



瀚亞投資
eastspring
investments

保誠集團成員 

2024年第三季市場展望 為利率下調作好部署

invested 投資觀點

eastspring.com

2024年第二季：市場回顧

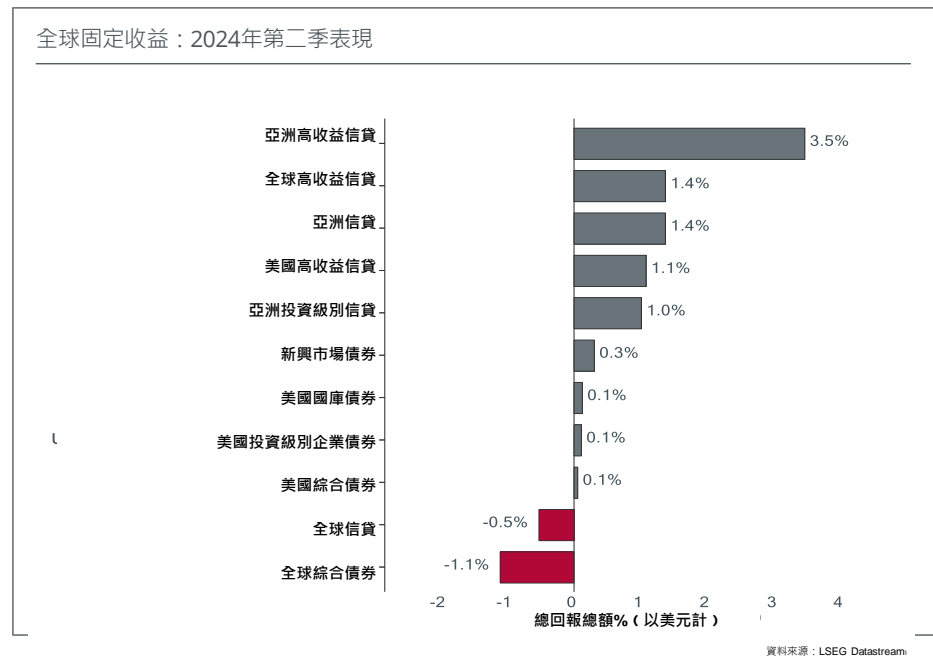
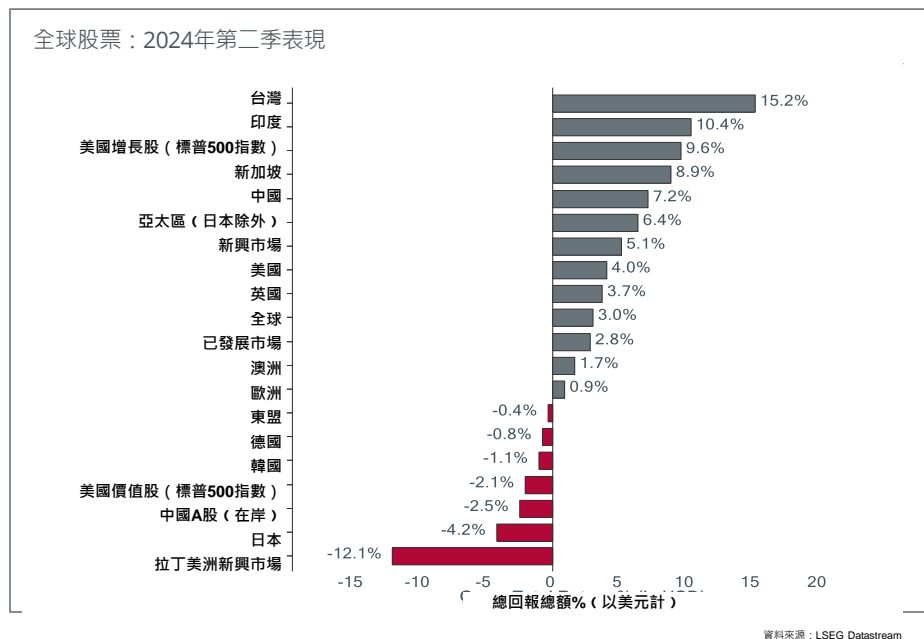
風險資產在良好宏觀環境下持續上升

股票

企業盈利強勁、人工智能繼續受到青睞，加上經濟增長動力仍然理想，帶動全球股市在2024年第二季上漲。第一季出現通貨復脹後，美國消費物價指數通脹數據呈放緩跡象。美國股票上升4.0%，標普500指數及納斯達克指數創下收市新高。新興市場大幅上升5.1%，跑贏上升2.8%的已發展市場。新興市場中，對人工智能的持續樂觀情緒及投資者興趣帶動台灣股票上升15.2%，拉丁美洲（-12.1%）則受巴西及墨西哥拖累，表現令人失望。受印尼及菲律賓的遜色表現拖累，東盟市場（-0.4%）落後於整體亞太區（日本除外）市場（6.4%）及新興市場。

固定收益

季內，美國國庫債券收益率微升，其中，10年期國庫債券收益率上升16個基點，6月底收報4.36%。貨幣政策方面，加拿大央行及歐洲央行成為首批減息的G7國家央行。以彭博全球綜合債券指數代表的全球綜合債券下跌1.1%，以彭博美國國庫債券指數代表的美國國庫債券錄得0.1%回報，是表現最佳的主權債券之一。美國信貸方面，美國投資級別企業債券（洲際交易所美國銀行美國企業債券指數）及美國高收益債券（洲際交易所美國銀行美國高收益債券指數）分別上升0.1及和1.1%。受投資級別及高收益發行人的正回報支持，代表亞洲信貸市場的摩根大通亞洲信貸指數上升1.4%。



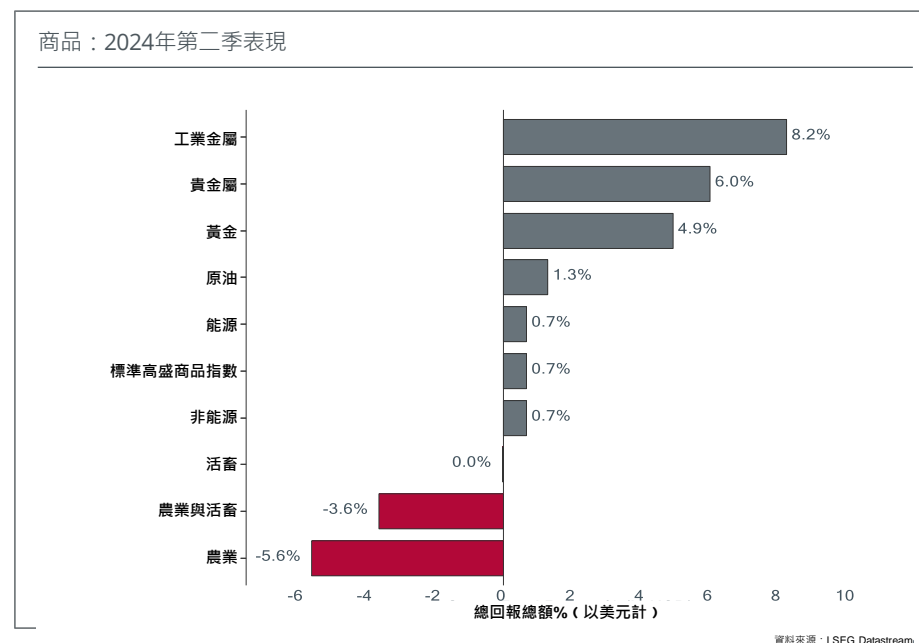
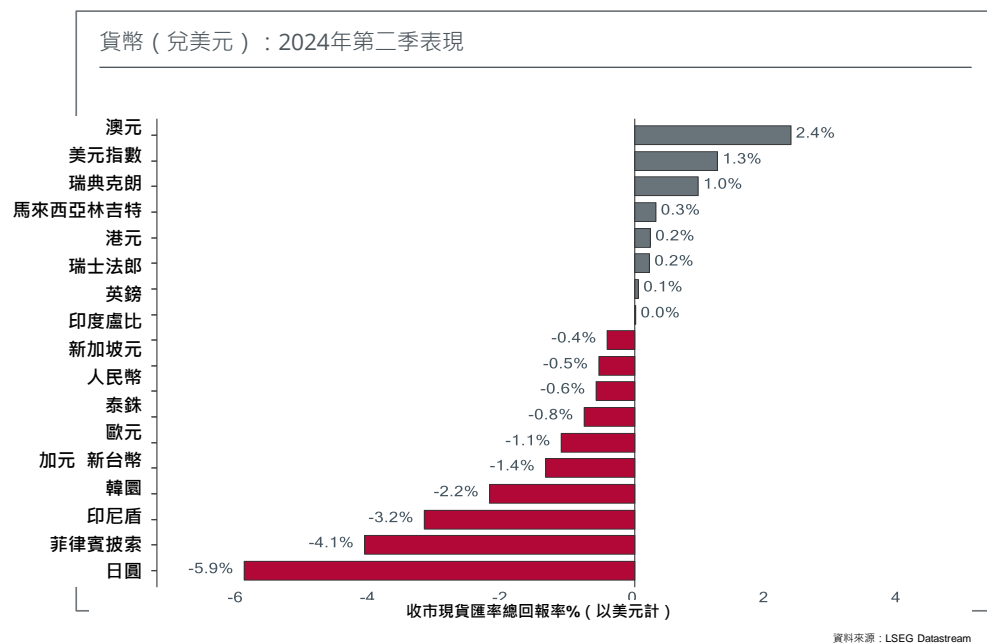
數據來源：瀚亞投資；MSCI；LSEG Datastream。*股票回報以各自MSCI市場指數的美元（總回報總額）指數作參照。例外的是「美國增長股（標普500指數）」及「美國價值股（標普500指數）」，兩者分別由標普500成長（總回報）指數及標普500價值（總回報）指數代表。「已發展市場股票」由MSCI世界指數代表。固定收益市場由以下指數代表：「亞洲高收益信貸」：摩根大通亞洲信貸非投資級別指數；「全球高收益信貸」：洲際交易所美國銀行全球高收益債券指數；「亞洲信貸」：摩根大通亞洲信貸指數；「美國高收益信貸」：洲際交易所美國銀行高收益債券限制指數；「亞洲投資級別信貸」：摩根大通亞洲信貸投資級別指數；「新興市場債券」：摩根大通新興市場債券環球多元化指數；「美國國庫債券」：洲際交易所美國銀行美國國庫債券指數；「美國投資級別企業債券」：洲際交易所美國銀行美國企業債券指數；「美國綜合債券」：彭博美國綜合債券指數；「全球信貸」：洲際交易所美國銀行全球信貸指數以及「全球綜合債券」：彭博全球綜合債券指數。東盟由汶萊、柬埔寨、印尼、老撾、馬來西亞、緬甸、菲律賓、新加坡、泰國及越南組成。G7國家由美國、英國、加拿大、法國、德國、意大利及日本組成。

貨幣

政策分歧及美國收益率較高等因素在第二季支撐美元表現。澳元兌美元大幅升值，部分原因是各國的貨幣政策分歧，相比其他主要央行，澳洲儲備銀行採取較為強硬的立場。由於息差仍然廣闊，日圓在主要已發展市場貨幣中表現大幅落後，兌美元繼續走弱。巴西雷亞爾繼續是表現最差的貨幣之一，部分原因是該國的財政狀況前景不明朗。

商品

標準高盛商品指數在第二季微升0.7%。工業金屬及貴金屬是表現最佳的行業，分別上升8.2%及6.0%。工業金屬行業主要受惠於鋅的強勁表現。相反，農業行業是表現最差的行業之一，回報為-5.6%。



資料來源：LSEG Datastream；標普全球。對於「貨幣 (兌美元)」圖表，除美元指數 (DXY) 外，其他相應貨幣 (兌美元) 的回報均基於Refinitiv計算的收市現貨匯率。對於「商品」圖表，請注意以下資料。原油：標普高盛原油指數、能源：標普高盛能源指數、活畜：標普高盛活畜指數、黃金：標普高盛黃金指數、貴金屬：標普高盛貴金屬指數、農業與活畜：標普高盛農業與活畜指數、非能源：標普高盛非能源指數，農業：標普高盛農業指數，工業金屬：標普高盛工業金屬指數。

宏觀展望

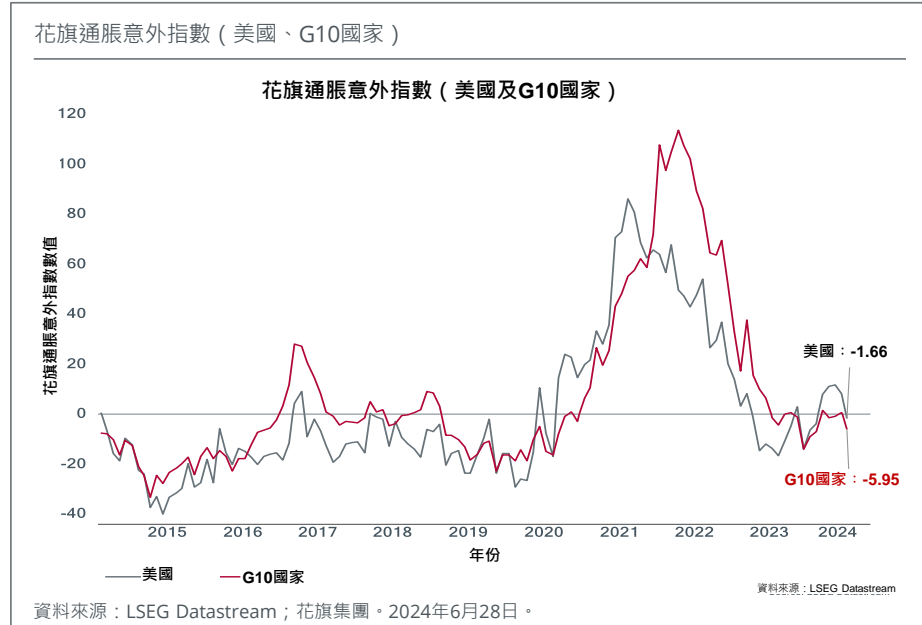
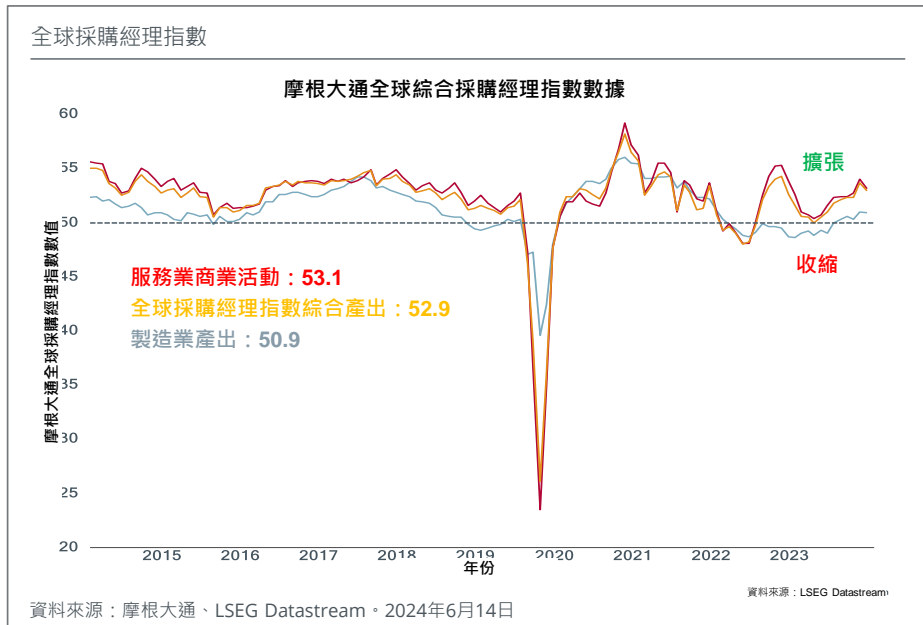
全球經濟增長減慢及通脹放緩的力量為聯儲局政策轉向奠定基礎

增長

摩根大通全球綜合採購經理指數數據顯示，全球經濟在過去8個月一直穩定擴張。然而，此擴張動力在6月呈放緩跡象，代表出口需求的採購經理指數新出口訂單跌至50以下的收縮區間。美國及歐洲的經濟數據亦令人失望（相對於預期），反映加息及財政利好因素減弱的滯後效應。相反，經濟數據走弱繼續支持「壞消息即好消息」的觀點，因為市場參與者希望聯儲局最終將轉向減息。目前，美國繼續支撐全球需求，保持其全球經濟領導地位，中國則繼續面對通縮環境及缺乏有力刺激措施的挑戰。

通脹

美國通脹在第二季呈放緩跡象。整體及核心消費物價指數（CPI）數據均下跌，導致花旗通脹意外指數下降，與第一季的通貨復脹趨勢形成對比。在消費物價指數籃子中佔重大比重的住屋通脹按月微升+0.2%，與此前連續錄得+0.4%按月升幅形成對比。6月，美國勞動市場出現正常化跡象。經重大修訂後，三個月平均就業職位增長下降，平均時薪（衡量工資通脹的重要指標）亦有所放緩。美國勞動市場走弱，消費支出增長亦放緩，再次印證我們的觀點：通脹放緩的力量將在2024年剩餘時間繼續發揮作用，為聯儲局最終轉向奠定基礎。

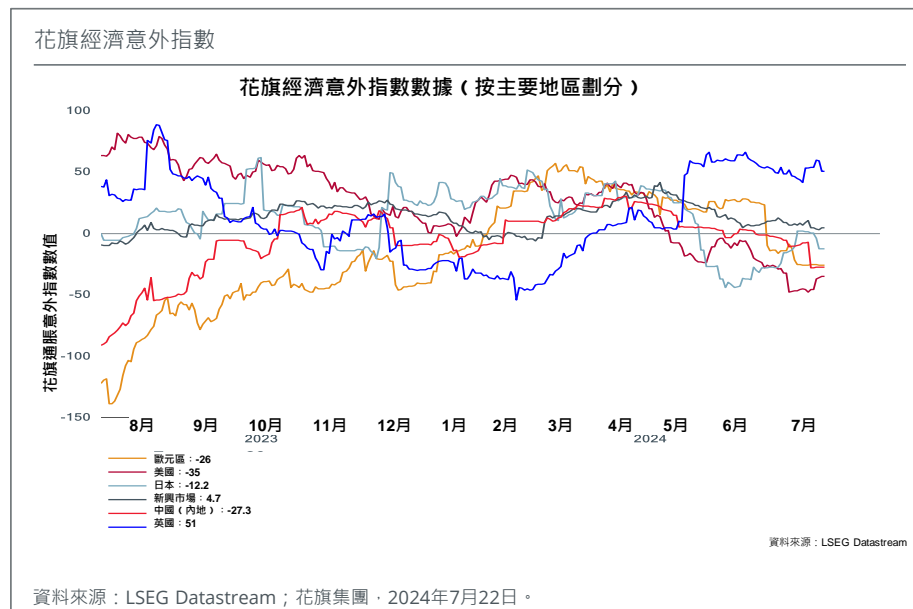
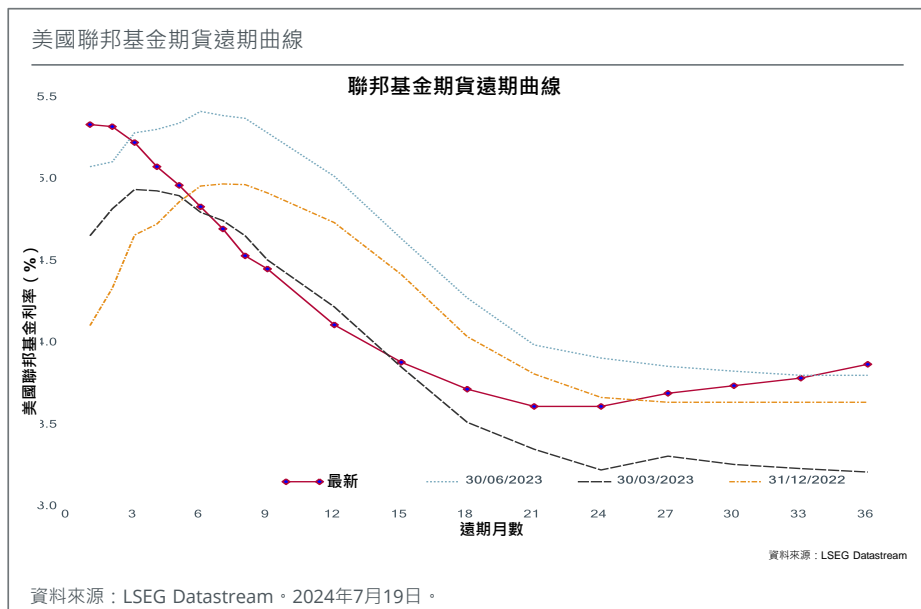


貨幣政策

面對增長放緩及通脹回落的環境，已發展國家央行正在發出可能減息的信號。瑞士央行已在2024年減息兩次，加拿大央行及歐洲央行最近分別在6月減息。與此同時，由於美國經濟相對強韌，聯儲局至少暫時維持政策利率不變。與2024年年初相比，目前市場對美國減息的預期顯示放寬政策的路徑更偏向循序漸進。最初，聯儲局因憂慮通脹持續而態度謹慎，導致投資者對大幅減息的預期降溫。然而，美國第二季消費物價指數數據走弱，加上勞動市場有可能放緩（從而可能緩解工資通脹），目前可能促使聯儲局在短期內開始減息。聯儲局力求避免減息過慢，以維持政策可信度。否則，在經濟增長顯著放緩時，其可能面臨減息幅度不足的风险，從而導致經濟衰退。

展望未來

2024年下半年，我們預計通脹將持續放緩，經濟增長減慢（但保持正增長），貨幣政策整體放寬。作為全球經濟增長/需求的關鍵動力來源，美國消費支出的動力將因工資增長放緩、疫情期間的過剩儲蓄減少以及銀行收緊貸款標準等多項關鍵因素而受阻。只要美國工資通脹速度持續超過美國整體通脹，美國消費者在短期內仍能支持全球需求。儘管我們認為「軟著陸」或經濟衰退的風險更趨平衡，但如果經濟增長顯著放緩，依賴數據的聯儲局仍有空間減息以緩和任何衝擊。我們認為，在通脹持續放緩的環境下，聯儲局能夠在今年較後時間至少減息一至兩次。



主要風險評估 - 聚焦全球選舉

需要關注的風險領域	可能性	負面影響程度
<p>2024年全球各地舉行的選舉，尤其是美國總統選舉週期，將會成為新聞焦點，並可能在未來3至12個月內引發更大波動。</p>	高	中
<p>中國的實質刺激措施的影響有限（且實施時間不合時宜），構成了中國通脹放緩環境將持續拖累全球經濟增長的風險。此觀點因三中全會上並未宣佈任何有力刺激措施而得到加強。</p>	中	中
<p>隨著全球央行協同收緊貨幣政策的影響浮現，已發展市場（例如美國、歐洲）仍然存在經濟衰退風險。例如，聯儲局的行動——或者更準確地說，其減息時機至關重要，因為其希望避免「落後於形勢」。</p>	中	高
<p>儘管近期美國消費物價指數數據走弱以及前瞻性美國勞動市場指標似乎反映通脹放緩趨勢應在2024年保持不變，但通脹及經濟增長仍有可能持續更長時間。因此，美國勞動市場狀況及美國工資走勢繼續是關鍵觀察點。</p>	低	高
<p>地緣政治緊張局勢（例如俄烏、伊朗-以色列及加沙-以色列衝突）仍然構成潛在威脅，並可能對投資者情緒造成重大影響，儘管我們普遍認為相關影響本質上屬暫時性。例如，中東緊張局勢進一步擴大，可能會導致能源驅動型通脹加劇，並可能在供應受阻時推高全球貿易成本。</p>	低	中

數據來源：瀚亞投資（新加坡）有限公司，截至2024年7月。本簡報所載資料可由瀚亞酌情更改，恕不另行通知。

資產配置觀點

風險資產的升勢 (暫時) 未受影響

從短期戰術性觀點來看，通脹逐漸放緩及溫和的正增長能持續支撐風險資產，其中，我們看好美國股票持倉，因為相對強勁的盈利使其繼續受惠。我們認為，隨著疫情期間的過剩儲蓄、工資收入及消費信貸增長等利好因素減弱，作為美國及全球經濟增長關鍵動力來源的美國消費支出最終將進一步放緩。因此，團隊已準備好加強未來12個月股票配置的防禦性。

2024年下半年，我們預計通脹放緩，經濟增長減慢，貨幣政策放寬（或其限制性減低）。債券收益率方面，我們認為通脹放緩的力量最終將佔主導地位，並使收益率整體保持下降趨勢。這種環境將利好政府債券，即美國國庫債券。因此，考慮到當前的收益率吸引，我們已開始在多元資產投資組合中建立長期政府債券倉位。如果有更多有力證據顯示美國經濟進一步放緩，我們將考慮擴大持倉規模。

資產配置觀點					
					● 低配 ● 中性 ● 超配
					↑↓觀點從上季上調 / 下調 - 不變
資產	3個月		12個月		理據
全球股票	●	-	●	-	我們意識到目前股票估值高，導致該資產類別容易因任何負面意外或企業利潤下降而出現潛在拋售。隨著全球經濟活動輕微擴張，市場可能會因經濟疲弱而上升（因為這使聯儲局得以減息），我們維持看好未來3個月股票表現的戰術性觀點。隨著貨幣市場基金的資金流入，股票仍有空間進一步上升。未來12個月，隨著疫情期間的過剩儲蓄減少及勞動市場放緩，美國及全球經濟增長動力將進一步減弱。這將導致股票估值受壓，與週期後段的走勢一致。
政府債券	●	↑	●	-	隨著更廣泛的通脹放緩趨勢持續，我們認為目前為全球增長放緩的結果作好部署具有價值。因此，我們已開始在多元資產投資組合中建立政府債券長倉，主要買入美國國庫債券。隨著我們對未來12個月採取更傾向避險及防守性的部署，我們認為中期而言，除了傳統的「避險」反應外，美國存續期亦將受惠於經濟增長減慢及通脹放緩的趨勢。
美國投資級別信貸	●	-	●	-	由於市場預期潛在的「軟著陸」情景，加上受到良好的企業基本因素支持，美國投資級別信貸息差仍然狹窄。因此，未來3個月，我們通常會沽出美國投資級別債券，並將所得資金用於在短期內超配多元資產投資組合的風險資產（例如全球股票及美國高收益債券）。未來12個月，我們維持對美國投資級別債券的中性立場。與美國高收益債券相比，投資級別債券在美國收益率下降時可能受惠於潛在的價格上升。
現金	●	-	●	-	由於我們採取「承險」戰術性部署，我們的現金持倉在短期內保持中性。考慮到我們的防禦性及避險展望，我們在未來12個月維持看好現金的部署。

數據來源：瀚亞投資（新加坡）有限公司。多元資產投資組合解決方案團隊。資產類別觀點是團隊截至2024年7月最近一次每月會議的觀點，不應視作建議。3個月 = 3個月觀點。12個月 = 12個月觀點。本文所載資料可由投資經理酌情更改，恕不另行通知。

資產配置 (續)

資產配置觀點					
全球股票	3個月		12個月		理據
	●	—	●	—	
美國	●	—	●	—	未來3個月，我們繼續看好美國股票（約佔MSCI所有國家世界指數總市值的65%）的前景；相較其他全球市場，美國市場亦持續實現強勁盈利及銷售增長，市場亦熱切追捧人工智能主題。未來12個月，我們預計全球增長動力將顯著減弱，因為早前加息的累積影響將會浮現，最終導致股票估值整體下降。因此，我們對未來12個月的美國股票維持低配立場。
歐洲	●	↓	●	—	由於歐洲的基本經濟指標惡化，我們對歐洲的戰術性觀點下調至略低於中性。儘管歐洲股票的估值仍較美國股票低，但由於歐洲經濟依賴出口，其實現相對出色表現的潛力取決於全球經濟增長會否顯著加快。因此，未來12個月，由於對全球經濟週期高度敏感，預計歐洲股票將表現遜色。
新興市場	●	↑	●	—	相比其他主要地區（例如美國、歐洲），新興市場的經濟數據超出預期。因此，我們將其戰術性展望由早前的看淡立場上調至更中性的立場。未來12個月，由於經濟週期不同步，新興市場的盈利增長有可能超過已發展市場經濟體，因此我們採取更中性的立場。
亞太區（日本除外）	●	—	●	—	由於我們對新興市場股票採取中性的戰術性立場，我們對亞太區（日本除外）亦採取中性的戰術性立場，因為亞洲（中國、韓國、台灣等）佔新興市場相當大的比例。未來12個月，相對於已發展市場股票，亞洲股票的價格可能更傾向窄幅波動。此外，亞洲的初始估值較美國吸引。
政府債券					
政府債券	3個月		12個月		理據
	●	—	●	—	
美國	●	↑	●	—	前瞻性指標反映美國勞動市場惡化，意味著經濟增長將繼續惡化，工資通脹則會放緩。我們認為，在適當情況下，我們應在多元資產投資組合中建立美國政府債券長倉。未來12個月，我們預計美國收益率將整體下跌，這與我們對通脹放緩環境的預期一致。
歐洲	●	—	●	—	我們的短期立場維持中性。我們認為，歐洲央行在6月減息更接近是對限制性政策的調整，而不是徹底放寬政策的轉向。未來12個月，由於經濟增長相對疲弱，加上加息的滯後效應，歐洲政府債券在潛在的避險市場情景下相對吸引。
新加坡	●	—	●	—	雖然新加坡金融管理局在短期內不太可能放寬貨幣政策，但我們認為貨幣政策有可能在2025年放寬，尤其是假如製造業活動繼續放緩，而通脹放緩趨勢維持不變。因此，長遠而言，我們看好新加坡政府證券債券。
<p>數據來源：瀚亞投資（新加坡）有限公司。資產類別觀點是團隊截至2024年7月最近一次每月會議的觀點，不應視作建議。3個月 = 3個月觀點。12個月 = 12個月觀點。本文所載資料可由投資經理酌情更改，恕不另行通知。</p>					

資產配置 (續)

資產配置觀點					
信貸	3個月		12個月		理據
	●	—	●	—	
美國高收益債券	●	—	●	—	美國高收益債券現階段仍然吸引，其本因素較過往週期更加強勁。雖然息差被認為昂貴，但從整體總回報的角度來看，約8%的最低收益率仍然吸引。我們現階段在戰術上仍看好美國高收益債券（對比美國投資級別債券），這與我們對全球股票的看法一致，但我們亦意識到經濟放緩導致息差在2024年下半年擴大的風險。
美國投資級別債券	●	—	●	—	鑑於目前美國投資級別債券息差極為狹窄，我們在未來3個月維持較不看好該資產類別的立場。考慮到我們對政府債券（或能夠受惠於收益率下跌並對利率敏感的較優質債券）及現金的防禦性偏好，對該資產類別的12個月觀點更偏向中性。
新興市場	●	↓	●	—	鑑於當前息差的上升空間有限，我們目前對新興市場美元債券的戰術性展望為中性。未來12個月，我們維持中性立場，因為在各種質素的信貸中，較優質資產（例如新興市場主權債券）可能跑贏風險較高的資產。儘管如此，已發展市場債券在週期後段仍應跑贏新興市場債券。
亞洲信貸	●	—	●	—	我們看好亞洲信貸的短期表現，因為全球增長穩步放緩的環境應有助穩定亞洲信貸的基本因素。我們繼續看好亞洲的增長前景，因為亞洲繼續鞏固其作為日益重要的全球製造業及貿易樞紐的地位。未來12個月，亞洲債券收益率或會更加穩定，因為亞洲通脹相對溫和，而強大的本地投資者群組能支撐該資產類別。
外匯	3個月		12個月		理據
	●	—	●	—	
美元	●	—	●	—	美國強勁的相對增長及高實際利率可能會在短期內支撐美元，但我們意識到需要其他催化因素來支持其上升動力。未來12個月，由於具有逆週期特性，美元（相對於其他主要貨幣）將受惠於全球增長放緩的環境。
歐元	●	—	●	↓	考慮到上述關於美元觀點的理據，未來3個月，我們維持更偏好美元（相對於歐元）的立場。未來12個月，由於具有順週期特性，在經濟增長放緩的週期後段情景下，歐元可能跑輸美元。
新加坡元	●	↑	●	—	短期而言，新加坡元應在現水平上維持相對窄幅波動，因為新加坡金融管理局目前可能會維持外匯政策不變。長遠而言，我們亦維持中性立場，因為在經濟增長放緩的環境中，逆週期的美元可能跑贏所有主要貨幣，這與週期後段的走勢一致。
<p>數據來源：瀚亞投資（新加坡）有限公司。資產類別觀點是團隊截至2024年7月最近一次每月會議的觀點，不應視作建議。3個月 = 3個月觀點。12個月 = 12個月觀點。本文所載資料可由投資經理酌情更改，恕不另行通知。</p>					

銅價勢將上升

銅是全球交易量最大的商品之一，其功能眾多並在各個行業廣泛使用，因此受到市場歡迎。全球五大產銅國為智利、秘魯、剛果民主共和國、中國及美國。這五個國家的銅產量約佔全球產量的60%。智利佔的比例最大，達24%¹。另一方面，中國佔全球銅需求的50%²。因此，中國的經濟環境顯著影響銅價。

銅價通常由供求考慮因素、融資及生產成本，以及氣候與地緣政治環境決定。過去一年，由於中國正經歷結構性變化，銅價持續因中國對銅的需求減弱而波動。中國房地產行業一度是中國銅需求的主要來源，如今其需求已縮減至約5%。未來的銅需求可能來自綠色能源轉型，一些經紀商預測綠色能源將在未來十年推動約47%的銅需求。

除了綠色能源之外，對銅的高需求源於人工智能快速增長。銅是一種關鍵原料，用於建設人工智能依賴的數據中心。根據瑞銀的研究，2023年數據中心的銅需求約佔全球需求的1.5%。由於銅具有高導電性，其亦可用於生產半導體。

¹ <https://www.statista.com/statistics/605533/distribution-of-global-copper-mine-production-by-select-country/>

² <https://www.statista.com/statistics/693466/distribution-of-global-refined-copper-consumption-by-region/>

儘管中國的需求減弱，但由於今年供應受阻而造成供應短缺，銅價自今年2月以來仍大幅上升。這個供應問題不太可能在短期內緩和，因為近年對礦業的投資不足，導致新礦場的勘探及開發變得困難。事實上，勘探及開發新礦場可能需要長達15年的時間。因此，全球銅庫存仍處於多年低位，反映供應問題不太可能在短期內消失。

面對銅需求不斷增長、供應持續短缺、中國前景改善以及最終減息的環境，一些分析師看好這種商品。例如，花旗銀行認為，銅價將在未來12至18個月升至每噸12,000美元（上升27%）。投資者可循數種途徑投資於銅：直接投資於銅或投資於銅礦公司。與銅相比，銅礦公司的beta值更高，因為有更多因素影響銅礦公司股價。

相對於持有單一銅礦股，持有由多間主要收入來自銅礦開採的公司組成的多元化持倉的風險較低。銅的基本前景仍然吸引，任何價格回調均可能吸引策略性買盤（銅及銅礦公司）。



資料來源：LSEG Datastream，截至2024年7月23日。



免責聲明

資料來源：瀚亞投資（新加坡）有限公司。

本文由瀚亞投資（香港）有限公司（「瀚亞香港」）刊發。本文並不構成任何證券之認購、買入或沽售的要約或建議。本文所載任何意見或估算資料可能作出變更，恕不另行通告。本文所載資料並未就任何人士的特定投資目標、財務狀況或特殊需要作出考慮；因此，亦不會就任何收件人士或任何類別人士，基於本文資料或估算意見所引致的直接或間接損失作出任何擔保或賠償。過往表現，對經濟、證券市場或市場經濟走勢的預測、推斷、或估算，未必代表將來或有可能達致的表現。瀚亞香港是英國Prudential plc.的全資附屬公司。瀚亞香港和Prudential plc. 與一家主要在美國營運的Prudential Financial, Inc., 和在英國成立的M&G plc的附屬公司 Prudential Assurance Company, 沒有任何關係。

本文及資料在瀚亞投資網站(www.eastspring.com.hk) 由瀚亞投資(香港)有限公司刊發，並未經香港證監會審閱。