布縮減買債計劃。若日本經濟增長和通脹走勢符合預期，日本央行可能會繼續加息。與此同時，南韓央行對通脹回落至政策目標範圍有更大信心，並將考慮在適當時機進行減息。菲律賓央行已於8月率先下調其政策利率25個基點。整體而言，隨著通脹壓力漸趨溫和，加上環球主要央行如美聯儲和歐洲央行開始啟動減息，預料亞洲大部分央行也將逐步放寬貨幣政策。

亞洲經濟體的政策利率



資料來源：彭博，數據截至2024年9月20日

展望未來，亞洲經濟前景保持正面。近期調查顯示，亞洲製造業活動繼續擴張，這將可確保民眾工資收入穩定及鞏固企業對業務增長的信心，以支持私人消費及企業投資增長。儘管如此，地緣政治局勢持續緊張和貿易保護主義升溫等，仍會對全球供應鏈活動和大宗商品價格構成影響。此外，日本首相和泰國總理的變動，也可能為亞洲經濟前景增添不確定性。

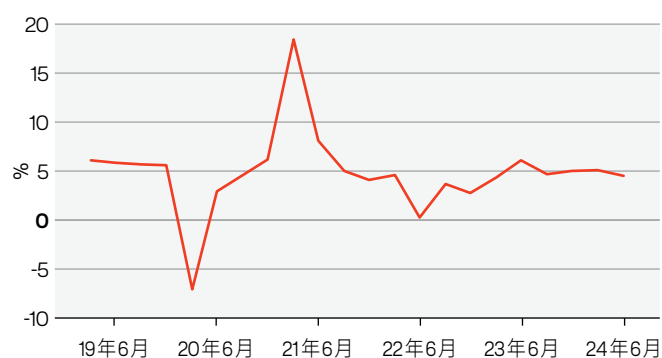


中國內地經濟展望

政策力度有待增強，以穩定增長勢頭

2024年上半年中國內地經濟穩步擴張5.0%。消費仍是主要增長動力，投資和淨出口對經濟的貢獻則緊隨其後。從季度表現來看，內地經濟按年增速從第1季的5.3%放緩至第2季的4.7%。

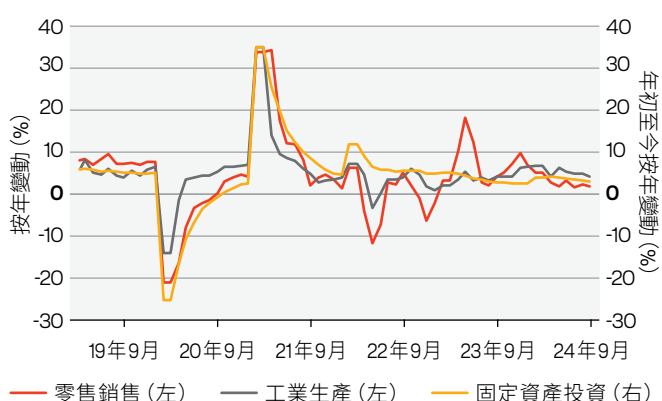
中國內地經濟增長情況



資料來源：彭博，數據截至2024年9月20日

踏入第3季，內地經濟增長勢頭略有放緩。外部需求穩固帶動工業生產，其表現領先消費及投資。同時，製造業正加速邁向智能化、綠色化和數字化轉型，這亦推動了7月和8月裝備製造業及高技術製造業保持較快增長。服務業零售額仍具韌性，主要是受暑期旅遊需求釋放及文娛活動促銷力度增強所帶動。然而，社會消費品零售額增長僅溫和復甦，反映政策支持力度仍待加強。此外，固定資產投資增長受極端天氣影響而略為回落，基建投資增速放慢，房地產開發投資則持續收縮。不過，8月地方政府專項債發行步伐加快，料將對公共項目投資構成支持，特別是國家重大戰略和重點領域安全能力建設的項目。再者，企業對先進設備和綠色科技需求強勁，令製造業投資保持較快增長。

中國內地零售銷售、工業生產及固定資產投資



資料來源：彭博，數據截至2024年9月20日

政策效果逐步浮現，房地產市場略見回穩。自5月推出新一輪支持房地產政策措施以來，房地產市場主要指標的跌幅輕微收窄，如商品住宅銷售額和房地產開發企業到位資金等。7月底，中央政治局會議強調要積極支持收購商品房用作保障性住房，並進一步做好保交樓工作，促進房地產市場平穩健康發展。未來政策的重點料將聚焦於降低住宅庫存、改善房地產開發商的資金狀況，並通過調整住房貸款政策來降低置業和供樓成本，逐步提振樓市需求。整體而言，內地當局料將維持支持性的政策環境，促進房地產市場的穩定發展。

三中全會審議通過進一步全面深化改革，推進中國式現代化的決定。該決定為內地中長期的發展指明了方向，並提出一系列改革任務，包括：落實公有制及非公有制經濟的「兩個毫不動搖」、發展新質生產力、構建全國統一大市場、深化供給側結構性改革、完善高水平對外開放、深化財稅改革、加快建立租購併舉的住房制度等。

宏觀政策空間充足，有望提振內需並穩定增長。7月底的中央政治局會議提出要增強逆周期調節的力度，以提振消費作為重點工作，著力增加居民收入、擴大社會安全網、以及支持文旅、養老、育幼、家政等服務消費。隨後，商務部聯合多個部委加力支持大規模設備更新和消費品以舊換新政策，包括提高汽車和家用電器等以舊換新的補貼。另外，財政部表示將督促地方政府加快發行專項債，並利用好超長期特別國債資金，以促進有效投資。貨幣政策方面，人民銀行積極推動貨幣政策框架改革，從數量型調控逐漸轉換至價格型調控，於7月下調了7天逆回購操作利率等多項指標利率10至20個基點，預期未來尚有進一步減息降準的空間。展望未來，相信內地當局將進一步加大政策力度，推動內需回暖，鞏固增長勢頭，努力完成全年經濟社會發展目標。



宏觀經濟

香港經濟展望

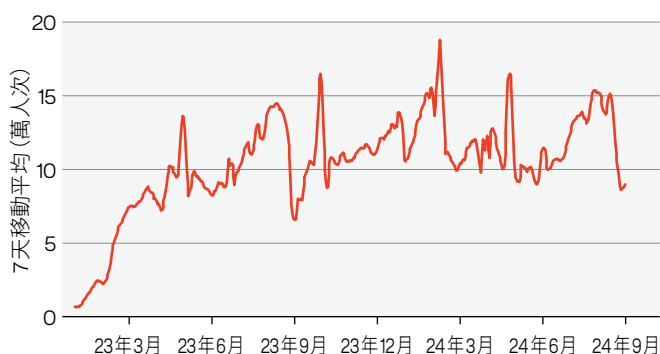
香港經濟持續錄得溫和擴張

香港經濟繼續疫後復甦擴張周期。繼2024年第1季增長2.8%後，第2季經濟按年增長加速至3.3%，推動上半年經濟增長達約3.0%。受惠外圍需求回暖，香港第2季增長動力主要由強勁的商品貿易帶動。然而，由於高基數效應及利率高企，私人消費表現相對疲弱。雖然入境旅客保持增長，但出境旅遊需求亦見強勁，在一定程度上抵銷了入境旅遊業的復甦。再者，政府開支持續回落，反映疫後復常態勢。展望未來，中國內地當局和香港特區政府正積極加大穩經濟政策力度和推出多項惠港措施，這些政策將有助支持香港經濟保持溫和增長。

商品貿易成為經濟增長的重要引擎。在外圍需求回升的推動下，香港商品貿易錄得良好增長。今年以來，香港商品出口及進口均錄得顯著增長。由於出口增速快於進口，貿易逆差大幅收窄並成為推動香港經濟增長的主要動力之一。服務貿易方面，訪港旅遊業持續復甦，香港客運航空運力亦進一步恢復，加上個人遊計劃的擴大，內地旅客免稅額的提高及各類盛事活動的舉行，料旅遊業有望繼續支持香港經濟復甦。

訪港旅客數據

每日入境人次



資料來源：彭博，數據截至2024年9月20日

零售業短期仍面臨挑戰。受去年高基數、旅客消費模式轉變、資產市場波動及香港居民出遊需求顯著上升所影響，年內香港零售銷售持續承壓。然而，勞工市場保持強韌，失業率一直處於約3%的接近全民就業水平，這將為零售業帶來一定支撐。

此外，內地當局積極推出惠港政策，鞏固香港經濟的競爭力，其中互聯互通機制下的「ETF通」於7月擴容，市場流動性逐步提升，基金互認的優化措施有望快將落實，能讓香港金融市場的活力得到進一步提升。

香港失業率

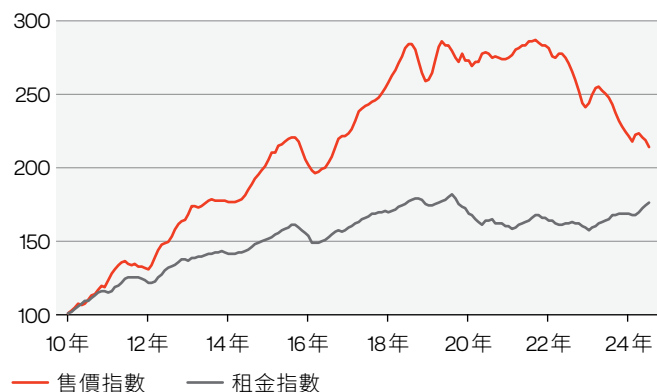


資料來源：香港政府統計處，數據截至2024年9月20日

受利率持續高企影響，香港樓市繼續調整。雖然官方住宅物業價格指數於第2季開始下行，成交宗數亦從辣招全面撤銷後的高位持續放緩，但官方租金指數則穩步上升，反映住屋需求仍存，只是高利率令部分潛在買家轉買為租。隨著環球經濟踏入新一輪的減息周期，樓市氣氛將有望得到提振，預計這將逐步吸引更多買家入市，帶動樓市穩步復甦。

香港住宅售價及租金指數

2010年1月為基數100



資料來源：差餉物業估價署，數據截至2024年9月20日



展望未來，環球利率回落將可成為支持香港資產市場的重要動力，同時推動消費及投資信心回升，讓香港經濟穩步增長。綜觀各項因素，預計全年經濟增長可達香港特區政府2.5至3.5%的預測區間。

本章總結：

- 環球經濟動力趨緩，衰退風險維持可控。通脹進一步接近央行政策目標，為央行提供調整貨幣政策的空間。本季環球經濟有望繼續平穩擴張
- 美聯儲正式展開減息周期，政策焦點亦從單純控制通脹轉為支持全民就業和保持物價穩定的兩大目標，並預期將進一步有序減息，以確保經濟實現軟著陸
- 歐洲經濟延續溫和增長，歐洲央行及英倫銀行將有序放寬緊縮貨幣政策，預期歐洲及英國的經濟延續溫和擴張勢頭
- 亞洲消費及投資需求改善，通脹大致受控。除日本央行外，亞洲大部分央行有望進行減息，預計亞洲經濟增長將保持穩健
- 內地經濟增長勢頭略為放緩，但宏觀政策空間充足，預料將通過提振消費需求和促進有效投資來穩定經濟增長前景
- 香港樓市於第2季開始持續調整，零售業短期仍面臨挑戰，惟強勁的商品貿易成為經濟增長的重要引擎，年內香港經濟有望穩步增長

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



東亞銀行財富管理處首席投資策略師 李振豪

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

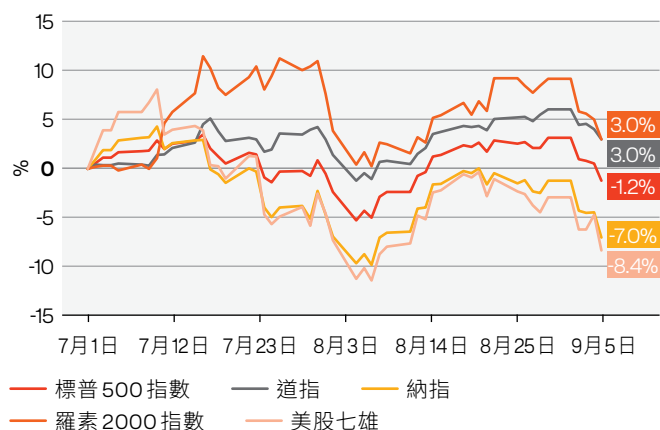
上季標題是《蓄勢待發》。當時預測美國首次減息的觸發因素是經濟下滑，而非美聯儲念茲在茲的通脹率。配合技術分析結果，預料美股將迎來一次調整。歷年美國總統大選前夕，美股普遍向好，但預計升幅將較上半年放緩。科技股的擠擁交易程度令人悚然，獲利套現一觸即發，防守型及價值型股份將變得更加吸引。綜合盈利預測、首次減息及大選年因素，板塊輪動將成為核心投資策略。歐股雖普遍受惠於美國大選的外溢效應，但歐洲經濟疲弱或將拖累後市表現。美日利差擴大，預計日圓有可能反彈，進而衝擊日股走勢，因此「選股不選市」的投資策略在日股之中更為合宜。事實上，過去預測與現今結果大致相符。

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：

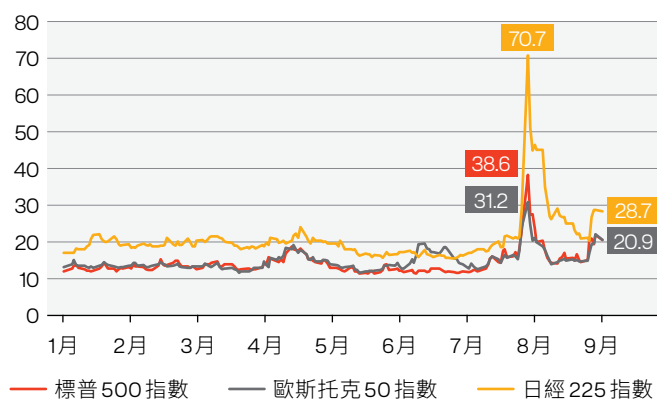
MSCI 指數	季內回報 (%)
新興市場	-1.1
美國	-1.2
亞洲除日本	-1.4
歐洲	-1.5
日本	-9.0

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余悸。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。

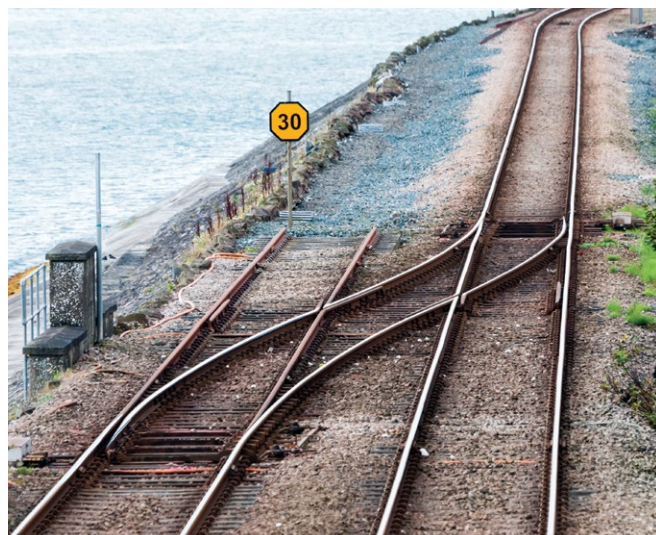
股票

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場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
拜登	1.07	0.40	0.53	0.42	0.39	0.63
	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¹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。

¹ 見BBC網站，<https://www.bbc.com/news/articles/cvgewyx7pn5o>

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：

相關系數平均值			
日期	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

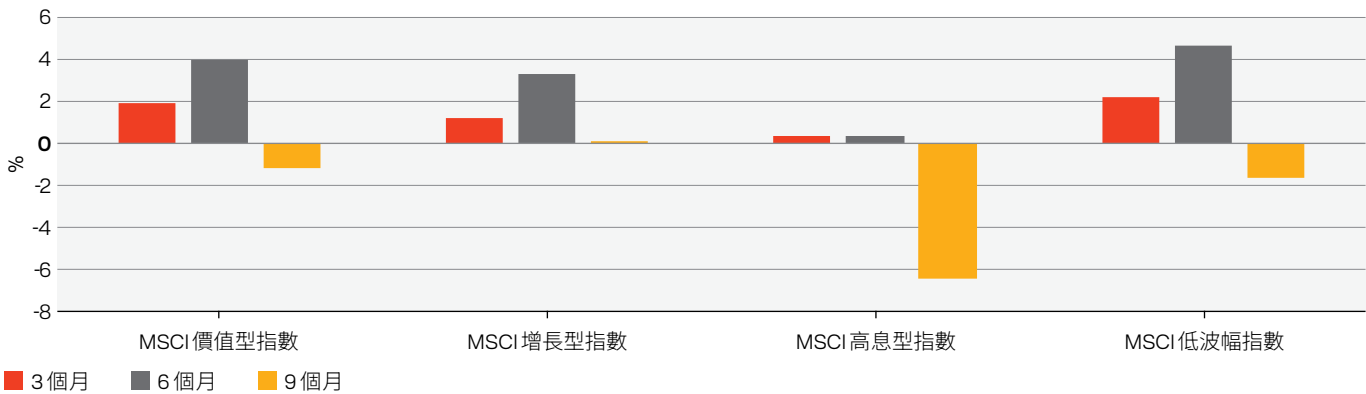


- 首次降息後3至9個月的相關系數總平均值介乎0.21至0.29，正值反映利率與股市走勢同步，顯示首降後指數普遍下跌而非上升；
- 相關度只有約2至3成，同時隨時間下跌，反映減息對股市的影響力輕微並有序下降；
- 首次降息後3個月的風險偏高，正值首3位中有兩位出現在1989年，對近代影響的參考價值不高；
- 相關系數只有7次出現負值，佔整體約3分之1。換句話說，「減息利好股市」的理論欠實證支持，應小心首次降息後，股市趁勢回吐。

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



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，以上兩者為首選。

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：

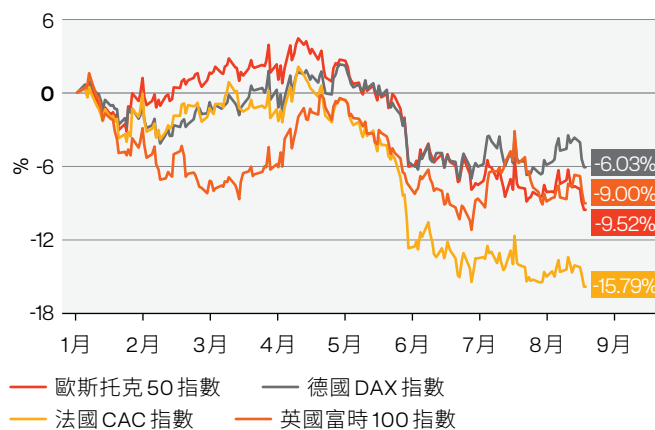
- 若特朗普勝出，不論在回報及波動性料對美股較好。行業上，科技、醫療護理及非必需品料表現較佳；假如賀錦麗勝出，則對科技、能源及金融行業較有利，當中只有科技股無論誰人勝出均預期會有較好的表現；
- 權力交接期間美股各指數表現各有千秋，回報及波動性分析顯示，歐股更勝美股，反映資金傾向流到歐股以分散風險。同時，成熟股市獲得正回報的機率偏高，但適宜作地區性分散；
- 減息利好股市的理論基礎不足。股票類型上，低波幅型指數不論在回報及風險上較為突出。首次降息後9個月內，全球股市普遍出現明顯調整，反映減息並非逆轉下行周期的靈丹妙藥；

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。

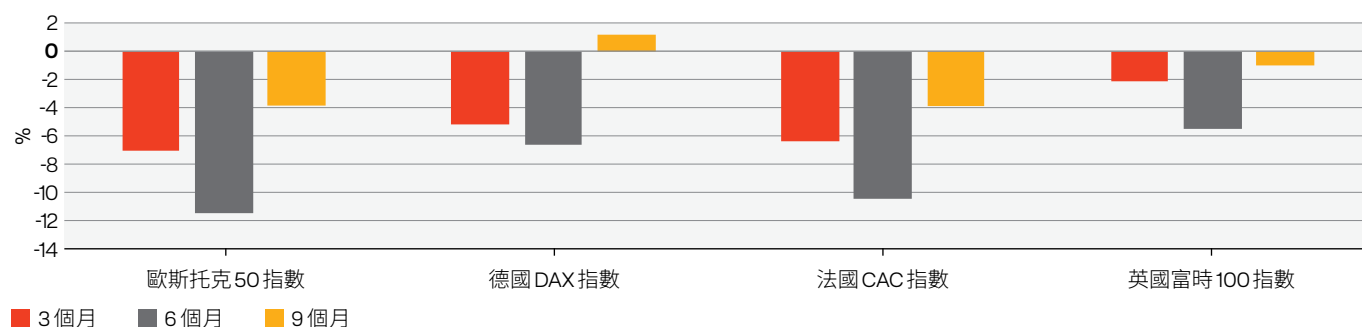
分析顯示，表現優於綜合指數的行業佔比高見 83%，遜於綜合指數的行業只有 13%，反映各行業盈利偏差率非常高。具體來說，金融及必需品行業預測全期正增長，雖僅是單位數增長，但可算是風浪中相對穩定的選擇。非必需品及能源行業則處於風眼當中，預測全期負增長，且平均值雙位數下跌，投資者宜避之則吉。

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²。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³，知名製藥廠的補充產品疑致服用者患病甚至死亡⁴，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⁵。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。

² 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⁶。市場預測下一財年的下半年前日本將加息至少1%⁷，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。近月日本農業金融商農林中央金庫表示⁸，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

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

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

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

⁶ 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/>

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

⁸ 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>

東亞銀行財富管理處高級投資策略師 陳偉聰

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。

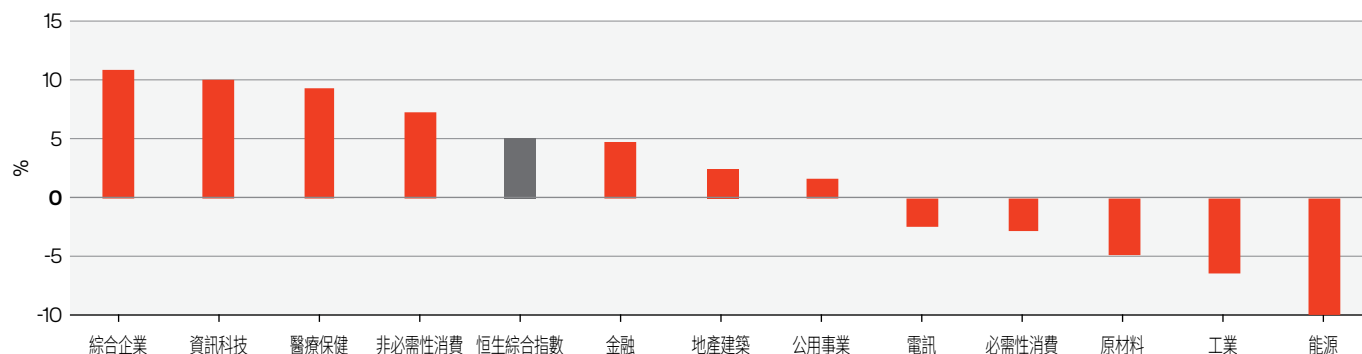
在7月至8月上旬，內地公布的國內生產總值(GDP)、採購經理人指數(PMI)、房地產投資及零售銷售等經濟數據普遍走弱。儘管人民銀行當機立斷下調逆回購利率、貸款市場報價利率(LPR)等政策指標利率，惟市場對內地經濟下行壓力之憂慮仍揮之不去。同時，期間召開的三中全會僅提出多項中長期經濟改革方向，短期刺激方案欠奉，均為市場避險情緒升溫的觸發點。外圍方面，美國共和黨總統候選人特朗普於首場總統競選辯論中取得壓倒性優勢，「特色交易」(Trump Trade)主題大行其道。其中對華實施激進高額關稅等政策的憂慮，令環球資金持續撤出中資股；此外，日圓匯價飆升導致高風險資產套息交易拆倉，對港股也造成一輪震盪。恒生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



資料來源：彭博，數據截至2024年9月24日

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。

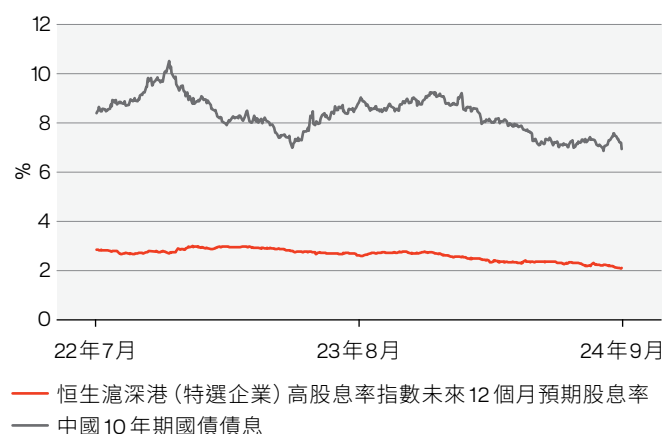
內地經濟復甦之路一波三折，財政貨幣政策料加碼

內地第3季公布的宏觀經濟數據表現頗為不平，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年期國債利息走勢



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

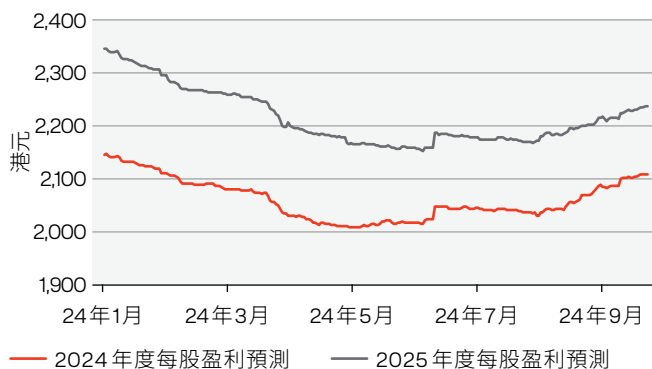
債，當中3,000億元人民幣將用作支持全國消費品以舊換新和設備更新計劃，不僅大幅提升相關產品的補貼金額，也有望顯著提高計劃的執行效率。至於超長期特別國債的發行規模會否增加，以及所得資金的用途可否擴大至科技和新型基建(如可再生能源、水利、算力)等領域，也值得拭目以待。最後，12月召開的中央經濟工作會議也是本季焦點，在出口增速面臨放緩、房地產市場復甦乏力的情況下，預期會議的政策重心將更傾向於盤活居民消費，料有利於家電、新能源車、智能手機、食品飲料、運動用品、外賣及旅遊訂票平台等板塊。

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，續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，續後遭大削盈利預測，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



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



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年平均值之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 [#]
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。	

[#] 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

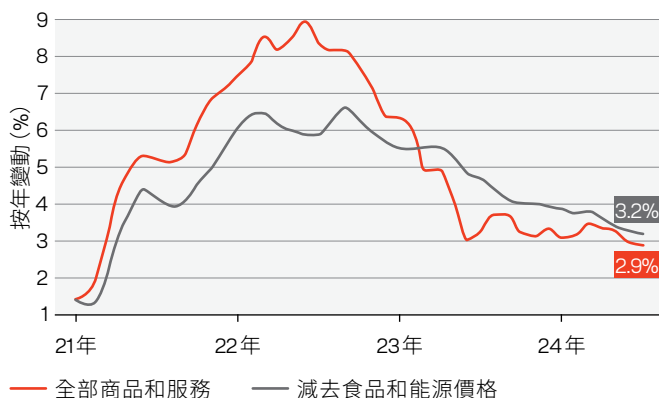
美國總統大選前，市場波動預計將會加劇

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基建的計劃，包括可配備1萬個圖形處理器的AI基礎設施¹，以及准許一家大型綜合企業興建晶片廠房²。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³，8月製造業採購經理指數跌至6個月以來新低的49.1⁴，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。

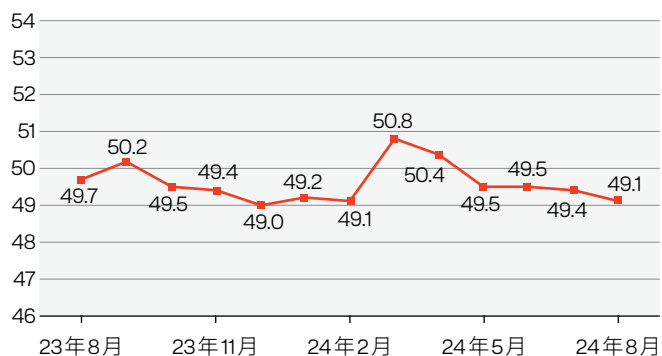
¹ 見 Data Center Dynamics 網站，<https://www.datacenterdynamics.com/en/news/indian-government-launches-12bn-indiaai-mission-plans-10000-gpu-supercomputer/>

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

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

⁴ 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⁵。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



⁵ 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/>

輕裝上陣

東亞銀行財富管理處高級投資策略師 | 黃燕娥



外匯 美匯指數

東亞銀行財富管理處高級投資策略師 黃燕娥

通脹放緩且整體經濟增長穩健，料美國經濟軟著陸

美匯指數第4季預計波幅範圍

98.00 至 103.00

美匯指數1年走勢圖



資料來源：路透社，數據截至2024年9月

美國主要經濟數據表現	時段	數值 (%)
國內生產總值 (GDP)	2024年第2季 (初值)	3.0 (按年)
失業率	2024年8月	4.2
零售銷售	2024年8月	2.1 (按年)
消費物價指數 (CPI)	2024年8月	2.5 (按年)

資料來源：路透社，數據截至2024年9月

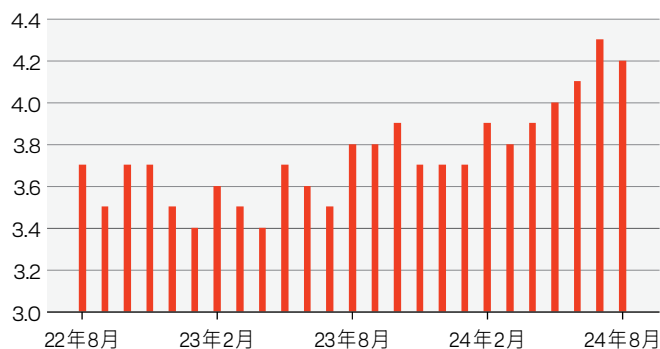
美聯儲大幅減息非應對經濟疲態，料年底前再減息

美聯儲最終在9月展開市場期待已久的減息週期，將指標利率下調50個基點至4.75%-5.00%，是四年多以來首次減息。最新點陣圖反映，美聯儲決策者很大機會於今年年底前再減息兩次，每次減息幅度為0.25%，明年將再減息1%。市場於會議後維持比美聯儲更鴿派的減息預期，預計美聯儲年底前將進一步減息70多個基點，至明年底中性利率則達到2.85%水平。美聯儲在政策聲明中表示，對通脹率回落至目標水平更有信心，料失業率今年底升至4.4%水平。整體來說，美聯儲表明是次大幅減息的目的，是為了保護經濟的韌性，而非為了應對近期經濟出現疲態而採取的緊急行動，因此美元及美債息於議息結果公布後不跌反升。

美國經濟衰退機率不高，須加緊留意就業市場

美聯儲主席鮑威爾此前於杰克森霍爾全球央行年會上，已多次暗示聯儲局的政策重點，正由抑制通脹轉向，轉至防範就業市場惡化。雖然招聘人數下降，但非企業裁員，美國勞動力市場近月呈現穩步放緩。8月非農就業崗位增加14.2萬個，7月增加11.4萬個，增幅為今年以來最小。因此，從美國整體經濟數據看，美國經濟增長雖出現放緩迹象，但踏入經濟衰退領域的機會不高，建議密切留意當地的就業情況。

美國失業率



資料來源：路透社，數據截至2024年9月

美國通脹壓力正緩解，料將逐步遠離幣策焦點

美國8月消費者物價指數 (CPI) 按月小幅上漲0.2%，按年上升2.5%，創下2021年2月以來最小增幅，而核心CPI按年增長3.2%。可見美國同期CPI及生產者物價指數 (PPI) 漲幅正逐步回落，但核心物價顯示，住房成本及服務價格漲勢仍較頑強。美聯儲主席鮑威爾亦曾表示通脹緩解之際，必須維持較低失業率。因此，美國的通脹壓力已逐步緩解，料將慢慢遠離美聯儲貨幣政策的焦點。



外匯 歐元兌美元

東亞銀行財富管理處高級投資策略師 黃燕娥

歐洲央行年內減息幅度或小於美聯儲，將助歐元走勢

歐元兌美元第4季預計波幅範圍

1.0900 至 1.1400

歐元兌美元1年走勢圖



資料來源：路透社，數據截至2024年9月

歐元區主要經濟數據表現	時段	數值 (%)
國內生產總值 (GDP) 初值	2024 第2季	0.6 (按年)
失業率	2024 年7月	6.4
零售銷售	2024 年7月	-0.1 (按年)
消費物價指數 (CPI)	2024 年8月	2.2 (按年)

資料來源：路透社，數據截至2024年9月

歐洲央行年內減息幅度預期小於美聯儲

歐洲央行於9月再次減息25個基點至3.50%，央行總裁拉加德表示未來數個月借貸成本將處於下降道路，且表示該區通脹放緩且經濟增長乏力。有關言論削弱了市場對該行10月將再減息的預期，市場預期央行或將等待12月舉行議息會議時，在得到更多經濟數據和經濟預測才考慮進一步減息。因此，預期美聯儲的減息步伐於年內將快過歐洲央行，最終導致美元走軟而支撐歐元。

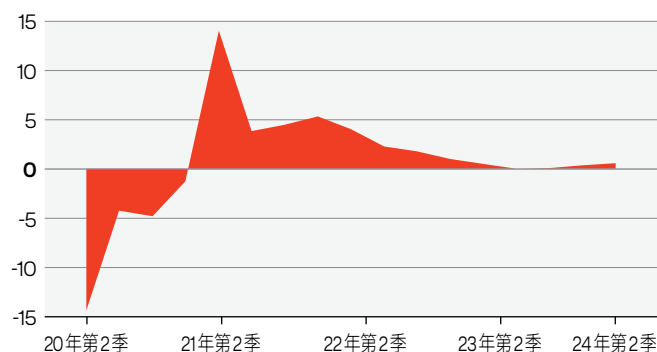
歐洲央行預期工資增長仍較反覆，警惕通脹重臨

歐元區今年第2季協商工資增長由首季的4.69%顯著回落至3.55%，協議工資增長放緩雖緩解了歐洲央行官員對勞動力成本高漲而加重通脹上升壓力的擔憂，但該行亦提及歐元區部分國家今年也會有一次性的支薪，因此預期該區的工資增長仍然偏高及較反覆。由此可見，有關官員仍未放下歐元區通脹問題，預期歐央行將繼續於通脹壓力和經濟增長之間作減息考量，不會盲目跟隨美聯儲的減息步伐。

歐洲經濟復甦仍十分緩慢，持續減息或能刺激經濟

歐元區8月綜合採購經理人指數 (PMI) 從7月的50.2反彈至51.2，從中雖見服務業明顯反彈，但製造商活動明顯放慢。服務業PMI上漲至53.3，抵消了製造業持續萎縮的情況，而製造業PMI則降至八個月低點45.6。法國8月服務業PMI受惠主辦奧運會，實現了兩年多以來最強勁的擴張，但德國服務業PMI卻連續第三個月表現放緩，反映經濟正失去動能。歐元區整體需求依然疲軟，預期該區景氣或需更長時間才見明顯恢復。

歐元區國內生產總值表現



資料來源：路透社，數據截至2024年9月



外匯 英鎊兌美元

東亞銀行財富管理處高級投資策略師 黃燕娥

英國經濟漸見增長勢頭，央行不必急進減息

英鎊兌美元第4季預計波幅範圍

1.3000 至 1.3500

英鎊兌美元1年走勢圖



英國主要經濟數據表現	時段	數值 (%)
國內生產總值 (GDP) 初值	2024年第2季	0.9 (按年)
失業率	2024年7月	4.1
零售銷售	2024年8月	2.5 (按年)
消費物價指數 (CPI)	2024年8月	2.2 (按年)

資料來源：路透社，數據截至2024年9月

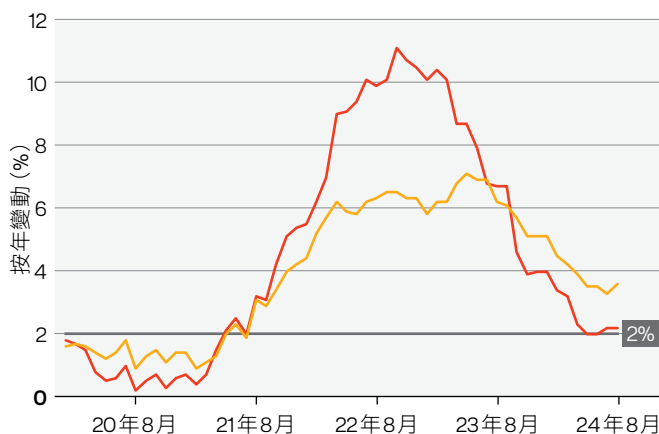
英倫銀行8月鷹派降息後，料最快11月再減息

英倫銀行於8月時將利率從16年高點5.25%下調至5後，行長貝利表示不會匆忙進一步減息，因未確定通脹是否已被擊退。該次鷹派減息後，利率期貨市場預期該行最快或於11月再減息，而12月亦有減息機會，年底利率將達至4.50%。由於英國薪資增長和服務業通脹率下降速度仍然緩慢，預期英倫銀行年底前的減息幅度將小於美聯儲，加上英國經濟逐步向好，料將支撐英鎊表現。

英國通脹溫和回升，央行沒必要急進減息

英國本土的服務價格通脹是英倫銀行密切關注的指標。當地7月服務價格漲幅較小，令整體通脹僅溫和回升。7月消費者物價指數 (CPI) 按年增長2.2%，為今年首次上升，但升幅小於預期的2.3%。截至7月底止三個月，不包括獎金在內的英國平均周薪按年升5.1%，創2022年6月止三個月以來最小增幅。整體來說，英國通脹率已放緩至央行目標2%附近，但英國服務業價格保持堅挺，且當地薪金仍見上升，令市場預期英倫銀行短期沒有必要急進減息。

英國整體通脹率



— 整體通脹率 — 核心通脹率 — 央行目標通脹率上限

英國經濟雖停滯，但漸見增長動能

英國國內生產總值 (GDP) 雖然於6月及7月按月錄得零增長，但按年仍然保持增長動力，7月按年增長1.2%，增速亦比6月快。雖然當地經濟活動仍然緩慢，但由於國內需求上升抵消出口下降，英國工廠8月創下兩年多以來最強勁的單月表現，為經濟增長勢頭增添動能。就業市場方面，截至7月底止三個月，當地增加26.5萬個就業崗位，遠勝預期的12.3萬個。整體而言，英國經濟正在改善，漸見增長動力，預期英倫銀行在貨幣政策方面將採取謹慎態度。



外匯 美元兌日圓

東亞銀行財富管理處高級投資策略師 黃燕娥

日本利差預期收窄，日圓料易升難跌

美元兌日圓第4季預計波幅範圍

138.00 至 146.00

美元兌日圓1年走勢圖



資料來源：路透社，數據截至2024年9月

日本國內生產總值季度表現



資料來源：路透社，數據截至2024年9月

日本主要經濟數據表現	時段	數值 (%)
國內生產總值 (GDP)	2024年第2季	2.9 (按季年率)
失業率	2024年7月	2.7
零售銷售	2024年7月	2.6 (按年)
消費物價指數 (CPI)	2024年8月	3.0 (按年)

資料來源：路透社，數據截至2024年9月

日本央行逐步退出大規模刺激政策立場不變

日本央行於8月的識息會議意外加息支持日圓表現，加上後來公布的美國非農就業數據表現疲軟，進一步刺激市場吸納被視為安全資產的日圓，最終令利差交易大規模平倉，日圓亦大幅走高，美元兌日圓一度觸及1月2日以來最低水平141.67，同時令其他資產市場表現動盪。是次加息行動後，日本央行總裁植田和男及有關政策官員多次在不同場合提到，如果通脹繼續朝著2%的目標前進，將隨時準備加息，反映日央行對逐步退出大規模刺激政策的立場不變。預期日圓中長線繼續受益於美日利差逐步縮小的預期，支持日圓整體走勢。

日本經濟表現仍欠持續性，料央行放慢加息

本土消費強勁增長提振日本第二季經濟從年初的低迷中反彈。當地第二季國內生產總值 (GDP) 按年增長3.1%，遠超市場預期的增長2.1%，及後修正為增長2.9%。隨著日本經濟基礎漸見起色，通脹率也見黏性，預期日本央行將朝著加息之路進發。但是，目前當地經濟仍然時好時壞且欠缺持續性，或限制央行短期加息。加上美聯儲已展開減息周期，預期日本央行將持續觀察當地經濟表現，不急於進取加息。

核心通脹升幅放緩，料減低央行加息的迫切性

日本8月按年核心通脹率連續四個月加速至2.8%，但剔除生鮮食品和能源價格的核心通脹率僅按年上升2.0%，核心通脹增幅力度疲弱。隨著需求驅動的物價升幅放緩，加上日圓近期走強和政府重新推出能源補貼，料將於短期內有效減輕通脹壓力，進一步緩解央行對通脹快速上升的擔憂。因此，預期日本央行短期沒有急進加息的緊迫性。利率期貨價格反映，日本央行最快留待今年12月或明年年初才會再次加息。



外匯 澳元兌美元

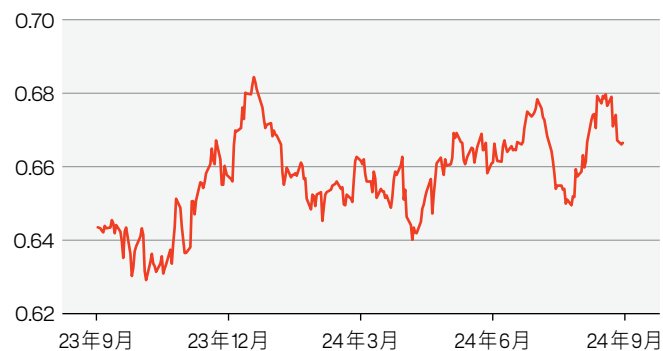
東亞銀行財富管理處高級投資策略師 黃燕娥

澳洲央行鷹派幣策有別各大央行，鞏固澳元息差優勢

澳元兌美元第4季預計波幅範圍

0.6600 至 0.7100

澳元兌美元1年走勢圖



資料來源：路透社，數據截至2024年9月

澳洲主要經濟數據表現	時段	數值 (%)
國內生產總值 (GDP)	2024年第2季	1.0 (按季年率)
失業率	2024年7月	4.2
零售銷售 (初值)	2024年7月	0.0 (按月)
消費物價指數 (CPI)	2024年第2季	3.8 (按年)

資料來源：路透社，數據截至2024年9月

澳洲央行鷹派幣策將助澳元展現利差優勢

大部份主要央行開始減息之際，澳洲央行堅持其鷹派立場。該行總裁布洛克表示，由於當地通脹仍然過高，將通脹率降至2-3%的目標區間仍然是央行的首要任務，短期減息將為時過早。澳洲整體通脹率 (CPI) 仍於3%上方，令央行委員會對物價上行風險表示關注，因此，短期減息步伐將取決於未來數個月的通脹走勢。澳洲央行自2023年11月以來一直維持利率政策不變，市場普遍預期央行或把首次減息時間推遲至今年底，這代表澳洲利率短期將維持在4.35%的峰值上，為澳元短期仍提供利差優勢，有利澳元表現。

央行稱將警惕通脹上升，反映減息決心不大

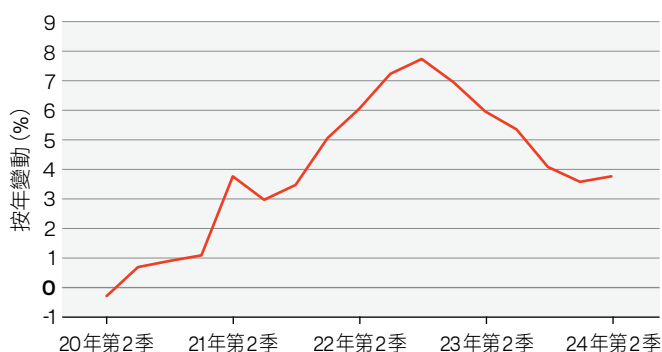
由於樓價及食品成本上漲，澳洲第2季消費物價指數 (CPI) 按年上升3.8%，為2022年第4季以來通脹首次上漲，而核心通脹率則回落至3.9%，這已是連續第6個季度放緩。即使核心通脹率逐步回落，但整體通脹率仍在升溫，令央行有理由延遲首次減息行動。央行總裁布洛克曾表示，將繼續警惕通脹進一步上升的可能性，並稱若經濟按照預期發展，短期內將不會減息，這再次排除澳洲央行於近期內放

寬政策的可能。因此，相比大部份環球央行已開展其減息周期，澳洲央行較遲減息的貨幣政策將為澳元帶來利差優勢，有利澳元短線及中線表現。

鐵礦石價格雖跌至今年新低，但中長線走勢仍理想

近期中國及美國的經濟數據表現令市場失望，影響了對商品需求的預期，令大部分商品價格顯著受壓，其中鐵礦石價格跌至年初至今最低水平。但是從中長線角度看，美聯儲跟各大央行已於年內開始減息，料將刺激各地經濟活動，增加各地對各大宗商品的需求，最終將有利鐵礦石價格的發展，屆時將帶動澳洲作為全球最大鐵礦石出口國的經濟且澳元中長線的走勢。

澳洲消費物價指數季度表現



資料來源：路透社，數據截至2024年9月



外匯 紐元兌美元

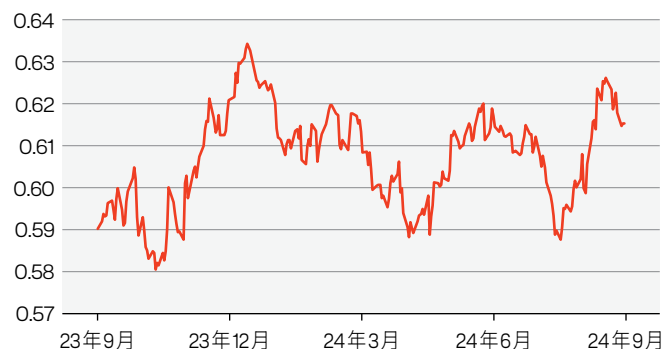
東亞銀行財富管理處高級投資策略師 黃燕娥

經濟重見增長，若現收縮或令央行加快減息步伐

紐元兌美元第4季預計波幅範圍

0.6000 至 0.6500

紐元兌美元1年走勢圖



資料來源：路透社，數據截至2024年9月

紐西蘭主要經濟數據表現	時段	數值(%)
國內生產總值 (GDP)	2024年第2季	-0.5 (按年)
失業率	2024年第2季	4.6
零售銷售	2024年第2季	-3.6 (按年)
消費物價指數 (CPI)	2024年第2季	3.3 (按年)

資料來源：路透社，數據截至2024年9月

央行開啟減息周期後表示將繼續減息

紐西蘭央行總裁奧爾於8月啟動減息，並為未來放寬政策設定了路線。他預期當地通脹率將向1%至3%的目標回歸，並提出年底前將再減息50個基點的計劃。目前紐西蘭通脹率於第2季進一步放緩至3.3%，已接近央行訂下的1%至3%目標水平，相信央行對通脹居高不下的擔憂正在緩解。若當地通脹仍持續下跌，將加大紐西蘭央行進一步減息的動能。

預期息差壓力對紐元減息初期影響有限

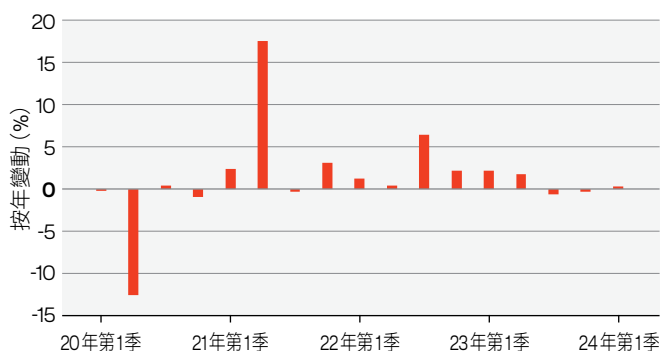
紐西蘭央行已於8月啟動自2020年3月以來首次的減息行動，將指標利率 (OCR) 調降25個基點至5.25%。在啟動寬鬆周期之際，央行行長還表示，今年會推行更多寬鬆措施，而最新的期貨價格反映，市場預期紐西蘭央行於年底有機會進一步減息約80個基點。從另一角度看，目前紐西蘭的指標利率為5.25%，較其他國家仍高。即使紐西蘭央行與一眾已啟動減息的央行繼續同步減息，預期息差改變對紐元匯價構成的壓力在減息初期相當有限。

次季經濟再現收縮或令央行加快減息

紐西蘭於今年第1季GDP小幅增長，但第2季經濟再度落入收縮區間。當地最新GDP按年負增長0.5%，按季倒退0.2%。預期在去年持續加息的壓力下，高息環境抑制了消費支出和企業投資，或令當地經濟停滯不前。若經濟於央行減息後再次表現收縮，預期屬短暫性質，屆時或促使紐西蘭央行繼續推行減息政策以刺激經濟重回正軌。

紐西蘭國內生產總值季度表現

資料來源：路透社，數據截至2024年9月



外匯 美元兌加元

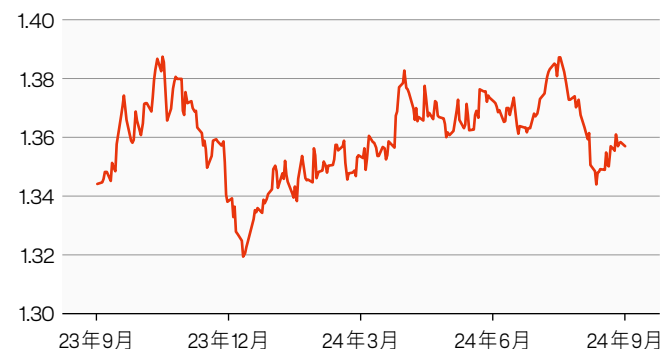
東亞銀行財富管理處高級投資策略師 黃燕娥

加央行減息步伐料與美聯儲同步，加元表現中性

美元兌加元第4季預計波幅範圍

1.3200 至 1.3700

美元兌加元1年走勢圖



資料來源：路透社，數據截至2024年9月

加拿大主要經濟數據表現	時段	數值 (%)
國內生產總值 (GDP)	2024年第2季	2.1 (按季年率)
失業率	2024年8月	6.6
零售銷售	2024年7月	0.9 (按月)
消費物價指數 (CPI)	2024年8月	2.0 (按年)

資料來源：路透社，數據截至2024年9月

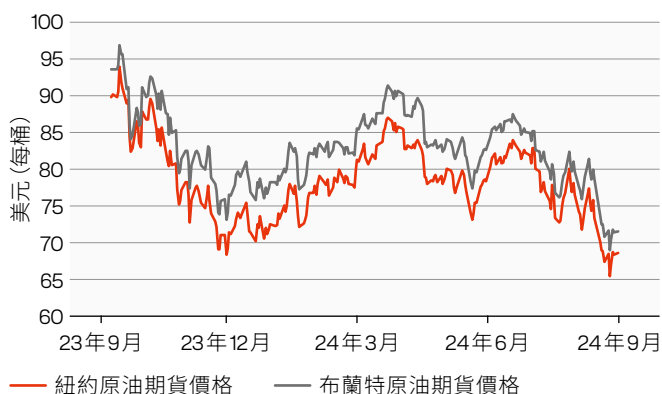
央行官員雖擔憂經濟疲弱，但不改短期減息行動

加拿大央行於9月初將其關鍵政策利率進一步下調25個基點至4.25%，表示隨著通脹越來越接近目標，他們需要更防範經濟過於疲軟、通脹過度下降的風險。雖然央行暗示必須警惕減息過快對經濟帶來的影響，但隨著美聯儲將啟動減息，預期加拿大央行將因為兩國經濟聯繫緊密，而跟隨美聯儲短期減息步伐。利率期貨市場價格反映，加拿大央行於9月減息後，很大機會於今年10月及12月仍有兩次各減息0.25%的機會。

油組下調石油需求預測，預期油價中性偏淡

油價方面，由於預期中國需求下降，令整體石油需求顯著疲軟，加上近期庫存大幅增加，拖累油價跌至逾兩年半低位，倫敦布蘭特期油亦自2021年12月以來，首度跌破每桶70美元。雖然石油輸出國組織及其盟友 (OPEC+) 把原先的增產計劃，由10月起押後兩個月，有利短期石油價格，但油組同時表明擔憂石油需求疲弱，並再度下調今、明兩年全球石油需求預測。因此，在石油需求面因素削弱下，預期油價短期走勢中性偏淡，最終對加元的影響力亦有限。

過去一年油價表現



資料來源：路透社，數據截至2024年9月



外匯 美元兌離岸人民幣

東亞銀行財富管理處高級投資策略師 黃燕娥

憧憬更多刺激措施支持經濟復甦，降準較減息空間大

美元兌人民幣第4季預計波幅範圍

6.9500至7.1000

美元兌人民幣1年走勢圖



資料來源：路透社，數據截至2024年9月

中國主要經濟數據表現	時段	數值 (%)
國內生產總值 (GDP)	2024年第2季	4.7 (按年)
失業率	2024年8月	5.3
零售銷售	2024年8月	2.1 (按年)
消費物價指數 (CPI)	2024年8月	0.6 (按年)

資料來源：路透社，數據截至2024年9月

外部環境變化支撐人民幣近期反彈勢頭

中國近期宏觀經濟數據顯示，下半年經濟或見輕微走弱跡象，所以人民幣近期一連串反彈的動力均來自外部經濟環境變化。環球大部分央行已開始減息，加上預期美聯儲於9月啟動減息後，結匯需求明顯上升，令人民幣匯價近期持續向好。目前中國經濟復甦速度仍有待觀察，料人民幣匯率彈性將有所提高，後續仍傾向於雙向波動走勢。

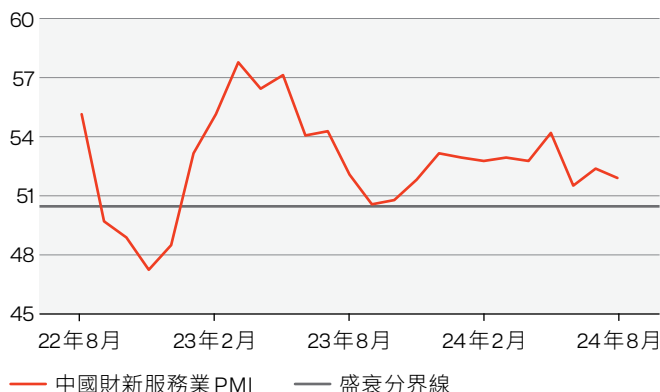
預期將降準以支持經濟溫和復甦，減息空間不大

受惠經濟政策推動，中國經濟上半年仍維持平均增長5%的目標水平。但近期有關經濟數據好壞參半，或須進一步加大宏觀經濟政策力度，才能支撐下半年經濟溫和復甦，達致全年5%增長的經濟目標。中國央行貨幣政策司司長鄒瀾曾表示，目前金融機構平均法定存款準備金率大約7%，還有一定降準空間，而存貸款利率進一步下行將面臨一定限制。另外，人民銀行行長潘功勝亦表示，將繼續堅持支持性的貨幣政策立場，以穩定經濟反彈到位。因此，預期人民銀行在美聯儲激進減息後，將繼續推行刺激貨幣政策，當中仍有可能進一步降準，而減息空間則不會太大。

經濟表現好壞參半，市場等待更多穩健增長訊號

中國近期經濟數據表現略遜預期，因此料在整體經濟復甦的過程中，需要更多穩健增長訊號，才能延續年內經濟增長勢頭。中國8月工業按年增速放緩至5個月以來最低，反映消費持續疲弱，而固定資產投資累計增速亦創下年內最低水平，民間投資增速再度見負值，均顯示8月經濟增長動能進一步放緩。中國財新8月服務業PMI降至51.6，亦為今年以來第二低位，表示擴張速度有所放緩。整體來說，中國經濟增長有降溫跡象，加上內地房地產市場持續下探，市場期待更多刺激政策推動經濟。

中國財新服務業採購經理人指數 (PMI)



資料來源：路透社，數據截至2024年9月

本章總結：

- 美聯儲為保護當地經濟韌性而減息，目前美國通脹放緩且整體經濟增長穩健，經濟軟著陸仍然可期
- 英國服務業價格保持堅挺且薪金仍見上升，整體經濟漸見增長動力，預期英倫銀行短期沒有必要急進減息
- 澳洲整體通脹率仍在升溫，令央行延遲減息決定，由於其貨幣政策目前與大部份環球央行背馳，將為澳元帶來利差優勢
- 中國經濟仍在緩慢復甦，市場期待更多刺激政策推動經濟，人民幣後續仍傾向雙向波動走勢

百貨應百客

東亞銀行財富管理處首席投資策略師 | 李振豪

東亞聯豐投資團隊



債券

百貨應百客

減息步伐塵埃落定，收益率曲線正常化，非美債市正提供多元化投資機會

上季的標題是《縝密以栗》。當時多次強調，美聯儲首次減息是因經濟下滑，而非單純的通脹下跌。財金官員以「金髮女孩經濟」包裝經濟繁榮，美聯儲主席鮑威爾及其委員們屢次以語言藝術迷惑市場，不切實際地將聯邦利率中位數上調，最終恐怕只會自毀信譽。美國國債的收益率普遍在首次減息前已反映大部分預期減幅，投入債市的最佳時機已過去。長短期國債的息差在首次減息前料難以持平，預期企業債將較國債吸引，尤其是高息企業債的表現，料將優於投資評級企業債。隨著美國總統大選臨近，歐美大型累計債券的表現可望向好，非美元債市的表現則可能遜於美元債市。整體預測與目前結果大致相符。

本季的標題是《百貨應百客》。全球債市的供需較上半年有所冷卻，畢竟在首次減息前，各路資金已各就各位，提前做好部署。美聯儲再次利用語言藝術忽悠市場，但若過於執著美聯儲的話術只會蒙蔽心眼，唯有穹蒼大局才能制定適當的投資部署。收益率預測顯示，長期利率再大跌空間不大，反而未來短期利率的跌幅方是焦點。投資策略上，可利用收益率曲線正常化，錨定短期債券，或加長存續期以賺取波幅收益，亦可把握減息時收益率波動攀升的機會，技術性捕捉利差。企業債焦點預計將由早前的高收益債轉向首次減息後的投資級別企業債，而非美市場中亦不乏投資機會，值得密切注視。

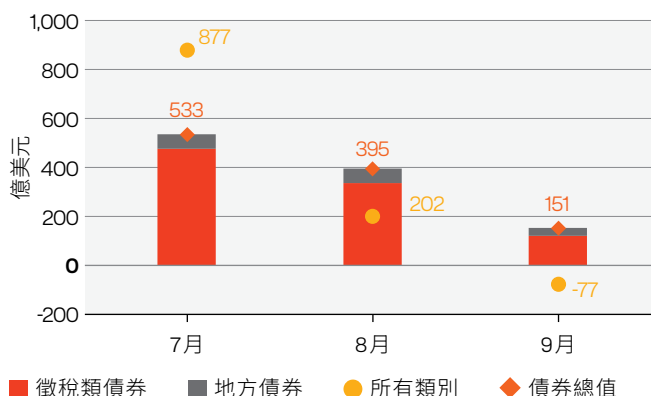
市場回顧：債券供需熱潮逐步降溫

年內當成熟股市升勢持續之際，本章節多次強調，債券在投資組合中不可或缺。除為了分散股市在估值偏高時可能突然出現回吐的風險，市場普遍預期美聯儲為首的各地央行在下半年將開啟減息周期，債市往往在首次減息前表現活躍。因此，加大債券持倉是當時最佳的投資策略。以10年期美國國債收益率為例，由年內高位約5.0%下降至9月底約3.7%，130個基點的跌幅正吻合美聯儲點陣圖中預測的中位數的降幅，印證了上季的預測。

截至9月19日，參考美國投資公司協會提供在美註冊長線基金及交易所買賣基金(ETF)的資金流數據，由7月至9月期間，所有資產類別(即包括股票等全部類別)基金總流入量達1,002億(美元，下同)，而債券基金的總流入量錄得近1,079億，顯示資金在這段時間蜂擁流入債市。按月分布來看，除了7月全球股市調整期間，所有資產類別基金的淨流入高於債券基金外，8月和9月債券基金淨流入均超過所有資產類別基金。尤其9月當所有類別基金出現淨流出77億時，債券基金卻錄得151億淨流入，反映市場當時預期美聯儲減息在即，先沽出其他資產類別，並加注債市。

東亞銀行財富管理處首席投資策略師 李振豪

美國註冊ETF及長線基金按月資金流

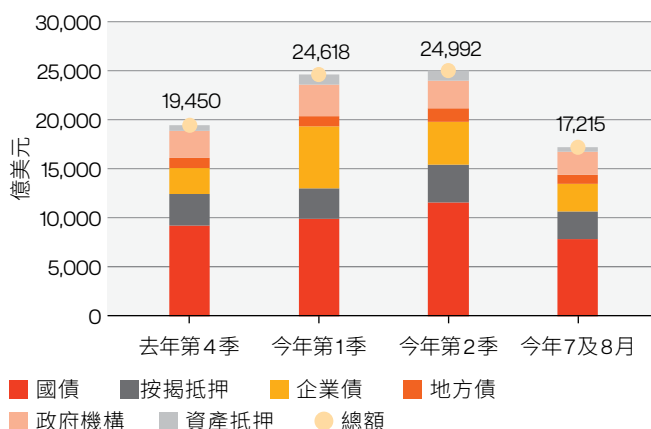


資料來源：美國投資公司協會，數據截至2024年9月19日

從債券類別數據中，拆分代表企業債券的「徵稅類」(企債)及代表地方或國債的「地方債類」(國債)，分別錄得929及151億淨流入，佔債券總值約86%及14%。按月所有數據都出現正值，除了反映上季全球資金無間斷地流入債市，資金流向亦印證上季分析：首次減息前，企債表現普遍較國債為佳，兩者結果不謀而合。

為迎合市場對定息產品的強勁需求，債券發行商年內積極增加供應。截至9月20日，根據美國證券業暨金融市場協會提供的數據顯示，今年第1季所有債券類別的發行總值約2.5萬億(美元，下同)，按季增長約27%。第2季發行總值同樣為2.5萬億，但7月及8月發行量下跌至只有1.7萬億，較第2季下跌近31%。即使加上9月數據，預計也難以達到上季總值，反映發行商隨需求變化，有序地減少發債規模。

美國整體及個別債券的發行量



資料來源：美國證券業暨金融市場協會，數據截至2024年9月20日

觀察公營及私營發行商的債券供應情況，公營包括國債、地方債及政府機構債券，私營包括企業債、按揭抵押及資產抵押證券。各時段中，公營債券佔比穩定維持約3分之2，反映評級較高的公營債券普遍較受市場歡迎。整體數據如下：

時段	公營發行商佔比 (%)				私營發行商佔比 (%)			
	國債	地方債	政府機構	總佔比	企債	按揭抵押	資產抵押	總佔比
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

資料來源：美國證券業暨金融市場協會，數據截至2024年9月20日

集中觀察企業債發行量數據，今年第1季企業債發行量按季增長近1.4倍，但及後兩季卻按季分別下跌31及36%，顯示企業債供應明顯減少。按債券評級類別來看，投資級別企業債依然是發行主力，各時段佔比皆超過8成，而可換股債券則只有零星供應。結果吻合投資者偏好，反映投資者偏向利用債券來平衡投資組合風險。整體數據如下：

時段	投資級別	高息	可換股	總額
	億美元			
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

資料來源：美國證券業暨金融市場協會，數據截至2024年9月20日

利率預測：斷送前途的決策

高利率環境持續了近14個月，美聯儲終於宣布減息50個基點。雖然各資產價格即時呈正面反應，但市場對減息幅度的看法卻兩極。本章節不評論雙方的論點，並會聚焦美聯儲主席鮑威爾為首次減息提出的理由及點陣圖的布局，因為這才是後市的關鍵所在。

回顧2021年底，鮑威爾公開表示，高通脹只是暫時性¹，因而堅持執行超低利率政策。然而，不消數月，美聯儲在2022年3月突啟動加息周期。同年5月，他又聲言未有積極考慮加息75個基點²，但話音未落，6月便加息75個基點。隨後美聯儲的會後聲明又表示，加息75個基點並非常態³，但之後卻連續3次加息75個基點。美聯儲對利率的操作令人瞪目結舌，令市場屍橫遍野，鬣狗成群。

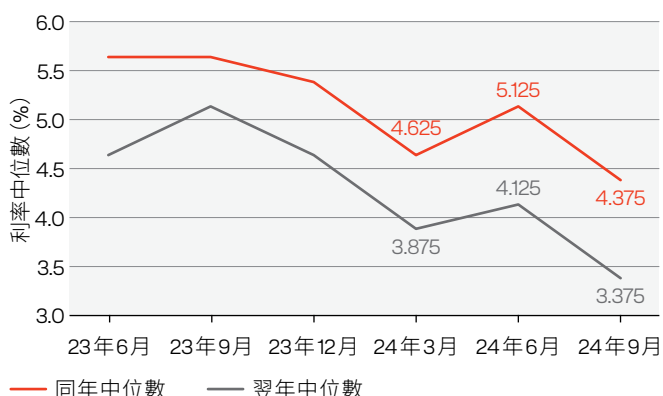
正如本章節過去多次強調，歷史上美聯儲啟動減息往往是因經濟走弱，而非通脹下降所驅動，預測這次亦不例外，如今一一應驗。鮑威爾及美聯儲各委員念茲在茲以經濟數據為本，聯同拾人牙慧的名人與學者，成功將減息與否的焦點轉移至取決於通脹數據。然而，此刻通脹數據無法成為減息的藉口，鮑威爾陷入百口莫辯的境地，親手斷送一己聲譽。

¹ 見路透社網站，<https://www.reuters.com/business/why-fed-chair-powell-still-thinks-high-inflation-is-temporary-2021-08-27/>
² 見路透社網站，<https://www.reuters.com/world/us/feds-powell-75-basis-point-rate-hike-not-being-actively-considered-2022-05-04/>
³ 見CNBC網站，<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>

債券

參考6月至8月的經濟數據，特別是美聯儲一直強調的通脹指標。按月核心個人消費開支 (Core PCE) 持平，按月核心消費物價指數 (Core CPI) 甚至出現反彈，但美聯儲更新其通脹預測都是持平，其導向邏輯何在？其次，按季GDP由首季1.4%倍升至次季3%，「金髮女孩經濟」出現反而啟動減息？美聯儲此時減息，是無懼通脹重臨？還是為了掩飾經濟驟降？鮑威爾已承認應在7月就業數據惡化前及早減息⁴，此次大幅減息50個基點或許是為了「追回步伐」。不過，令人費解的是，美聯儲明顯能較市場更早獲得經濟數據，但卻總是行動滯後？更令人不解的是，當失業率攀升時，美聯儲在第2季卻把今明兩年利率預測中位數上調而非下調，如今甩鍋又有何用？2022年時加息步伐落後於通脹率，今次減息又落後於失業率，實在耐人尋味。

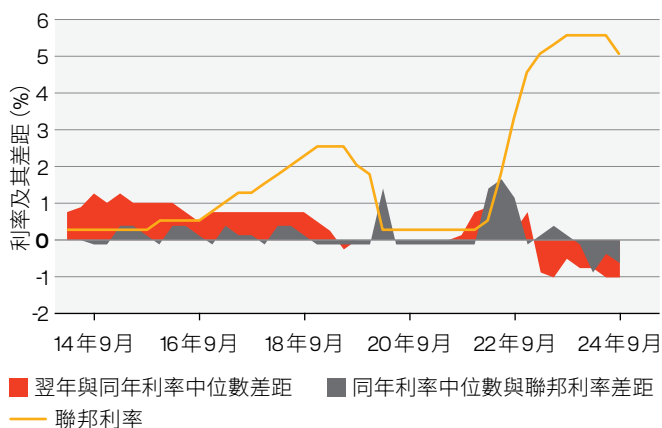
美聯儲點陣圖中同年及翌年利率中位數



資料來源：彭博，數據截至2024年9月20日

再來觀察點陣圖的預測中位數與當時聯邦利率及翌年預測中位數作比較，結果顯示，自從鮑威爾在2018年2月執掌美聯儲至今年9月合共27個季度中，預測中位數與當時利率無一吻合，平均差距約0.13%，標準差約0.60%，而預測低於當時利率的機率高見63%。相較於前任主席耶倫執掌期間（2014年至2018年2月），平均差距為0.11%、標準差約0.21%及預測低於當時利率的機率只有31%。這反映了鮑威爾領導下的美聯儲更傾向營造減息預期，但往往事與願違。標準差（與現實差距的波動性）在鮑威爾時代較耶倫時代多約3倍，尤其在利率處於高峰期間，與聯邦利率及與翌年中位數的差距達至近10年最高水平。企業和投資者在顛簸不定的利率路徑上，如何作出商業決定？經濟的穩定增長又從何談起？

聯邦利率與各利率中位數差距



資料來源：彭博，數據截至2024年9月20日

鮑威爾近期又表示看不到經濟衰退跡象，強調美國經濟良好，減息50個基點並非「新節奏」云云⁵。然而，貴為全球最重要的央行，美聯儲的連續失誤及急轉彎的決策令投資者倍感不安。當今聲名狼藉，再去為其幌子咬文嚼字只是徒然。更大的風險是，若經濟未來走弱，通脹卻因持續大幅減息而反彈，滯脹陰霾便不脛而走。回顧美國歷史上的滯脹時期，往往由地緣政治動盪引發，如中東戰事等（詳情可參閱上季《宏觀策略》章節）。

歸根究底，美聯儲以飄忽無常的行為來碾壓市場期望，磨滅意志，從而達至更容易操控受眾。美國總統大選及中美博弈在前，種種挑戰三觀甚至超乎想像的事情都有可能發生，過於執著眼前反而蒙蔽心眼，宜穹蒼大局來制定投資部署。



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

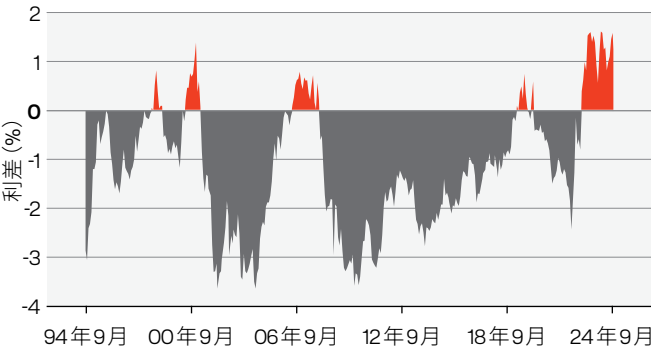
⁵ 見CNBC網站，<https://www.cnbc.com/2024/09/18/fed-meeting-live-updates-traders-await-september-interest-rate-cut.html>

本行預料，美聯儲在今年11月及12月會議中將再各減息25個基點，明年上半年每次會議，即1、3、4及6月，都會各減息25個基點，即共100個基點（詳情可參閱本季《宏觀經濟》章節）。當然一切都取決於事態變化，並將適時修正。

收益率預測：失業問題或影響走勢

參考過去30年的按月數據顯示，聯邦利率超過8成時間皆低於10年期美國國債收益率，兩者走勢的相關系數約82%，這表明聯邦利率的變化將主導美債收益率走勢，並且債息好大可能高於利率。

聯邦利率減去10年期美債收益率差距



資料來源：彭博，數據截至2024年9月21日

根據美聯儲最新的點陣圖中顯示，年內利率預測中位數由5.125下調至4.375%。因應按季降幅高達75個基點，上季透過投資模型推算的10年及2年期美債收益率亦會作出修正。一如以往，假設美國按季GDP將徘徊在0.5至2.0%，核心PCE區間在2.3至2.6%，而聯邦利率則依據最新點陣圖修正至4.0至4.5%。10年期美債收益率的推算矩陣如下：

		核心PCE (%)						
聯邦利率 (%)	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
聯邦利率 (%)	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 (%)						
聯邦利率 (%)	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
聯邦利率 (%)	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

資料來源：彭博，數據截至2024年9月20日

債券

模型推算的 R^2 值為 0.84，F 檢定為 1.11E-77，顯示模型結果可靠性高。綜合以上 4 個矩陣得出的平均值為 3.77%，標準差及峰谷值分別是 0.11 及 0.28%。配合當前收益率走勢，預測本季 10 年期美債收益率將徘徊在 3.50 至 3.67%。

同樣分析套用在 2 年期美債收益率，推算矩陣結果如下：

		核心 PCE (%)						
GDP : 2.0%		2.60	2.55	2.50	2.45	2.40	2.35	2.30
聯邦利率 (%)	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
聯邦利率 (%)	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
聯邦利率 (%)	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
聯邦利率 (%)	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

資料來源：彭博，數據截至 2024 年 9 月 20 日

模型推算的 R^2 及 F 檢定分別為 0.94 及 7.42E-116，反映結果可靠性相當高，亦反映減息對短期收益率的影響較大。綜合平均值為 3.16%，標準差及峰谷值分別是 0.13 及 0.32%。配合當前收益率走勢，預測本季 2 年期美債收益率將徘徊在 3.16 至 3.48%。

另外，美聯儲主席鮑威爾在會後聲明中表示，未來將多關注失業率及其影響。依據美聯儲及彭博對今明兩年第 4 季的經濟預測，整體數據如下：

指標	2024 年第 4 季預測 (%)		指標	2025 年第 4 季預測 (%)	
	美聯儲	彭博		美聯儲	彭博
聯邦利率	4.38	4.70	聯邦利率	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
失業率	4.40	4.40	失業率	4.40	4.30

資料來源：彭博，數據截至 2024 年 9 月 21 日

套用上述模型，加入失業率因子，重新推算 10 年及 2 年期美債收益率的平均值及上下限數值（上下限是以 95% 信賴區間設定）。整體結果如下：

今明兩年第 4 季 10 年期美債收益率之推算 (%)			
2024 年	下限	平均	上限
美聯儲	2.02	3.22	4.42
彭博	2.15	3.36	4.57
2025 年	下限	平均	上限
美聯儲	1.58	2.70	3.83
彭博	1.65	2.77	3.90
今明兩年第 4 季 2 年期美債收益率之推算 (%)			
2024 年	下限	平均	上限
美聯儲	1.95	2.97	3.98
彭博	2.13	3.15	4.18
2025 年	下限	平均	上限
美聯儲	1.38	2.33	3.29
彭博	1.51	2.46	3.40

資料來源：彭博，數據截至 2024 年 9 月 21 日

在不考慮失業率因子的推算，今年 10 年及 2 年期美債收益率的平均值分別為 3.77 及 3.16%。加入失業率因子後，美聯儲預測下的 10 年及 2 年期美債收益率分別為 3.22 及 2.97%，較前者分別下調了 0.55 及 0.19 個百分點；而彭博綜合市場預測下的 10 年及 2 年期美債收益率分別報 3.36 及 3.15%，較前者分別下調 0.41 及 0.01 個百分點。另外，加入失業率因子後，10 年及 2 年期美債收益率模型推算的 R² 及 F 檢定分別為 0.90 及 2.17E-96 和 0.94 及 1.83E-121。兩組檢定與沒有因子時輕微下降，結果無礙分析的可靠性。

總括而言，加入失業率因子後兩項收益率推算都出現下修，暗示未來失業問題將提升減息的可能性及幅度，當中美聯儲觀點的影響力較大。上下限差距中，10 年及 2 年期美債收益率分別報約 2.4 及 2.0%，反映失業問題對長期收益率影響較大。再者，比較今明兩年各推算，加入因子後 10 年及 2 年期美債收益率的平均值下降約 0.37 及 0.31%，相信與聯邦利率及核心 PCE 預測明顯下調，而非與失業率有關。最後，不論美聯儲及彭博綜合市場預測，上下限差距在今明兩年同步下降約 0.15%，暗示各預測對收益率之波動區間影響相若。

債券

根據上文收益率的推算結果，沒有失業率因子的狀態下，得出10年減去2年期的利差為正19個基點至34個基點，年內首次出現正值的預測。截至9月20日，該利差已率先報正12個基點，暗示長達近27個月的收益率曲線倒掛狀態快將終結。

10年期減去2年期美債收益率差距



資料來源：彭博，數據截至2024年9月22日

最後，本章節早在今年第2季便已分析，當美聯儲首次減息後3至6個月，10年期減去2年期的利差便會出現正值，並延伸至整條收益率曲線，曲線正常化宣告完成。相關分析詳情可參閱過去本章節內容，在此不再贅述，並將在下文闡述相關投資策略。

投資策略：曲線正常化帶來的良機

自2022年3月美聯儲啟動長達16個月的加息周期，11次加息共5.25%，同時扭曲了美國國債收益率曲線（簡稱「曲線」）的正向斜率。同年7月5日起，曲線便出現倒掛，即10年期減去2年期收益率的利差出現負值。收益率倒掛理論上除了暗示經濟可能存在隱憂，也影響了資金流向，例如個人及商業貸款，甚至是匯市。

利率存在周期，曲線變化亦然。收益率曲線由逆向變成正向的過程（所謂「曲線正常化」，簡稱「正常化」）亦有其規律。本章節早在首季及次季分析時提及：當市場開始炒作減息憧憬時，投資者應增持息率仍維持在5%以上的10年期以上的債券，這是第1階段的部署。當資金投入長期債券而推低收益率後，「尋息」操作便會向10年期以下邁進，而且預計中期收益率的降幅將比長期更大，形成局部正常化，這是第2階段。

由於中長期收益率已反映大部分未來利率的減幅，而短期（普遍指2年期以下）收益率對實質減息較敏感，未真正宣布減息前，短期收益率將被錨定在偏高水平，這是第3階段。首3階段造就曲線呈現出類似「U」型的狀態。而在最後階段，即是美聯儲宣布並持續減息，短期收益率便隨利率下降。短期降幅將明顯快於中長期，直到短息完全低於長息，正常化才能大功告成。

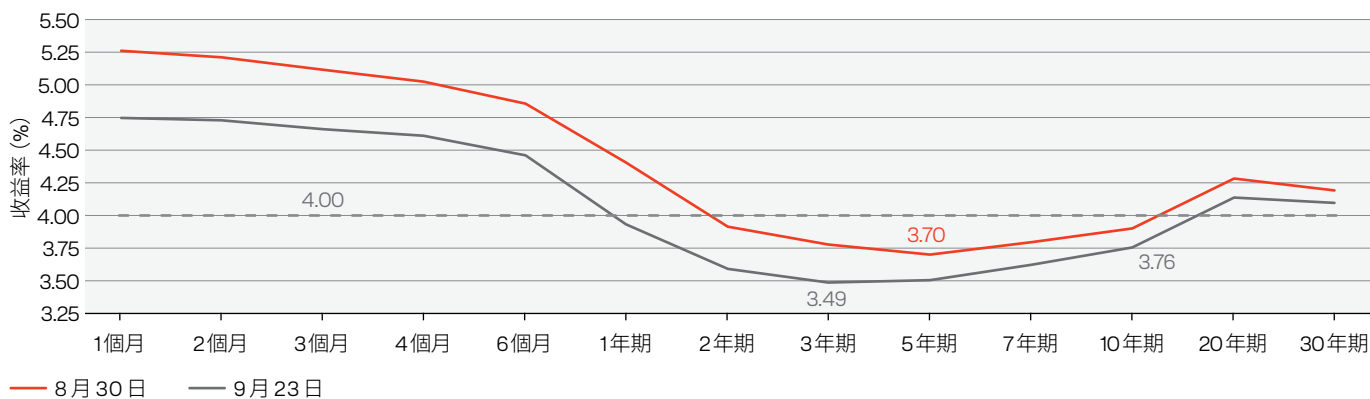
今天債市正處於最後階段，因此投資者應增持短期定息工具以鎖定近廿年罕見的高利率回報，正如近期華爾街流行的「T-bill & chill」策略，大量投入貨幣市場基金或票據等短息工具⁶。

存續期部署：各適其適

上文分析了聯邦利率與美債收益率呈現較大程度的正向關聯性，由於收益率與債券價格存在逆向關係，兩者不難理解。存續期則反映收益率降幅與債券價格升幅的比例，理論上存續期愈長，價價波幅愈大。綜合上述理論，本章節早已強調美聯儲首次減息前，收益率將率先下降，其降幅佔未來利率降幅約近6成。投資者普遍先行於政策，超前部署實屬常態。9月點陣圖預示今明兩年各減息100個基點，即共200個基點。年內美國10年期國債收益率由高峰近5%，下跌至9月底約3.7%，130基點跌幅吻合上述反映6成利率降幅的習性。換句話說，除非12月美聯儲再次大幅下修點陣圖，否則10年期收益率再下降空間有限。

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

美國國債收益率曲線



資料來源：彭博，數據截至2024年9月23日

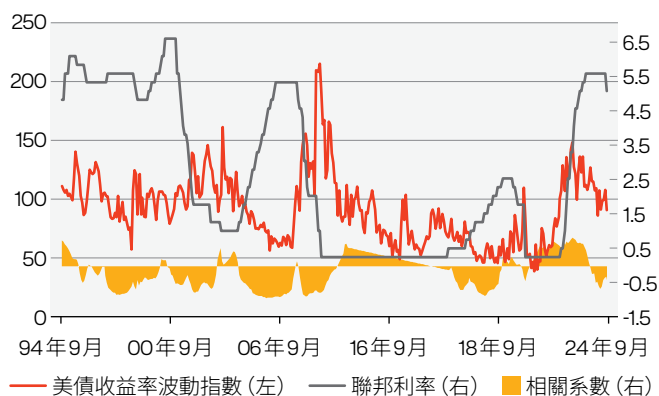
截至9月23日，2年期國債收益率報約3.60%。根據上文分析，2年期國債收益率年內將徘徊在3.16至3.48%，暗示尚有最多44個基點下降空間，較10年期國債只有約20個基點潛在降幅高出1倍，有利短期債券的表現。另外，正常化仍在推進中，觀察同期曲線的底部，由5年期已推前至3年期。如進一步推進，2年期或以下將有序成為下一個底部，暗示進一步推進前，愈早投入較短年期債券將愈受惠。而且存續期偏短，風險亦較低。因此首次減息後增持短期債券較適合保守的投資者。

正常化亦提供較高風險的投資機會，就是增持10年期以上債券。傳統上長息對通脹變化較敏感，一如美聯儲預期，通脹將有序下跌，長息穩步下降機會仍在。雖然幅度不及短息，但存續期效應下，債價將以10倍以上比例攀升。相反，未來美聯儲縮減利率降幅，或通脹出現反彈，收益率將不跌反升，愈長存續期部署，損失便愈大，反映存續期確是一把兩刃刀。雖然整條曲線將漸降，但進程料是不規則及不平坦地推進。長期債價的波動性較高，有利善於捕捉走勢，或能承受較高風險的投資者。

再複雜一點的部署是通過自製不用本金的長短倉組合，主要投入短債同時沽出長債，定時透過波動率來調控持倉比例，以賺取利差。收益率波動愈大，獲利愈豐。終歸歷史上利率拐點實屬罕有，是各老饕一展身手的好機會。此操作當然需要更專業的分析及操盤技巧，在此不作詳談。

參考過去30年按月數據，聯邦利率及美債收益率波動指數走勢貌似背馳。抽出當中31個減息月份作分析，其相關系數出現負值的比例約84%，暗示減息時收益率好大可能波濤洶湧，有利追風逐浪的投資者。

美債收益率波動指數、聯邦利率及兩者之相關系數



資料來源：彭博，數據截至2024年9月23日

綜合而言，曲線正常化可利用定點收益率的變化，例如加注於短期債券以鎖定高息，長期債券則可炒作債價波幅。或透過曲線愈趨正向時，以長短利差賺取回報。久違多年的投資機會，總有策略會適合不同風險承受能力的投資者。

債券

其他策略：企業債及非美債市的機遇

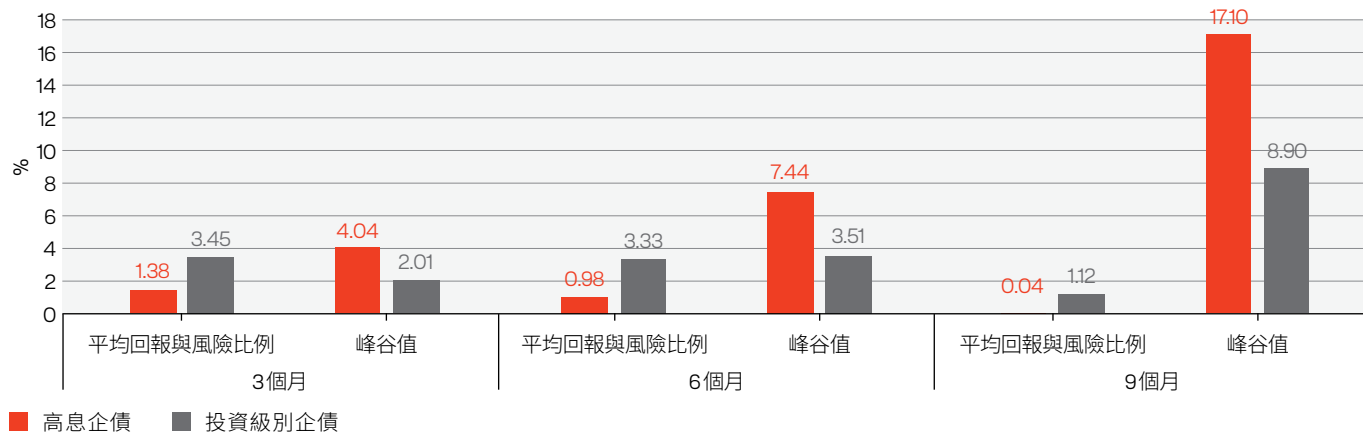
數據上利率周期往往維持數年，每次周期又相隔上10年，凸顯眼前的曲線正常化情況實屬罕見。投資者理應捉緊機會，但其他債市亦有不缺可觀的投資機會。

企業債券：首次減息後投資級別更吸引

上季分析在首次減息前，高息 (HY) 企業債表現普遍較投資級別 (IG) 企債好，在此不再贅述。而在首次減息後，兩者表現又是如何？根據過去30年按月數據，為剔除利率的零星變化，以連續3次加息或減息為「加息周期」及「減息周期」，錨定當中拐點為「首次減息」作分析基礎，符合上述條件的分別出現在1995、2001、2007及2019年。再以首次減息後3、6及9個月HY和IG的表現，透過考量性價比的平均回報與風險比例（「比例」）及4次案例中的峰谷值（「最大波幅」）作比較。這次分析標準並非單看回報值，而是權衡風險後更高階的投資策略。



彭博美元高息及投資級別企債指數各時段之指標表現



資料來源：彭博，數據截至2024年9月21日

結果顯示，首次減息後3個月，IG表現較好。平均回報與風險比例報約3.45%，較HY的1.38%高出超過1倍，但最大波幅只是HY一半。6個月後差距更加明顯，平均回報與風險比例上高HY近3.4倍，最大波幅只是HY的47%。9個月後IG的波幅優勢若若，而平均回報與風險比例上高出27倍。

細心觀察數據，主因2019年7月後的9個月，正是全球疫情大流行之際，資金逃離HY市場，當時平均回報約負9.21%，間接推低9個月後的表現。簡單而言，首次減息前HY表現較好，但首次減息後IG完勝HY。

再分析首次減息幅度的影響，4次中只有2007年9月的1次的減幅為50個基點。整體數據如下：

數據上符合首次減息條件的案例 (%)		
首次減息出現月份	當時利率	減息幅度
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年減息中各時段之回報率 (%)		
首次減息後	高息企債	投資級別企債
3個月	0.99	2.59
6個月	-1.43	3.91
9個月	2.84	2.54

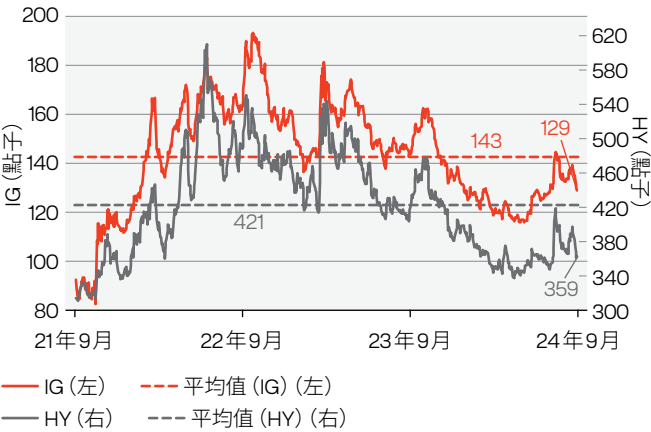
資料來源：彭博，數據截至2024年9月21日

以2007年案例作進一步分析，HY和IG企業債在首次減息後3、6及9個月的表現，共6組數據中有5組錄得正值，唯獨HY企業債在6個月後出現負1.43%的輕微跌幅。從回報角度分析，在利率下調50個基點後，不論何時投入IG或HY企業債，皆極有機會獲得正回報。不過，計算6組回報率的平均值及標準差後，分別為1.91及1.88%，比例只有1.01，即考量風險後，該投資其實並不化算。換言之，投資者不應以首次減息幅度來作買入企業債的考量因素，而是應加上投資時段及評級等作通盤考慮。

另外，本章節早前曾分析美國維持太長的高利率環境，將醞釀更大的全球金融危機（詳情可參閱第2季內容）。在過去50年數據中，堅持高利率環境超過12個月的案例只有1998年（17個月）及2007年（14個月）兩次。2007年9月美聯儲減息50個基點後，金融海嘯便在2008年9月爆發，正好是首次減息後一年。今次巧合地高息環境又維持了14個月，雖然美聯儲仍頻頻表示對經濟前景不感悲觀，但投資者其實心照不宣。

另外，比較美元IG及HY的信貸息差狀況。截至9月20日，IG及HY分別為129及359點子，兩者都低於其3年平均値，分別為143及421點子，或低約10及15%。反映數據上IG的上升空間佔優。

美元IG及HY信貸息差及其平均值



資料來源：彭博，數據截至2024年9月21日

最後，美股波動亦會影響美元企業債表現。參考過去5年兩項信貸息差與標普500波動指數（VIX指數）的相關系數分析。系數正值比例皆超過8成，反映美股向好（VIX下跌）將刺激債價（信貸息差下跌），反之亦然。平均值分別為0.4及0.5，反映其影響力一般（普遍以0.7以上為「明顯影響」），亦暗示投資組合中加入債券將有助分散風險。兩者最大及最小值結果一樣，最大值為1，即正向影響力可以百分百，而逆向影響力都有7成，反映極端時美股對美債的衝擊將不容忽視。整體數據如下：

與VIX之相關系數 (%)		
正值佔比	投資級別	高息
	80.0	84.4
其他指標		
平均值	0.4	0.5
最大值	1.0	1.0
最小值	-0.7	-0.7

資料來源：彭博，數據截至2024年9月23日

債券

非美債市：優異者乃實至名歸

美元利率主導全球資金流動，當前利率出現拐點，其溢出效應亦會對非美國家的國債產生震盪。當中最大風險當然是違約率惡化，市場普遍以信用違約掉期 (Credit Default Swap，簡稱CDS) 作指標。參考截至9月21日全球主要國債1年期CDS在近1及3年間變化的數據，表列如下：

G7 國家 (撇除美國)							
國家	現水平 (點子)	1年：現況距離指標 (%)			3年：現況距離指標 (%)		
		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
英國	10.2	-50.2	-19.3	37.8	-50.2	-18.8	48.3
法國	13.2	-16.7	38.7	99.6	-16.7	52.0	173.3
德國	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
歐洲							
國家	現水平 (點子)	1年：現況距離指標 (%)			3年：現況距離指標 (%)		
		峰值	平均	谷值	峰值	平均	谷值
英國	10.2	-50.2	-19.3	37.8	-50.2	-18.8	48.3
法國	13.2	-16.7	38.7	99.6	-16.7	52.0	173.3
德國	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
愛爾蘭	8.2	-35.8	-1.8	92.8	-44.4	-5.7	92.8
希臘	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
亞太							
國家/地區	現水平 (點子)	1年：現況距離指標 (%)			3年：現況距離指標 (%)		
		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
紐西蘭	8.5	-28.2	23.8	50.3	-48.1	0.7	50.3
南韓	24.0	-31.0	-6.4	24.5	-47.7	-4.1	132.1
中國	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
南亞							
國家	現水平 (點子)	1年：現況距離指標 (%)			3年：現況距離指標 (%)		
		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
馬來西亞	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
泰國	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

資料來源：彭博，數據截至2024年9月21日

評審標準是以現水平愈低愈好，而與現水平距離各時段的指標愈小愈好。數據顯示，現水平評審中「七國集團」(G7)表現最好，結果並無懸念。各時段所有指標與現水平距離最小者，全數是南亞地區，反映雖然該地區各國的違約率偏高，但近年已大幅改善，有利作較高風險投資。各地區表現中，G7以加拿大最佳，歐洲是英國、德國及意大利並駕齊驅，亞太及南亞地區則是澳洲及泰國，反映這些國家在違約風險考量上較為可取。

風險過後便是回報，市場普遍以各國10年期國債收益率與美國國債或德國國債之利差作指標，表列如下：

G7 國家 (撇除美國)			歐洲		
國家	收益率 (%)	與美債利差 (點子)	國家	收益率 (%)	與德債利差 (點子)
英國	3.9	15.7	英國	3.9	169.3
意大利	3.6	-19.3	意大利	3.6	134.2
法國	3.0	-78.3	希臘	3.2	97.5
加拿大	2.9	-79.5	西班牙	3.0	78.5
德國	2.2	-154.0	法國	3.0	75.2
日本	0.8	-291.5	葡萄牙	2.8	55.4
平均值	2.7	-101.2	愛爾蘭	2.6	35.2
南亞			平均值	3.1	92.2
國家	收益率 (%)	與美債利差 (點子)	亞太		
			國家	收益率 (%)	與美債利差 (點子)
印度	6.8	301.6	紐西蘭	4.2	41.4
印尼	6.4	268.5	澳洲	3.9	17.1
馬來西亞	3.7	-5.5	南韓	3.0	-75.1
新加坡	2.5	-127.3	中國	2.0	-171.6
泰國	2.4	-129.8	平均值	3.3	-47.1
平均值	4.4	61.5			

資料來源：彭博，數據截至2024年9月21日

評審標準非常直接，以較高者為優。地區上平均值以南亞表現較好，其次是亞太地區。各地區中，G7及歐洲地區以英國表現最佳，亞太及南亞地區分別是紐西蘭及印度。最後，撇開地區分布，純粹以利差最高者排列，首3名國家依次序分別是印度、印尼及英國，結果大致與上述違約率分析相若，反映優異者乃實至名歸。

本章總結：

- 上季債券供需明顯較上半年降溫，料後市的資金部署將更清晰
- 利率預測應偏向實際數據而非美聯儲言行，預期年內再減息最少50個基點
- 預計短期收益率的降幅將超越長期，維持多時的收益率曲線倒掛狀態亦將消失
- 曲線正常化提供不同風險的投資機會，企業債及非美元債市亦不缺投資良機



債券

東亞聯豐投資團隊

中國及亞洲債市展望

減息利好亞洲債券；唯美國大選或致市場波動，宜留意高收益債券短期走勢

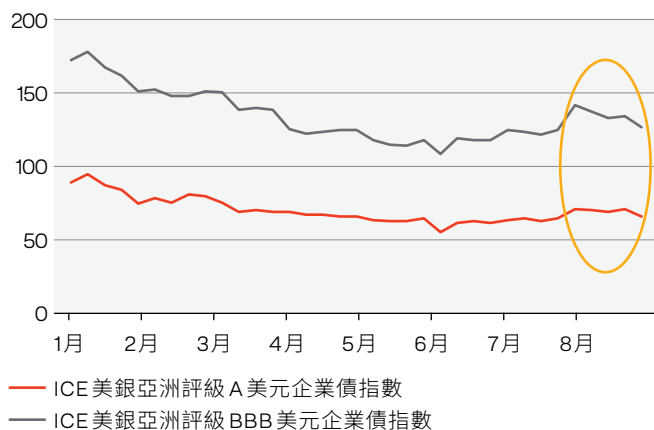
美聯儲對貨幣政策的取態已經由單純打擊通脹，回歸其雙重使命：一方面穩定價格，另一方面促進就業。隨著消費物價持續降溫和勞動市場顯現疲態，預計央行的減息速度將可能快於市場預期。東亞聯豐團隊認為在未來2年內，利率有望回落至3%或接近3%，這意味著在這段時期內可能會有200點子的減息空間。由於利率和債券價格呈反向關係，減息將有助帶動債券價格上升。因此，團隊將尋找機會適度延長投資組合的存續期，因為債券存續期越長，債價在減息周期中的升幅潛力越大。

在亞洲投資級別債券方面，團隊繼續看好南韓以及個別中國債券。儘管亞洲高收益債券的基本面穩健，但短期表現可能受到市場波動所拖累，因此團隊對其短期表現持謹慎態度，但對其長期表現保持樂觀。

波動市況為投資級別債券帶來信貸息差投資機會

在波動的市場環境中，不同板塊和信貸評級的亞洲投資級別債券在信貸息差方面出現了明顯的分野，為投資者帶來不少投資機會。例如，信貸評級達A級的債券，其信貸息差已明顯收窄，而BBB評級的債券息差仍然較寬，顯得相對具吸引力。

亞洲投資級別債券年內的信貸息差



資料來源：彭博，數據截至2024年8月31日

在一眾地區當中，團隊尤其看好南韓的金融相關債券，因其基調穩固且具防守性。由於監管條例嚴謹，南韓銀行擁有強勁的資產負債表和充裕的流動性。加上當地金融體系穩健，銀行有足夠能力抵禦風險。南韓是亞洲最大的美元計價投資級別債券發行國，該國近期新發行的債券多來自半主權機構、銀行和券商等發行人，這些發行人普遍具備高信貸評級，因此廣受投資者歡迎。例如，7月當地一家主要銀行發行了額外一級資本債券，投資者反應熱烈，最後銀行遂加大發行規模至5.5億美元，並成功將票息率降低至6.375%¹，反映市場對南韓金融業充滿信心。

8月，許多中國債券（包括科技、媒體和電訊以及國企債券）均出現獲利回吐的情況。然而，我們仍然看好中國科技、媒體和電訊的投資級別債券。雖然部分電子商務巨頭的第2季度業績低於市場預期，但從債券投資角度而言，企業負債比率和財務狀況穩健較增長更為重要。目前，中國科技、媒體和電訊公司的信貸基調穩固，並擁有長期穩定的現金流。如果市場回調，團隊將考慮趁低吸納一些優質的中國債券。



¹ 見韓國經濟日報網站，<https://www.kedglobal.com/banking-finance/newsView/ked202407180017>

亞洲高收益債券違約風險較低，但須留意短期波動

亞洲的通脹壓力相對其他成熟市場為輕，區內各國的加息力度也相對溫和。不少企業透過當地本幣債市或銀行貸款進行融資，然後提早贖回美元債券，導致以美元計價的亞洲高收益債券供應減少，加上新發行量不多，有利於債券表現。目前，在亞洲債券市場中約70%的高收益債券信貸評級為BB級，較美國的50%為高。同時，若撇除中國高收益地產債券，亞洲高收益債券違約率不足1%，低於美國的2%。

對於亞洲高收益債券，東亞聯豐將特別關注美國總統大選帶來的短期波動。不過，從長期發展來看，團隊對其持樂觀態度，因為其基本面穩定，且不論地區或板塊，均不乏投資機會。不少印尼和印度的高收益債券發行人擁有穩健的信貸基調和強勁現金流。

以印尼為例，許多企業的債券將於這兩年內到期，財務狀況良好的發行人均能夠透過不同渠道進行融資或提早贖回現有債券，當中值得團隊關注的包括地產和能源企業。印度目前是區內主要的高收益債券發行國，投資機會來自不同行業板塊，包括潔淨能源、機場、收費道路以及銀行以外的金融業等，這些行業均能產生穩定現金流。

中國方面，房地產市道仍然疲弱，內地百強發展商8月的房屋銷售金額按年下跌接近27%，跌幅較7月的19.7%進一步擴大²。雖然如此，不少民企仍能償付以美元計價的債息，很多國企也能夠跟銀行進行再融資。團隊特別看好成功進行再融資以及擁有商業物業的發展商，因為後者能夠較容易進行融資。此外，優質的短期內房債也值得留意。

所謂「現金為王」的投資取態將隨著減息周期到來而終結。減息有利於亞洲債券價格表現，帶動投資級別債券息差收窄，同時能減輕高收益債券的利息支出。然而，市場在美國總統大選前可能會出現波動，高收益債券相對容易受影響，因此須保持謹慎。

本章總結：

- 貨幣寬鬆政策有助帶動債券價格
- 亞洲投資級別債券的信貸息差分野，衍生出投資機會
- 留意美國總統大選可能引發的市場波動對高收益債券的影響
- 倘若市場出現調整，可趁低吸納優質亞洲債券

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

東亞資產導航

東亞銀行 | 東亞睿智 | 2024年第四季



投資主題

消化利好因素後應注意美國總統選舉後的溢出風險

- 共和民主兩黨總統候選人對未來美國經濟及外交政策有南轅北轍的取態，投資策略須順應選舉結果作靈活調配。
- 選舉後的權力交接期有可能出現的風險，包括美國內部撕裂、地緣戰事失控及加速「去美元化」。
- 綜合經濟下滑、減息周期及地緣風險考量後，投資者可考慮加倉於歐美債市、成熟股市中價值、防守及派息類股份。

歐美央行減息刺激當地股市只屬暫時性

- 預料美國總統選舉前市場氣氛高漲將有利高啤打值股份，但選舉後該類股份回吐壓力同樣偏高。
- 誰人入主白宮將對美國外交政策有深遠影響，若歐美經濟有序下滑將有利價值及防守型股份。
- 預料亞洲股市受惠全球減息，但地緣因素及歐美對華制裁之負面影響將蔓延至區內經濟。

全球減息周期有利各路債市

- 美債曲線正常化：短息降幅擴大將刺激債價走高，長息波動有利透過存續期進行炒作。
- 信貸息差走勢顯示企業債仍有上升空間，首次減息後投資級別企債表現料將更勝高息企債。
- 非美債市違約率普遍較疫情前明顯改善，加上回報的考量後，印尼、印度及英國債市較可取。

資產類別概覽

↑ 優於大市 → 中性 ↓ 遜於大市

資產類別		季度展望	評論
股票			
美國	↑	預期經濟不會大幅走弱，美聯儲預示今明兩年將大幅減息，刺激投資者入市意欲。	
歐洲	↑	數據上美國總統大選前有利歐股走勢，歐洲各央行料將跟隨美國步伐減息。	
亞洲 (除日本)	→	未能充分受惠全球減息因素，中國經濟有可能轉弱將影響區內投資意欲。	
中國內地	→	人民幣匯價回穩、財政及貨幣政策加碼寬鬆助企業盈利復甦，惟美國總統大選前後，中資企業或面臨更大不確定性。	
香港	↑	港息隨美息下調將有利本港地產收租板塊的業務復甦；本港公用、電訊、綜合企業等高收益板塊可受惠美債息下行。	
債券			
美國政府	↑	曲線正常化將有利美國國債：短息降幅擴大支持債價，長息波動將有利透過存續期進行炒作。	
美元投資級別	↑	數據上首次減息後3至6個月表現亮麗，若美國經濟有序下滑亦有利吸收避險資金。	
全球高收益	→	數據上首次減息前的升勢將有序放緩，但信貸息差仍然吸引將短期內支持債價。	
美元高收益	↑	美國經濟未至衰退，較高風險的「尋息」資金料將繼續支持債價，唯力度將減弱。	
亞太投資級別	↑	數據上美國減息皆有利新興市場債市，亞洲國家違約風險已較疫情前大幅改善。	
外匯			
澳元	↑	澳洲央行鷹派幣策有別各大央行，有助鞏固澳元息差優勢。	
紐元	↑	紐西蘭經濟重見增長，若再出現收縮或令央行加快減息步伐。	
歐元	↑	歐洲央行年內降息幅度或較美聯儲小，預料將助歐元走勢。	
英鎊	↑	英國經濟漸見增長勢頭，預料英倫銀行不必急進減息。	
日圓	↑	日圓與美元利差收窄的預期下，日圓料易升難跌。	
人民幣	→	市場期待更多刺激措施支持經濟復甦，降準較減息空間大。	

重要通知：

每個資產類別的季度展望以相應的代表指數為基準							
資產類別	基準	資產類別	代表指數	門檻*	資產類別	代表指數	門檻*
股票	MSCI 世界指數	美國	標普 500	1.1%	中國	滬深 300	4.3%
		歐洲	道瓊歐洲 STOXX600	1.6%	香港	恒生	3.3%
		亞洲 (除日本)	MSCI 亞洲除日本	2.8%			
債券	彭博全球累計債券指數	美國政府	美國政府/信貸	0.8%	美元高收益	美國企業高收益	1.5%
		美元投資級別	美國企業	0.8%	亞太投資級別	亞太累計	0.9%
		全球高收益	全球高收益	1.8%			
外匯	貿易加權美元指數	澳元	澳元/美元	2.8%	英鎊	英鎊/美元	2.7%
		紐元	紐元/美元	3.2%	日圓	美元/日圓	3.1%
		歐元	歐元/美元	4.0%	人民幣	美元/人民幣	2.2%

*「優於大市」：代表指數的季度表現高於相應基準的門檻百分比正值；「中性」：代表指數的季度表現與相應基準的門檻百分比正負值區間內；「遜於大市」：代表指數的季度表現低於相應基準的門檻百分比負值。

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。

