

2024年年中投資展望

分岐中尋找機遇





Kristina Hooper
環球首席市場策略師

內容概要

通脹：步伐不一但都在回落。儘管市場普遍預期2024年全球經濟增長將放緩，但大多數主要經濟體的增長及通脹表現持續優於普遍預期。我們對今年年內的展望聚焦於各國的通脹路徑，以及央行官員於啟動實施寬鬆貨幣政策時如何權衡各種風險。雖然主要西方經濟體（尤其是美國）的通脹回落幅進度參差，但我們仍然預期，隨著供求漸趨一致，到2024年底，大多數經濟體的通脹將進一步下降。我們認為，美國以外已發展市場經濟體的通脹將更快回落，而央行將更關注通脹的走向，而非當前的通脹水平，這意味著有關央行將於通脹回落至目標水平之前開始減息，但減息將循序漸進。

增長：強韌且並未衰退。我們認為，全球經濟仍處於階段性疲弱，因為貨幣政策偏緊，增長雖低於趨勢，但仍具韌性。分歧再度成為主題，未來各個經濟體的增長及通脹步伐可能不一。例如，我們預期美國表現將繼續一枝獨秀，而歐元表現將相對疲弱，但股市的相對表現可能會受到意外利好的支持。日本方面，日圓疲弱及結構性改革推動通脹回升，讓日本央行得以展開相當溫和的緊縮進程。中國方面，房地產市場持續偏軟，而消費者信心逐漸回升，反映增長低於趨勢但正在改善。

市場：風險資產擁有較大上行空間。市場似乎已消化大部分預期，但我們繼續保持承擔態度。信貸息差反映宏觀基本因素仍然健康，股市亦反映盈利持續增長。展望2024年下半年，市場或會因應利率前景的變化作出調整，包括在此過程中出現的任何利好或利淡數據。我們認為，相比具體減息次數，對於央行接下來將減息而非加息的觀點更加重要，尤其是在市場情緒仍然十分波動的情況下。需要指出，目前存在市場過於樂觀且尚未完全消化潛在問題的重大風險。考慮到宏觀環境利好，我們傾向於偏重風險資產，但會嚴格控制風險，因為估值偏高的風險資產上升空間有限。

撰文

Jeffrey Bennett, CFA®

高級投資組合經理
經理選擇總監

趙耀庭

環球市場策略師

Arnab Das

環球宏觀策略師

David Gluch, CFA®

客戶投資組合經理，
環球資產配置(GAA)

Mo Haghbin, CFA®, CAIA®

解決方案總監

Kristina Hooper

環球首席市場策略師

Paul Jackson

環球資產配置研究總監

Benjamin Jones, CFA®

宏觀研究總監

Tomo Kinoshita

環球市場策略師

Turgut Kisinbay

美國首席經濟師，IFI研究

Brian Levitt

環球市場策略師

Alessio de Longis, CFA®

解決方案投資總監

Ashley Oerth, CFA®

環球助理市場策略師

Michael Sobolik, CFA®

房地產投資策略師

Drew Thornton, CFA®

解決方案Thought Leadership總監

András Vig

高級多資產策略師

Rob Waldner, CFA®

首席策略師，固定收益宏觀研究主管



我們預期，通脹將繼續回落至央行目標水平，而增長率將逐步重返趨勢水平。

宏觀觀點

增長在向好——但不均衡

1

- 儘管多個經濟體均實施限制性貨幣政策，但經濟增長仍頗具韌性。
- 增長率似乎在向趨勢水平靠攏，包括歐元區增長回升及美國增長靠穩。



通脹進展不一，但趨勢向好

2

- 我們預期通脹將持續回落，但美國速度較慢，而歐元區速度相對較快。
- 日本通脹率可能會在2%的目標附近企穩。



多個主要經濟體有望減息

3

- 鑑於通脹重現回落趨勢，主要央行將更有空間開始下調政策利率。
- 減息時間與幅度將因國家而異，其中歐洲將率先減息，美國隨後；日本央行正略為收緊貨幣政策。



產業政策預示未來差距將繼續擴大

4

- 除貿易壁壘之外，主要經濟體還加強國家補貼及激勵措施，以推動私人資本開支。
- 這些措施可能會推動短期增長差距進一步擴大，但長期效果尚未確定。
- 部分國家可能比其他國家更成功。



關鍵風險及主題

5

- 地緣政治、選舉及金融風險正受到密切關注，並可能促使我們改變觀點。



附註：無法保證市場觀點將會實現。

市場觀點

固定收益

固定收益資產估值較高，孳息率曲線倒掛且信貸息差較窄。短期內，我們傾向於對利率進行區間交易。技術因素十分利好，中期內，我們相信當前債券孳息率締造買入機會。

股票

估值已大幅攀升。然而，減息往往會提供進一步的推動力，而多個經濟體的增長環境好轉應會利好基本因素。

美元／各國貨幣

聯儲局若啟動減息週期，美元應會在不久後開始週期性回落。然而，由於利率差異仍然較大，有利於美元，抑制美元的下跌幅度。

另類投資

高收益率及接近零水平的存續期令貸款及私募信貸在「利率於更長時期內保持高企」的環境下具有吸引力。房地產基金的估值接近低谷水平。隨著可動用資金不斷積累，私募股權普通合夥人加大部署的動力充沛。

新興市場

聯儲局重新轉向「利率於更長時期內保持高企」立場，抑制資金流向新興市場，但個別市場的吸引力不容忽視：印度經濟快速增長；土耳其、阿根廷經濟復甦；拉丁美洲及中歐高收益率。若聯儲局落實減息，我們預期美元將走軟，從而支撐新興市場資產類別。

1 全球經濟增長正在改善，但各國步伐不一

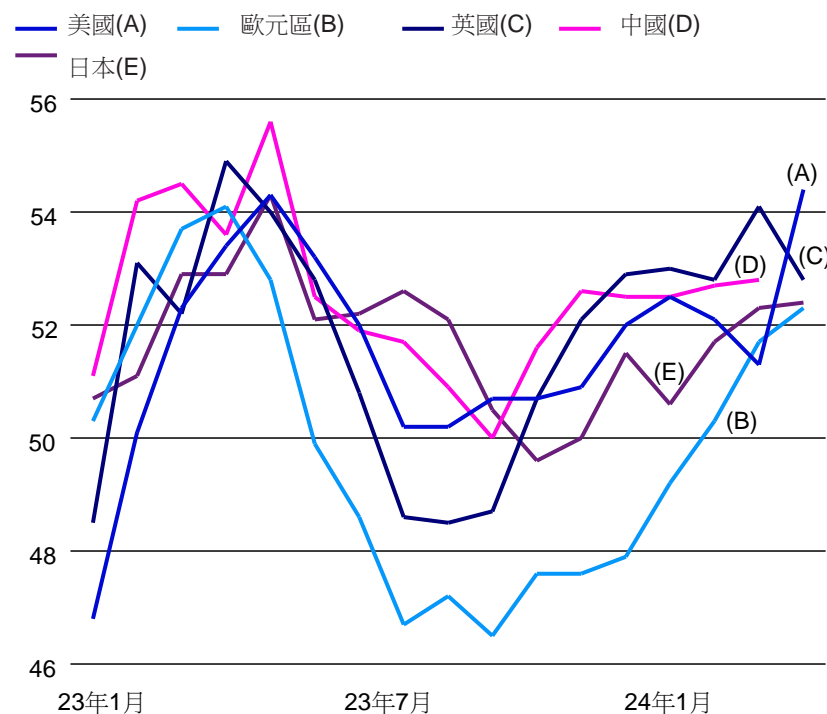
美國略為放緩，而歐洲、日本及中國正在改善

我們認為，全球經濟仍處於階段性疲弱，因為在限制性貨幣政策的推動下，增長雖低於趨勢，但仍具韌性。美國增長略為放緩，但歐洲增長正從較低基數開始改善，應會受到預期早於美國的降息支持。

分歧再度成為主題，未來各個經濟體的增長及通脹步伐可能不一。

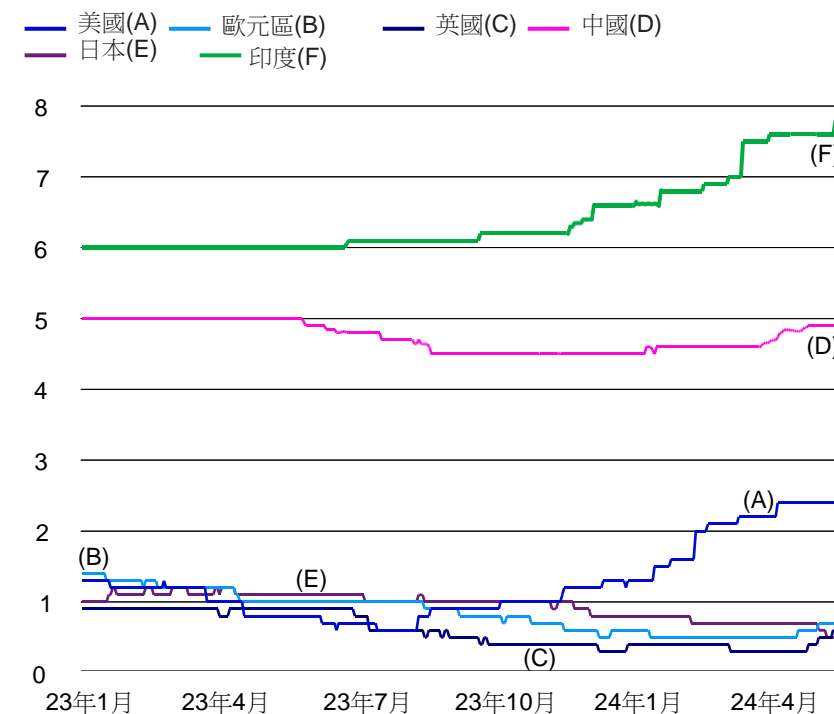
- 儘管政策利率偏高，但美國增長一直保持相對韌性，不過目前增速似乎有所下滑。我們預期今年餘下時間的增長將向趨勢水平靠攏。
- 歐元區方面，我們預期增長表現落後於美國，但增速應會回升，接近潛在增長率。
- 日本方面，鑑於工資增長、製造業產出反彈及財政刺激措施，增長亦有望改善。
- 中國方面，在消費者情緒改善加上財政刺激措施的提振下，未來增長將低於趨勢水平但逐步改善。

大多數地區的增長似乎重新加速，但美國增長正在放緩
2023年1月以來的綜合採購經理人指數(PMI)指數



附註：數據截至2024年5月31日。月度數據以標準普爾全球綜合採購經理人指數顯示。
資料來源：LSEG Datastream及景順。

市場一致增長預期存在明顯分歧
2024年國內生產總值(GDP)一致預期(%)



資料來源：景順、彭博，截至2024年5月31日。

2 通脹持續回落，但各經濟體步伐不一 美國通脹回落似乎較慢；歐元區更為快速

主要西方經濟體通脹從2022至23年高位相對較快回落之後似乎已有所放緩（尤其是美國）。服務業通脹尤其仍遠高於目標。有見及此，市場推遲對主要央行何時可能開始放寬鷹派政策立場的預期。

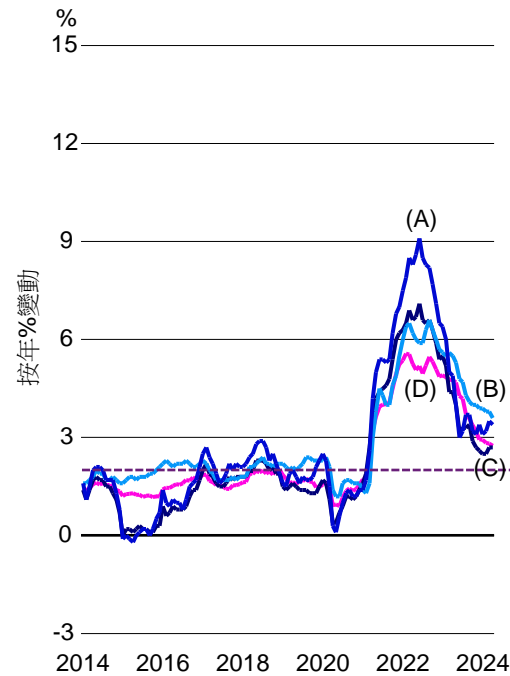
然而，我們繼續預期大多數經濟體的通脹將在預期時間範圍內下降，而非美國已發展市場經濟體的通脹回落速度將更快。

- 由於美國經濟強勁增長、勞動力市場依然緊張以及今年截至目前一系列通脹數據意外上行，政策當局及市場人士下調通脹回落路徑的預期。然而，我們仍然認為美國通脹將持續回落，但步伐將會放緩，以致2024年可能減息的次數有限。
- 儘管增長表現落後於美國，但歐元區通脹前景更接近歐洲央行的目標水平。

美國第一季度個人消費支出(PCE)通脹放緩



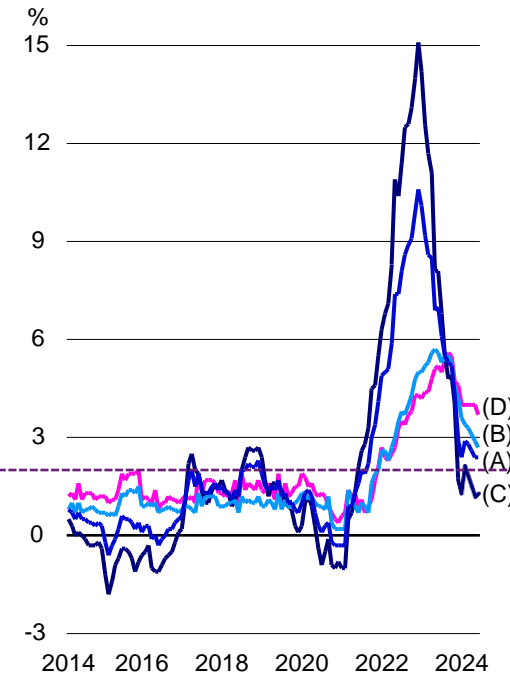
— 消費物價指數 (A) — 核心消費物價指數 (B)
— 個人消費支出 (C) — 核心個人消費支出 (D)



歐元區整體通脹放緩



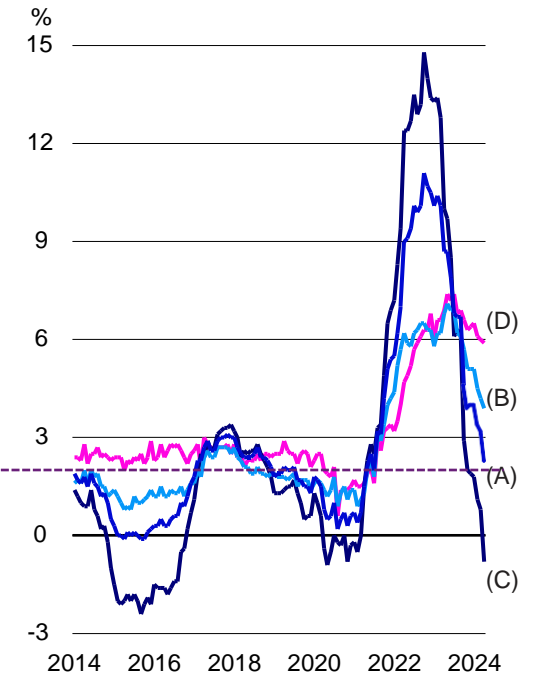
— 消費物價調和指數 (A) — 核心 (B)
— 商品 (C) — 服務業 (D)



英國服務業通脹高企



— 消費物價指數 (A) — 核心 (B)
— 商品 (C) — 服務業 (D)



附註：CPI = 消費物價指數。HICP = 消費物價調和指數。PCE = 個人消費支出。央行對商品價格的影響力甚微（如有），而且對貿易商品通脹的影響力亦遠小於對當地服務業通脹的影響力。因此，由於服務業通脹居高難下，預計央行不會改變實際政策或立場，或會放緩寬鬆步伐。
資料來源：Macrobond、景順。上圖的美國整體及核心CPI、歐元區HICP、核心及服務業通脹的月度數據均截至2024年3月；美國PCE、核心PCE、歐元區服務業及所有英國通脹指標的月度數據截至2024年2月。所有數據截至2024年5月31日。

3 市場已為聯儲局及歐洲央行減息做好準備 目前通脹形勢啟動未來的寬鬆政策

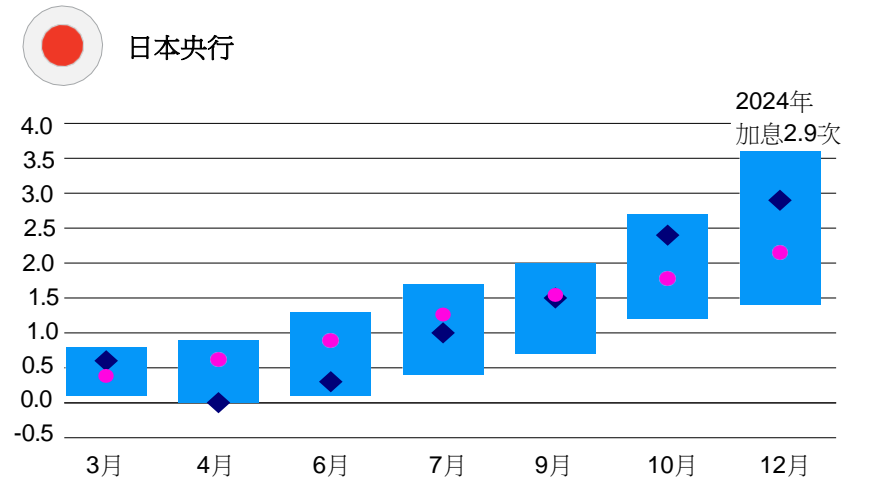
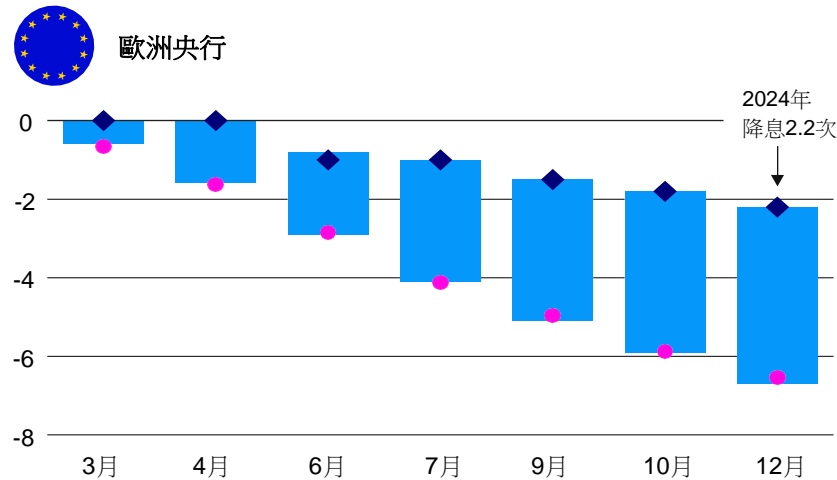
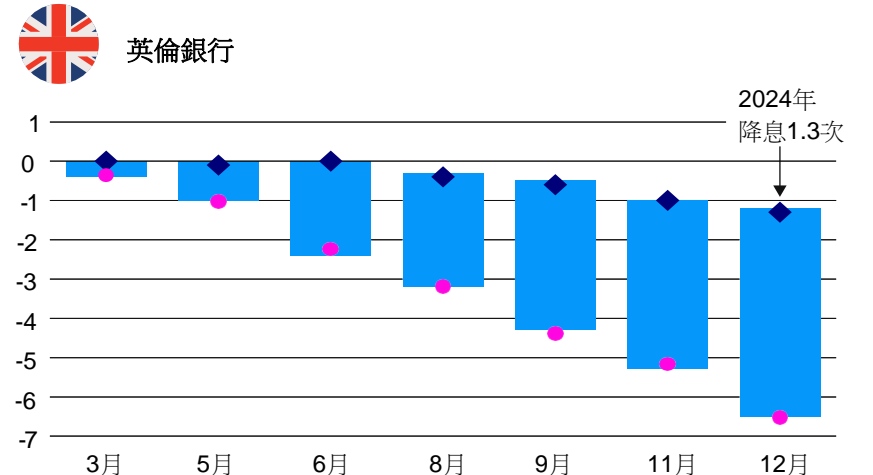
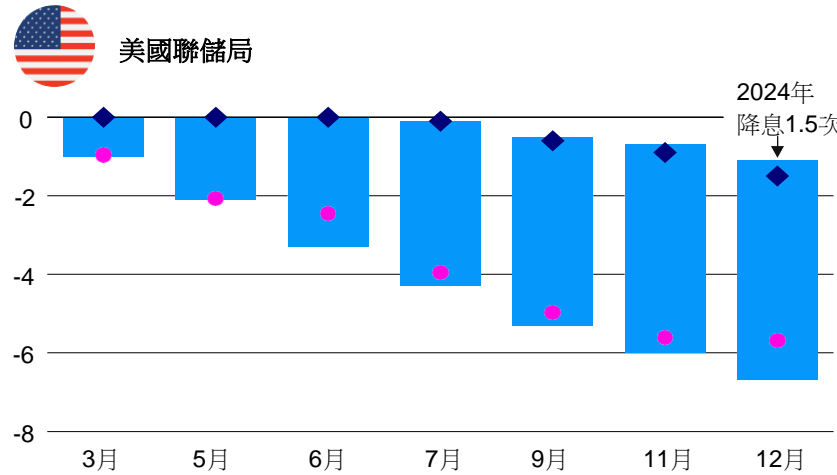
年初，市場預期西方已發展經濟體央行將有一輪減息。如今，鑑於第一季度通脹數據高於預期，市場預期將僅減息數次。如右圖所示，今年市場對通脹回落及政策的預期十分波動。在撰寫本文章時，市場對美國、歐元區及英國減息次數的預期似乎已接近範圍底部。

我們預計，隨著通脹持續下跌，應該會對政策路徑再次施加下行壓力。隨著通脹回落，實質政策利率將走高，將有助於刺激聯儲局、歐洲央行及英倫銀行減息。歐洲增長相對疲弱，應利好歐洲更快落實減息。

美國通脹緩慢回落，因此，聯儲局減息次數將相對較少。這應有助於美元在聯儲局實際減息之前持續高企。相比之下，日本通脹率升高，預期今年內將進一步加息。在美國與日本之間的實質利率息差收窄之前，日圓應不會大幅走強。

市場對2024年減息／加息預期的變化反映市場對寬鬆政策實施時間的看法反覆

■ 2024年的預期範圍（年初至5月31日） ◆ 5月31日 ● 1月1日



資料來源：景順及彭博，截至2024年5月31日。基於2024年餘下時間內各市場隱含政策利率路徑。美國聯邦基金利率基於聯邦基金期貨。所有其他數據則基於隔夜指數掉期定價。每次降息或加息幅度假設為25點子，但日本除外，每次降息或加息幅度假設為10點子。

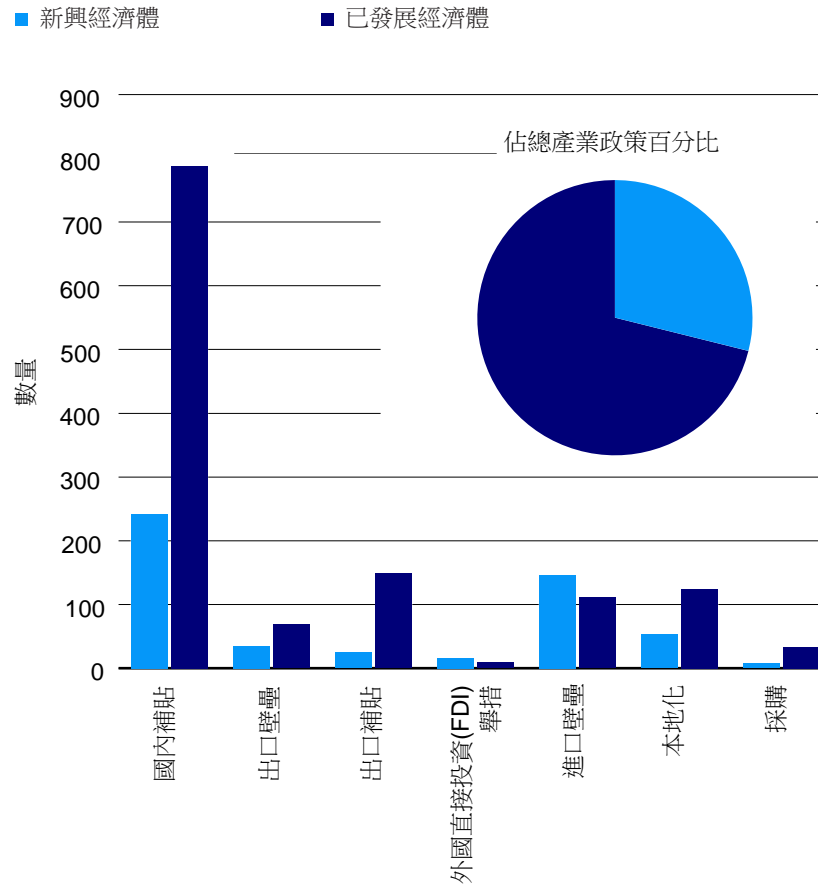
4 產業及貿易政策反映分歧可能仍是主題

主要經濟體目前對產業政策的利用遠超新興經濟體

產業政策現已成為地區差距的主要因素。已發展經濟體目前比新興市場更有可能利用產業政策。2023年，已發展經濟體的產業政策佔71%，新興市場僅佔29%。新興市場仍傾向於依賴貿易壁壘，而部分已發展經濟體則綜合運用產業及貿易政策。

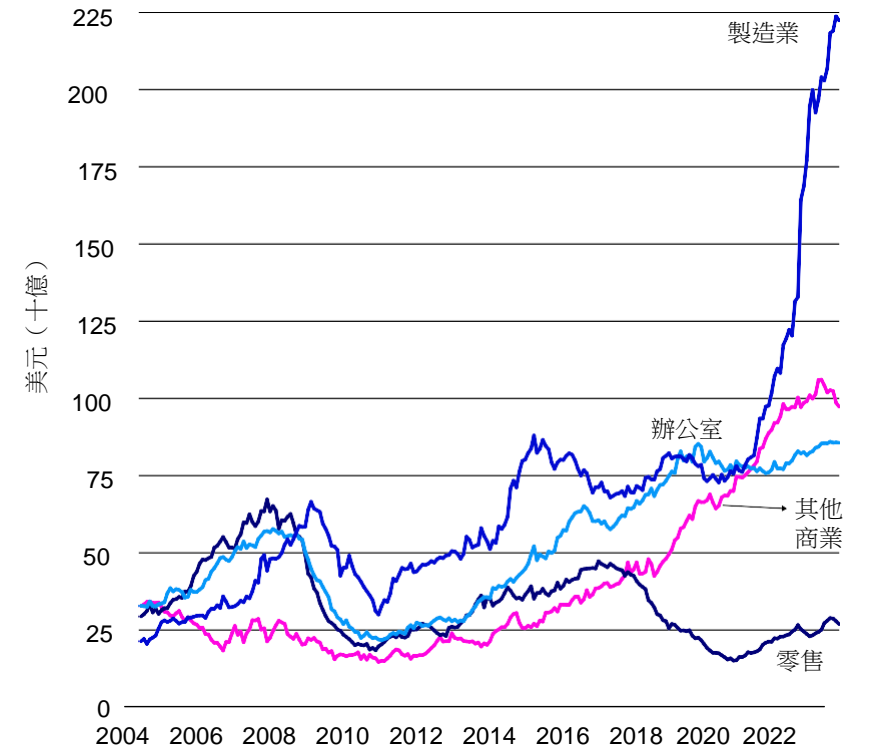
- 新產業政策通常採取當地補貼的形式，如注入資本及股權、財政補助、實物補助、稅項或社會保險減免、生產補貼、利息補貼、貸款擔保、進口激勵及價格穩定等。
- 少數經濟體佔產業政策的最大份額——2023年，中國、歐盟及美國佔產業政策的48%。主要新興市場亦使用產業政策，特別是印度及印尼。
- 美國近年通過的重大產業政策舉措包括《兩黨基建法案》、《芯片與科學法案》以及《通脹削減法案》。美國的產業政策似乎會對製造業投資產生重大影響。對增長、生產力及利潤的影響仍有待觀察。

2023年按經濟類型劃分的新產業政策



資料來源：國際貨幣基金組織新產業政策研究所，截至2024年1月4日。

美國非住宅建築的建築開支(SAAR)



資料來源：Datastream，月度數據截至2024年2月29日。零售為綜合零售、購物中心及商場的總和。其他商業為商業減去零售。
附註：SAAR = 經季節性調整年率。

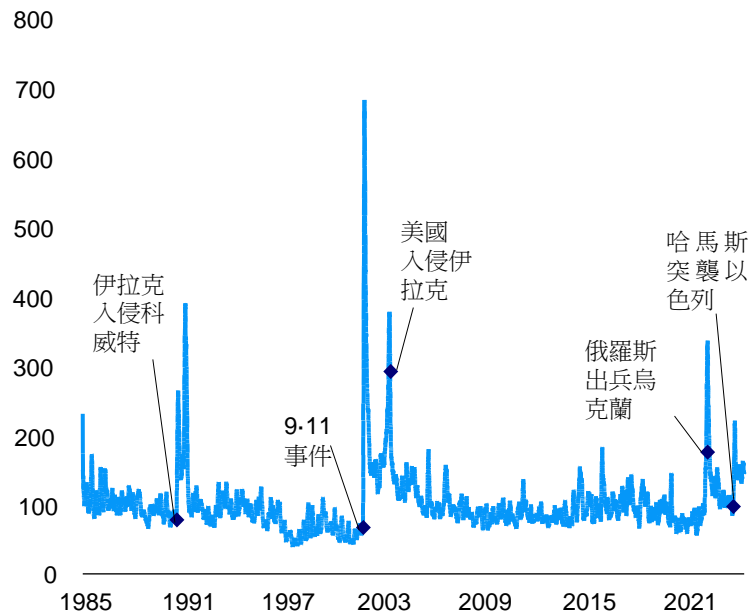
5 關鍵風險

地緣政治風險升高

近期中東事件再次凸顯地緣政治環境仍波濤詭譎。其他政治風險包括仍在持續的俄烏戰爭、中美關係緊張以及即將舉行的美國大選可能帶來的影響。這些風險的影響可能從地區蔓延至全球，從而影響貿易、造成供應衝擊等。

地緣政治

地緣政治風險指數（30日移動平均）



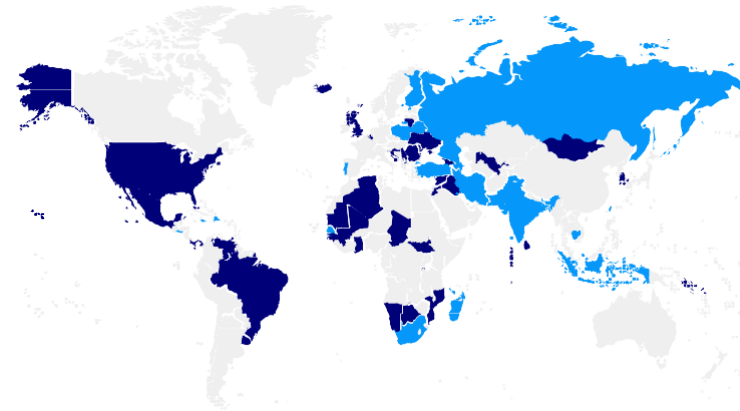
資料來源：景順、Macrobond，截至2024年5月31日
地緣政治風險指數，《衡量地緣政治風險》，Caldara、Dario及Matteo Lacoviello 2018年著。

選舉帶來重大不確定性

76個國家／地區計劃於2024年舉行選舉。多個國家已經完成選舉且對市場影響有限。美國及英國將舉行大選。由於政策及政治因素可能改變經濟及投資格局，特別是美國大選，此等因素仍然高度不明朗，需要密切關注。

2024年舉行大選的國家

- 2024年已完成大選
- 計劃於2024年舉行的選舉



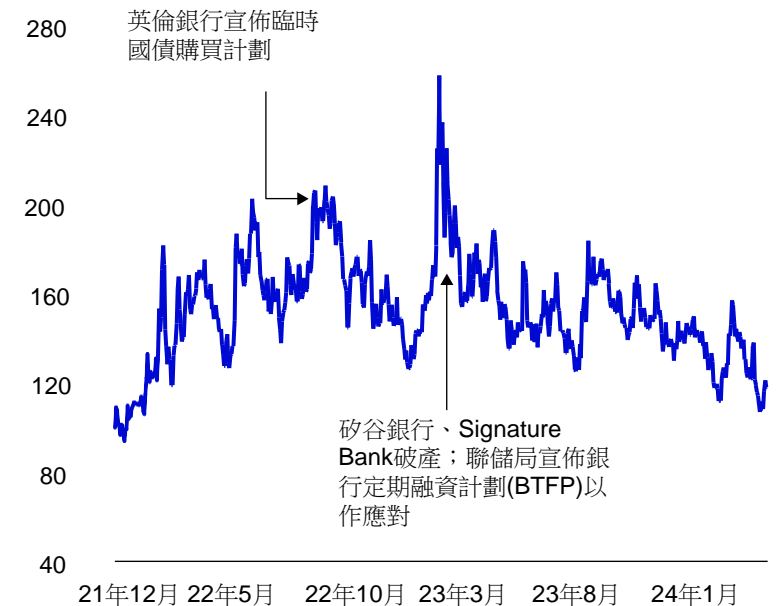
資料來源：景順及美國國際民主協會，截至2024年5月31日。

金融危機及壓力

2022至23年各大央行迅速加息後，金融壓力上升，一場危機可能導致政策突然轉軌。但令人鼓舞的是，近期的金融危機獲得迅速及到位的應對——而且由於疫情前廣泛去槓桿，我們認為出現系統性金融危機的風險有限。

政策制定者迅速應對危機

ICE美銀美林MOVE指數（2022年1月1日 = 100）



資料來源：Macrobond及景順，截至2024年5月31日。附註：ICE美銀美林MOVE指數衡量美國債券市場波動率，基於一個月平價2年期、5年期、10年期及30年期固定期限利率掉期的隱含孳息率波動。

英國增長出現改善，但通脹態勢喜憂參半

由於通脹仍然頑固，英倫銀行對實施寬鬆政策將持審慎態度

我們預期，英國經濟表現將與歐元區相若，但進度將更慢，而且近期貨幣政策的寬鬆程度亦更小。經濟活動指標已初步出現改善跡象，消費者狀況超過多數人的預期。

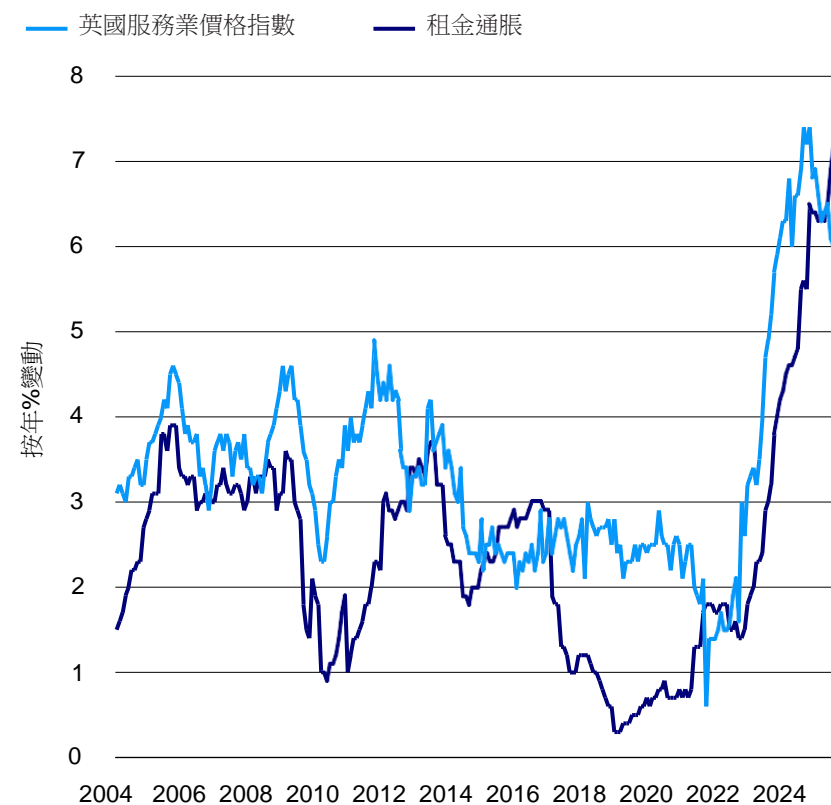
- 通脹放緩速度較慢，但基數效應及能源價格下跌已有助推動通脹放緩。服務業通脹仍然高企是英倫銀行面對的一道難題。我們認為，英倫銀行將於2024年減息，但將循序漸進。
- 英國將於7月4日舉行全國大選，今年或將迎來新上台的工黨政府。儘管工黨的政策不太可能大幅偏離保守黨原有的政策，但我們預期在工黨領導下，英國將與歐洲保持較緊密的關係，這可能會減少英國資產因脫歐而出現的部分折讓。

能源成本下降可能會緩和2024年下半年的通脹率
英國CPI與能源價格



資料來源：景順、彭博，截至2024年5月31日。

服務業通脹高企仍是英倫銀行面臨的挑戰
英國的服務業及租金通脹



資料來源：景順、彭博，截至2024年5月31日。

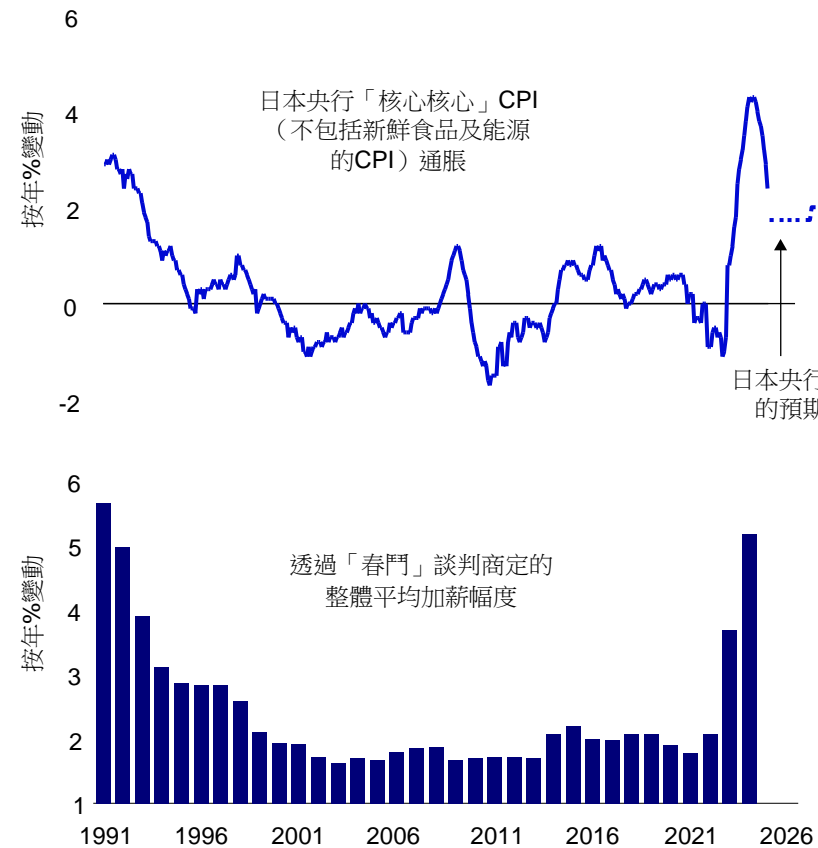
日本經濟正朝着持續通脹2%穩步邁進

隨著日本經濟邁向通脹，企業盈利能力有所改善

今年，工會與公司之間進行的「春鬥」(春季勞資談判)為大型公司工人爭取到**5.2%**的加薪。工資上漲、製造業產出回升以及財政刺激措施應可利好日本的消費及投資增長。

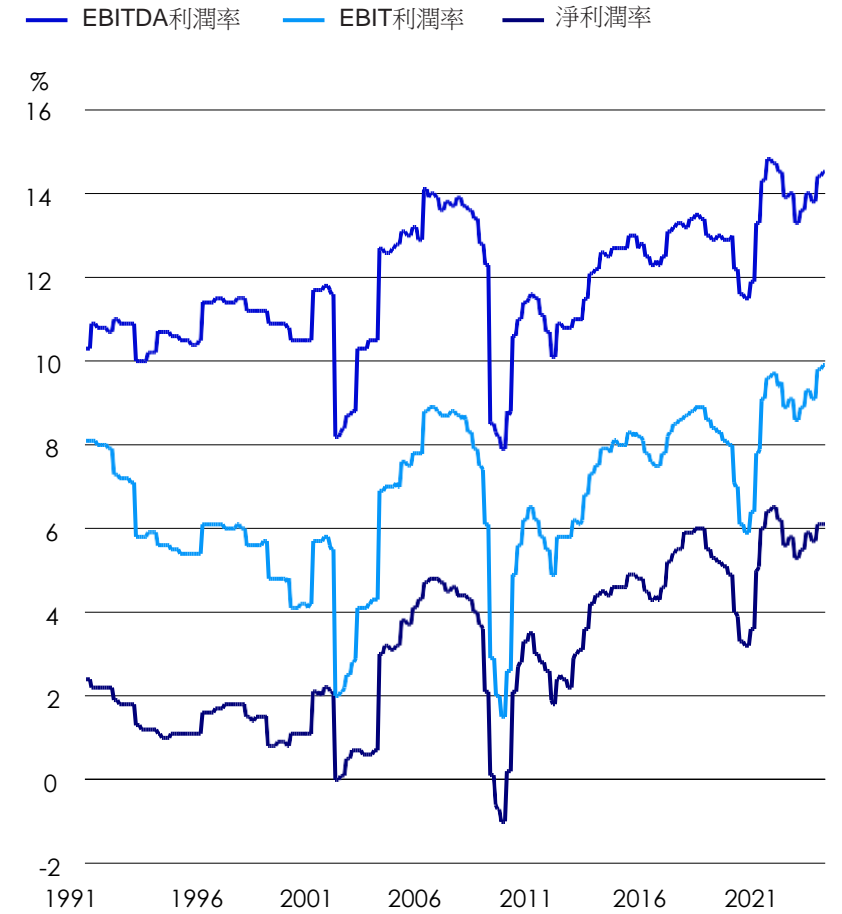
- 隨著通脹窄幅上升，我們預計日本央行將在**2024年底**前落實至少一次額外加息，並可能推出量化緊縮政策，從而有望提高日本持續通脹**2%**的可能性。
- 日本企業邁向更進取定價的行為，推動企業利潤率創歷史新高。環球投資者可能上調對日本股票的資產配置，預示日本股票有望於**2024年下半年**進一步跑贏其他已發展經濟體的股票。
- 由於基本因素改善，日本資產變得更為吸引，據此，日本股票有望進一步領先，部分是由於環球投資者於**2024年下半年**相對於其他已發展經濟體的股票上調對日本股票的資產配置。日圓短期內可能會繼續走弱，但聯儲局下調政策利率及日本央行加息應會於今年底緩解日圓的疲軟表現。

日本通脹及春鬥加薪



附註：通脹數據不包括上調消費稅的影響。資料來源：Rengo及CEIC。每月通脹數據，截至2024年4月30日。2024年年度加薪數據，包括最近的「春鬥」談判結果。

日本上市公司的利潤率



資料來源：景順，來自Datastream。每月數據，截至2024年5月31日。

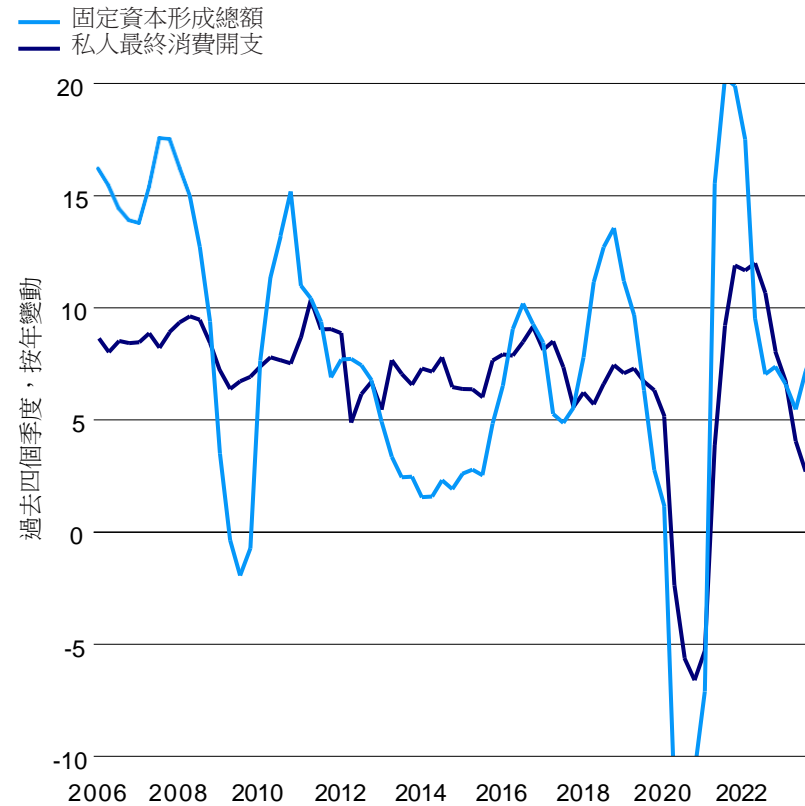
受惠於週期性及結構性利好，印度經濟增長強勁

「K型」營收增長是否會擴大至大眾消費及工業領域？

我們認為，儘管存在地緣政治風險，但印度目前已成為全球增長的主要動力，值得投資者關注。

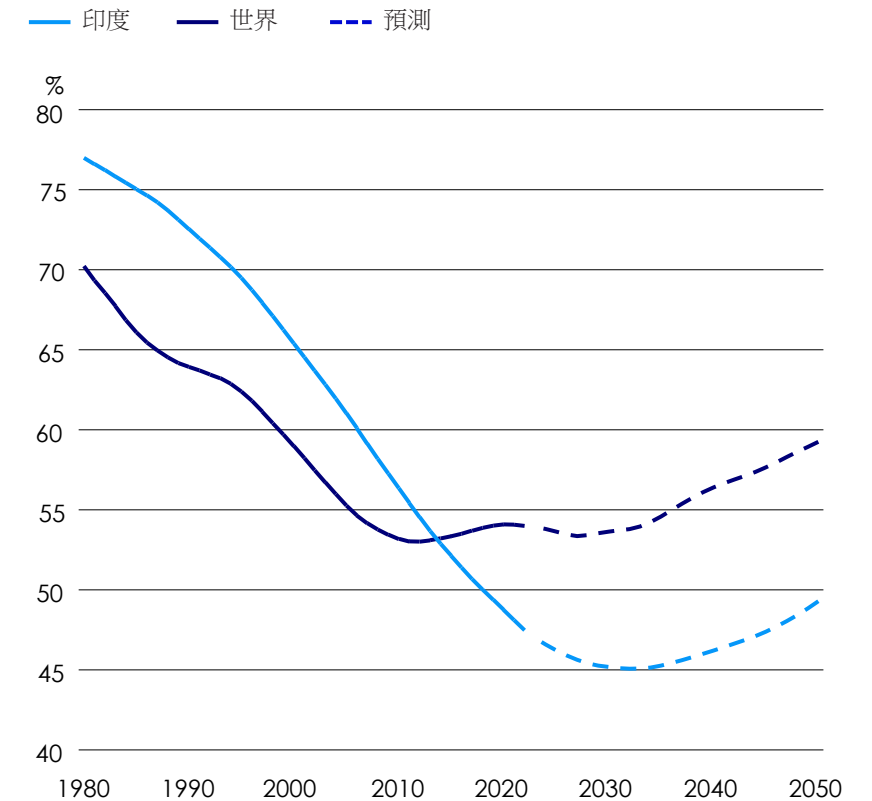
- 公共投資、高收入階層的私人消費及服務出口是主要的增長動力。我們預期，在大選後，投資將由公私基建轉移至私人資本開支及更廣泛的大眾消費，而該領域仍未擺脫新冠疫情創傷的影響。倘製造業投資及就業按預期增長，就業增長及勞動力收入上升將增強印度的週期性及結構性利好。
- 儘管投票率低可能造成不利影響，但經濟增長強勁應會為執政黨印度人民黨(BJP)在大選中的表現帶來支持。在大選後，改革前景應變得明朗，這可能會帶動投資增加；外資可能持續甚至是加速流入印度市場。
- 我們認為，由於指數納入印度債券將吸引更多外國投資者的關注，印度債券有望提供具吸引力的經風險調整後回報。股市似乎有望進一步受惠於國內需求及盈利預期上調，但估值相較過往水平或其他市場偏高可能抑制外資流入。

資本開支引領經濟增長；預計消費將緊隨其後



2023年第四季度的最新可用數據，截至2024年5月31日。數據以印度盧比計價的不變價格計算。資料來源：印度統計和計劃執行部(Indian Ministry of Statistics & Programme Implementation)及景順。

印度的長者撫養比率低於全球平均水平



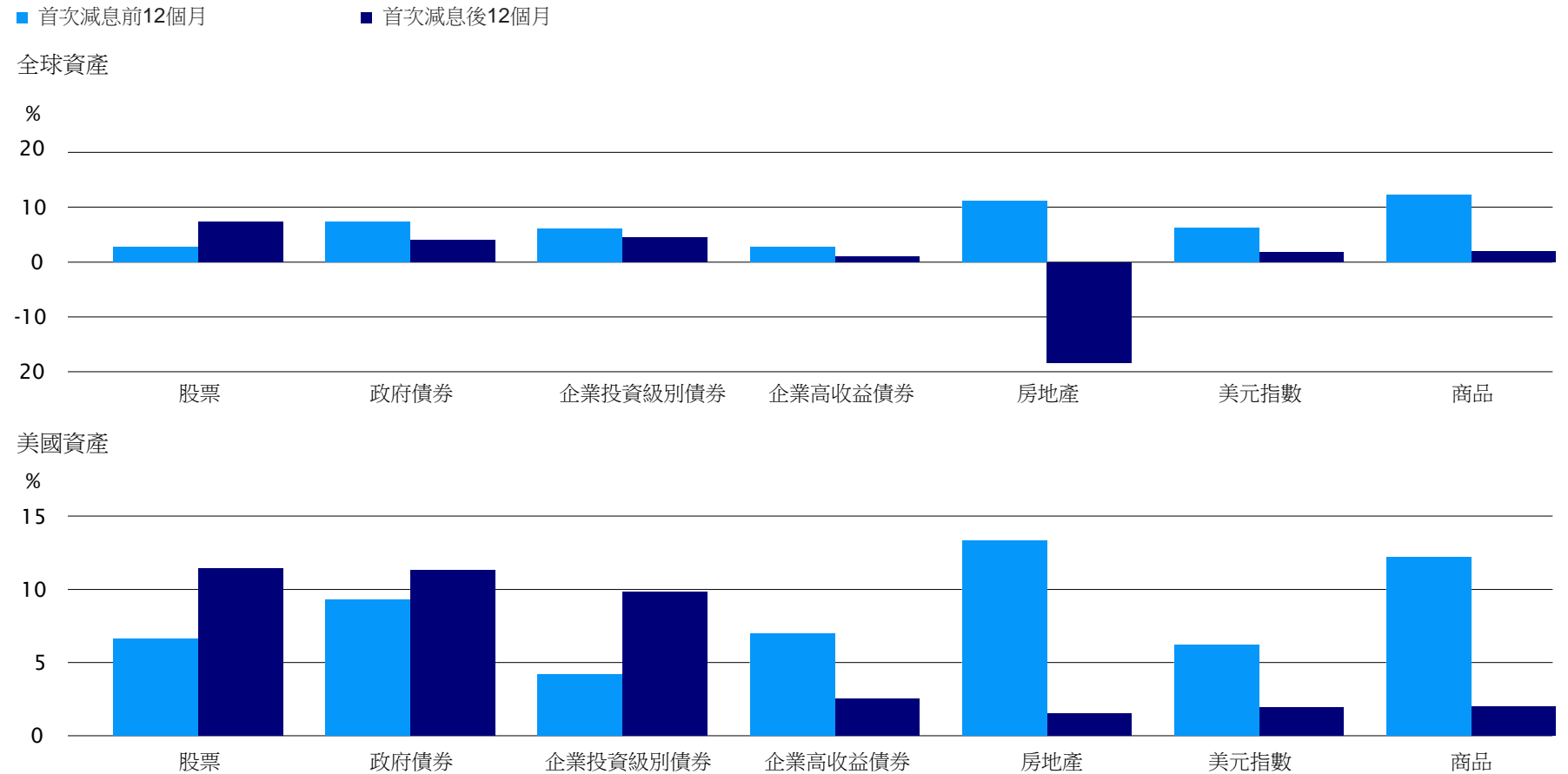
1980年至2050年的年度數據，截至2024年5月31日。2022年至2050年的數據為預測數據。總撫養比率指少年兒童人口(0-14歲)及老年人口(65歲及以上)相對每100名勞動年齡人口(15-64歲)的比率。資料來源：聯合國貿易發展署及景順。不保證所示預測將會實現。

減息應有助於提振風險資產

我們預期風險資產將受惠於大多數已發展市場料將於2024年下半年出台的政策支持。

- 我們注意到，風險資產（股票除外）過往在首次減息前的表現好過緊隨首次減息後的期間。我們認為，這是因為央行通常在經濟走弱時放寬政策。
- 然而，本輪週期有別於過往，因為央行在緊縮時落後於形勢，所以在放寬政策時亦可能後知後覺（將在週期後段減息）。
- 雖然風險資產可能因全球經濟持續放緩而波動，但我們懷疑這次寬鬆週期將與風險意欲增加同時出現。我們認為市場已提前反映經濟復甦。

聯儲局寬鬆週期首次減息前後的資產平均總回報（美元）

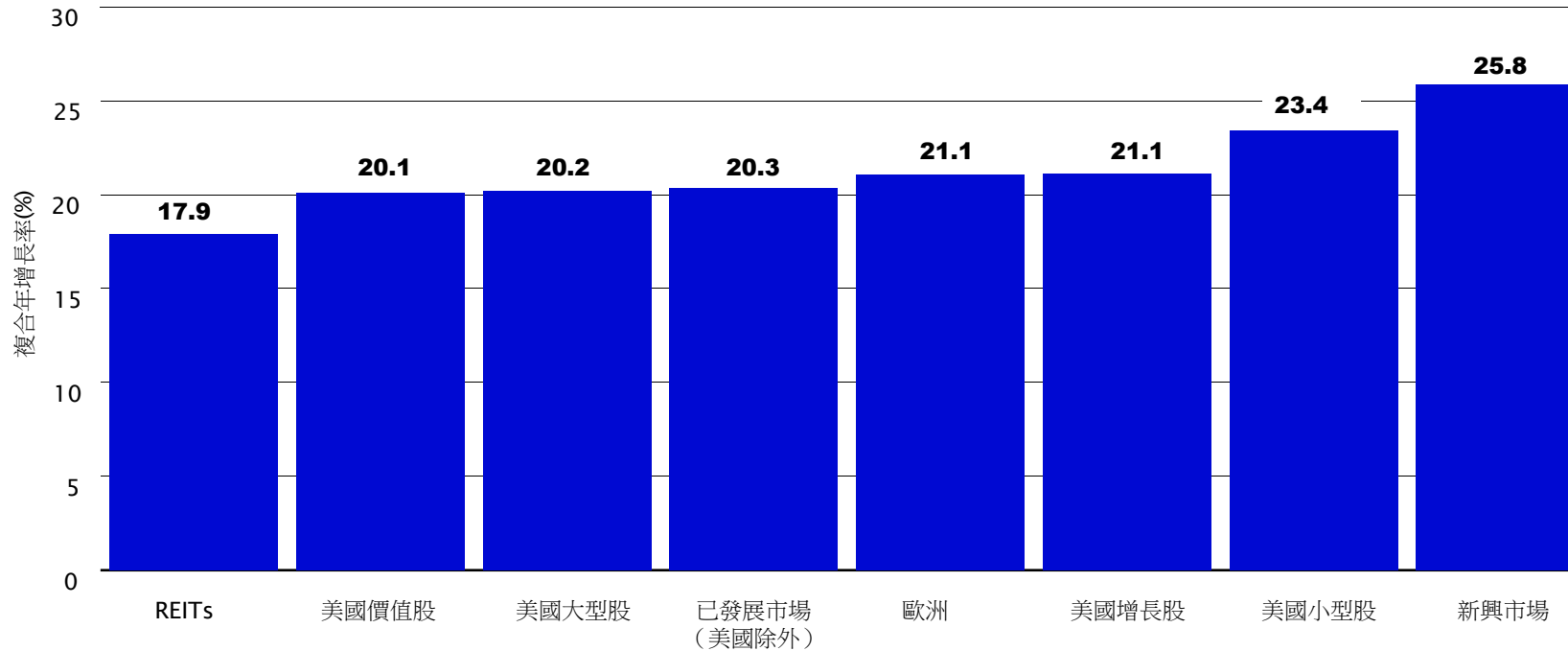


附註：過往表現並非未來業績的保證。不得直接投資於指數。「企業投資級別債券」= 投資級別債券；「企業高收益債券」= 高收益債券。基於1974年至今的聯儲局利率週期。請參閱附錄一，了解編製方法及指數定義。截至2024年5月31日。資料來源：ICE、ICE BofA、富時羅素、MSCI、標準普爾高盛商品指數、Refinitiv、LSEG Datastream及景順。

股票

貿易復甦有望利好非美元資產及週期性、價值導向更強及市值較小的股票

自1988年以來摩根大通全球製造業採購經理人指數上升期間全球股票的表现



非美元資產似乎具吸引力

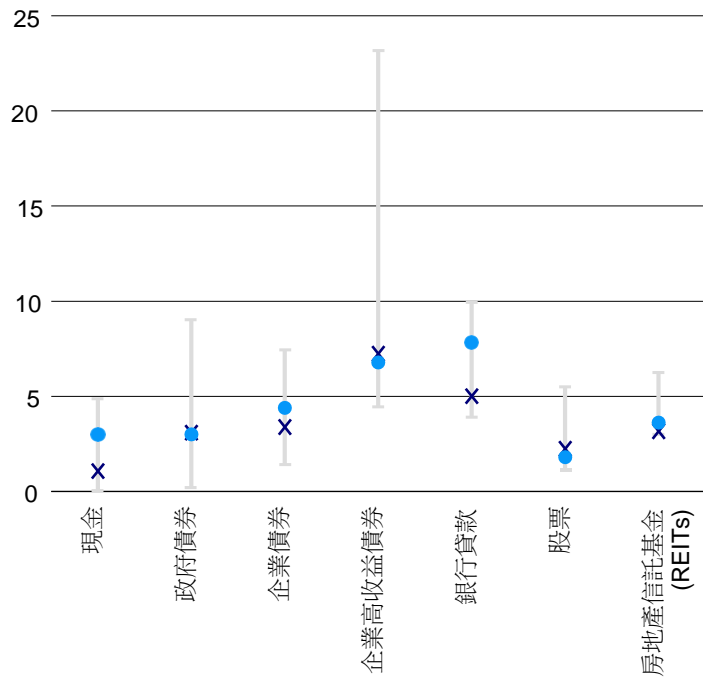
- 近年來，全球價值股（包括新興市場、歐洲及小型股）的落後表現已締造具有吸引力的機會。
- 鑑於許多經濟體即將放寬政策，我們預計全球經濟增長有望於2024年下半年改善，這已反映於上升中的全球製造業採購經理人指數。
- 全球產出增長通常有利於更具週期性的風險資產。我們預期隨着營運環境改善，全球價值投資將重獲投資者青睞。
- 非美元資產應會受惠於聯儲局啟動減息週期，這應會導致美元在短期內開始週期性走弱。然而，仍然較大的利率差異利好美元，美元跌幅可能有限。

資料來源：彭博及景順，2024年5月31日。附註：REITs = 富時NAREIT全股REITs指數。美國價值股 = 羅素1000價值指數。美國大型股 = 標準普爾500指數。美國增長股 = 羅素1000增長指數。歐洲股票 = MSCI歐洲指數。國際股票 = MSCI所有國家世界（美國除外）指數。美國小型股 = 羅素2000指數。新興市場股票 = MSCI新興市場指數。股價回報以美元計。請參閱附錄，了解指數定義。投資者不得直接購買指數。過往表現並非未來業績的保證。

孳息率顯示債券回升，但股票估值出現差異

全球各類資產的過往收益率範圍(%)

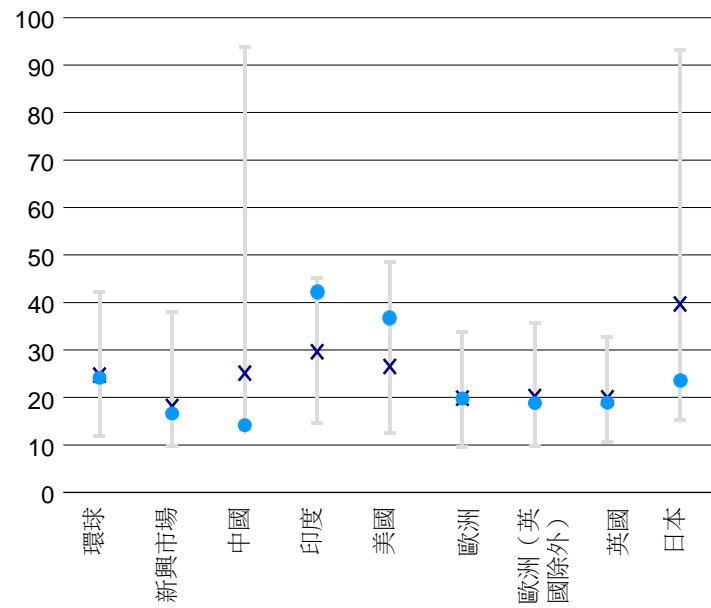
× 平均 ● 現時



關於各類資產的歷史範圍的起始日期：現金為2001年1月1日；政府債券為1985年12月31日；企業債券為1996年12月31日；企業高收益債券為1997年12月31日；銀行貸款為1998年1月31日；股票為1973年1月1日；REITs為2005年2月18日。截至2024年4月30日。資料來源：瑞士信貸／瑞銀集團、LSEG Datastream及景順環球市場策略部。

經週期調整市盈率(CAPE)的過往範圍

× 平均 ● 現時



附註：CAPE = 經週期調整市盈率，並使用10年盈利移動平均值。基於1983年1月3日起（除了中國自2004年4月1日起、印度自1999年12月31日起，以及新興市場自2005年1月3日起）的每日數據，使用Datastream指數。截至2024年4月30日。資料來源：LSEG Datastream及景順環球市場策略部。

估值亮點

機會

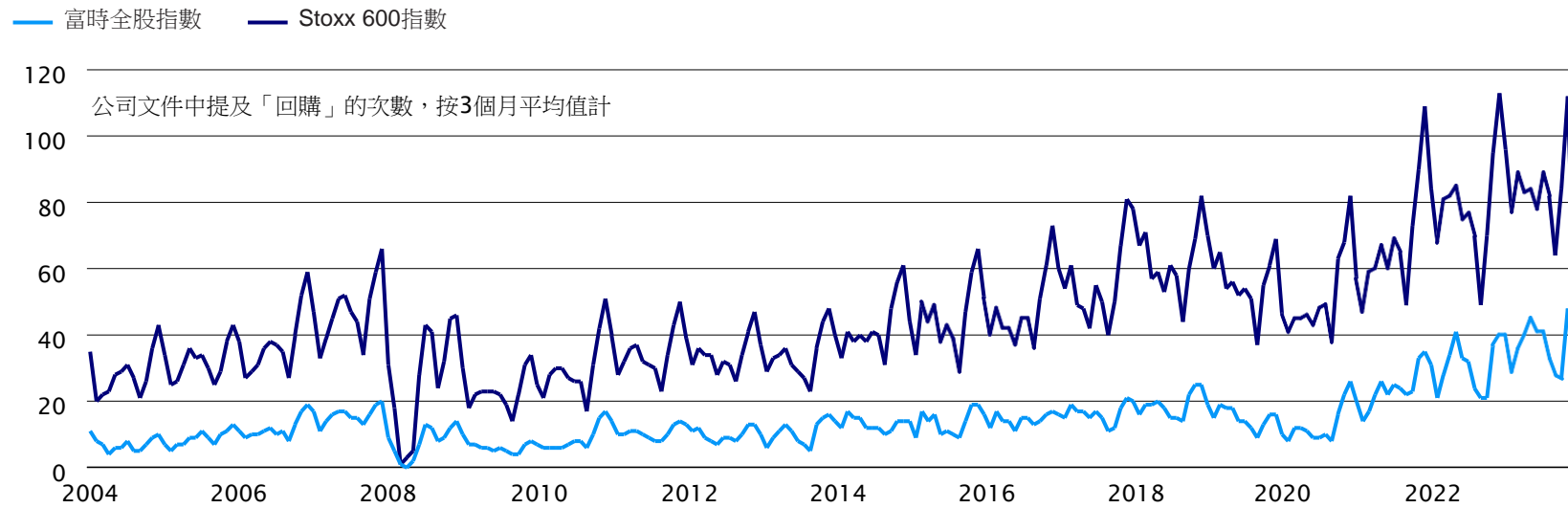
- 自全球金融危機以來的大部分時間，我們認為債券孳息率偏低，缺乏吸引力。現在情況有所不同。值得注意的是，現金利率及銀行貸款收益率處於歷史區間上限。
- 股票方面，從經週期調整市盈率來看，中國（估值較低）、歐洲（估值正常）以及美國及印度（估值較高）之間出現明顯差異。我們認為中國股市具有巨大的上升潛力，並有望受到意外的利好消息提振。

刺激因素

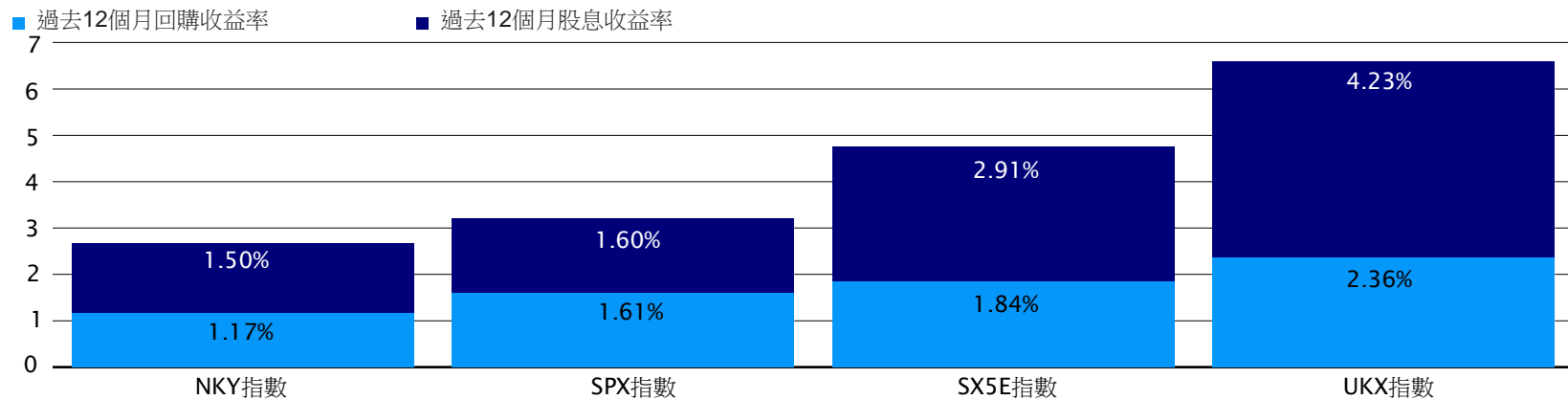
- 導致低（高）估值轉化為高（低）回報的原因往往難以確定。
- 然而，我們認為央行放寬政策有望推升固定收益回報，而如果央行慢慢放寬政策的步伐，現金及銀行貸款應會繼續提供具吸引力的回報。
- 極低的估值或許足以提振中國股市（就像2009年3月對美國股市的提振一樣），而經濟表現優於預期帶來利好。歐洲經濟復甦有望提振當地股市。

企業對股票的需求不斷增加

更多企業正在討論回購股份事宜



與世界其他地區相比，英國的股東總收益率較高



資料來源：景順及彭博，截至2024年5月31日。NKY指數 = 日經225指數。SPX指數 = 標準普爾500指數。SX5E指數 = 歐洲Stoxx 50指數。UKX指數 = 富時100指數。回購收益率指回購股份價值除以期初市值。

回購潮再度湧現

- 未來幾個月，對股票的需求，部分相當可能來自企業本身。第一季度，在盈利電話會議上提到回購股份的企業數量高於以往任何時候。左圖說明英國富時全股指數及Stoxx 600指數的情況，但全球情況相似。
- 例如，Apple於5月初宣佈創紀錄的1,100億美元回購計劃，此前有其他大型科技公司已發佈重大回購計劃公告。
- 回購活動應連同股息一併納入股東總收益率的計算。
- 相對於全球金融危機後期，目前在股票估值中採用的貼現率更高。這意味著收益部分或短期現金流（而非具投機性的未來增值）在投資者預期獲得的總回報中的比例將上升。
- 這應有利於英國及歐洲股市以及金融及商品板塊。

固定收益

增長及通脹差異可能影響全球利率



增長及利率觀點

- 通脹較預期頑固促使聯儲局維持利率不變。除非近期通脹居高不下的趨勢出現逆轉，否則聯儲局可能難以減息。
- 歐洲及英國通脹較加速放緩及經濟增長乏力可能促使歐洲央行及英倫銀行先於聯儲局採取行動，預計可能於今年夏天減息。
- 新興市場央行在設定政策方向時可能受美國數據及聯儲局政策預期影響。
- 全球經濟增長反映差異主題：美國經濟增長穩健，新興市場具韌性，而歐洲在新冠疫情後復甦疲弱。



信貸觀點

- 強勁的基本因素、穩健的技術因素，以及從歷史角度來看具吸引力的綜合收益率支撐今年的信貸市場。
- 我們傾向於趁低買入美國投資級別債券。鑑於美國經濟的基本因素強勁，我們此後對美國投資級別債券的看法有較大可能轉為正面，而非負面。我們認為歐洲投資級別債券存在相對價值。
- 我們對高收益債券維持審慎立場，但傾向於維持一定持倉。在我們看來，息差收窄，但我們預計推動息差拓闊的因素極少，因此未來違約率料將下降。
- 我們看好市政債券。息差收窄，但我們預計未來技術因素強勁 - 夏季供應應有限，並需要再投資。

景順環球固定收益團隊的觀點



Rob Waldner, CFA®

首席策略師
固定收益
宏觀研究主管



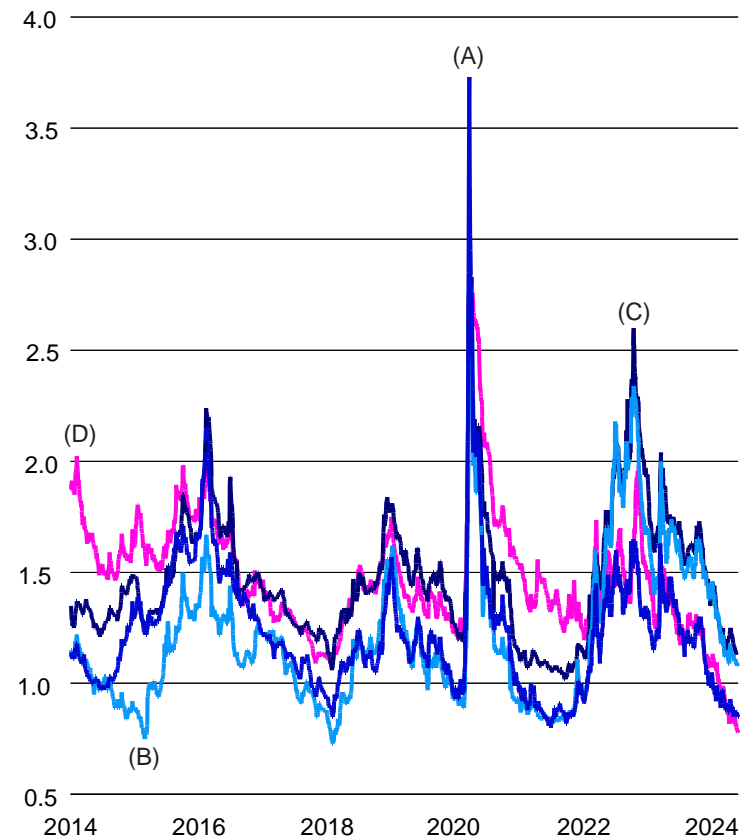
美國經濟穩步擴張，而歐洲在新冠疫情危機後僅緩慢復甦。相比之下，歐洲通脹更加速放緩；歐洲通脹初期較為頑固，但現在已幾乎回落至目標水平。即使是當時被認為處於「滯脹」之中的英國，今年的整體通脹亦可能低於美國。這種宏觀差異對貨幣政策、利率及貨幣有所影響。

固定收益

信貸息差有所收窄，但我們認為存在部分投資機會

信貸息差並不便宜，但收益率似乎具吸引力

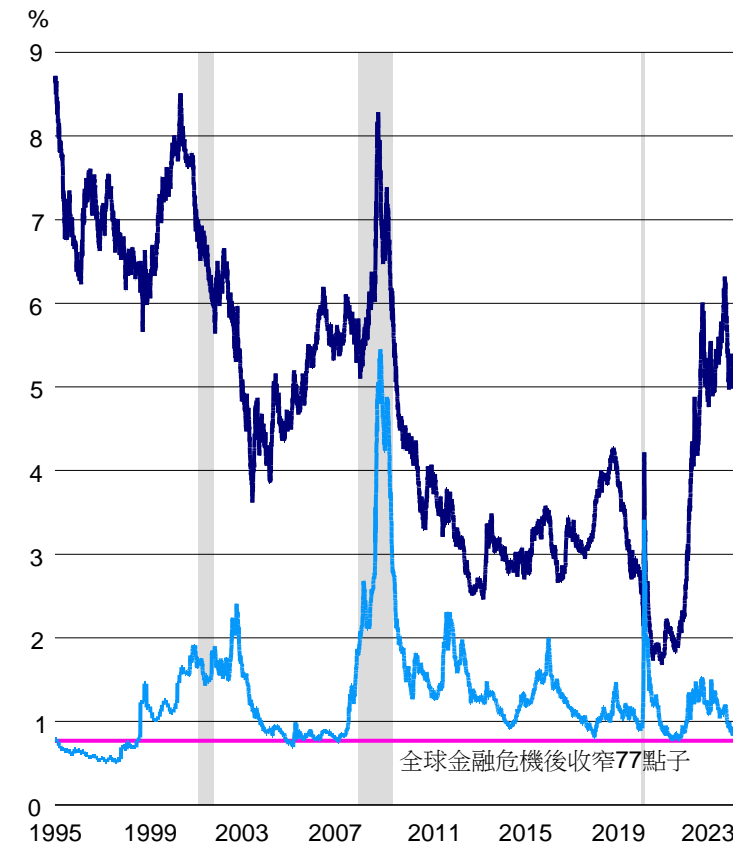
- 彭博美國綜合企業債券平均OAS (A)
- 彭博歐元綜合企業債券平均OAS (B)
- 彭博英鎊綜合企業債券平均OAS (C)
- 彭博新興市場亞洲美元高等級信貸平均OAS (D)



資料來源：Macrobond。截至2024年5月31日的數據。OAS = 期權調整利差。

投資級別信貸息差並不便宜，但收益率似乎具吸引力

- 彭博美國綜合信貸平均OAS
- 彭博美國綜合信貸最低收益率



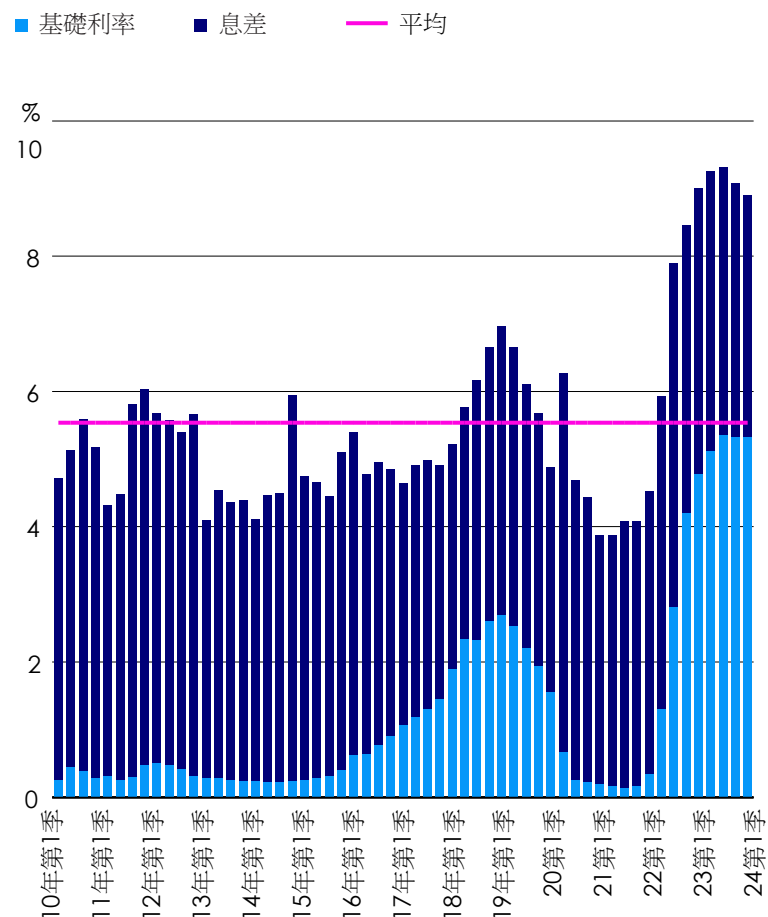
資料來源：Macrobond。截至2024年5月31日的數據。

回購潮再度掀起

- 相對於許多其他資產類別而言，信貸市場表現理想。穩健的基本因素、強勁的技術因素，以及從歷史角度來看具吸引力的綜合收益率利好信貸市場。
- 美國增長亦超出預期。美國勞動力市場強勁，與經濟的穩健增長步調一致。
- 全球經濟衰退的可能性略低利好整體信貸。然而，由於估值收緊，我們傾向於將信貸持倉維持於較低水平。

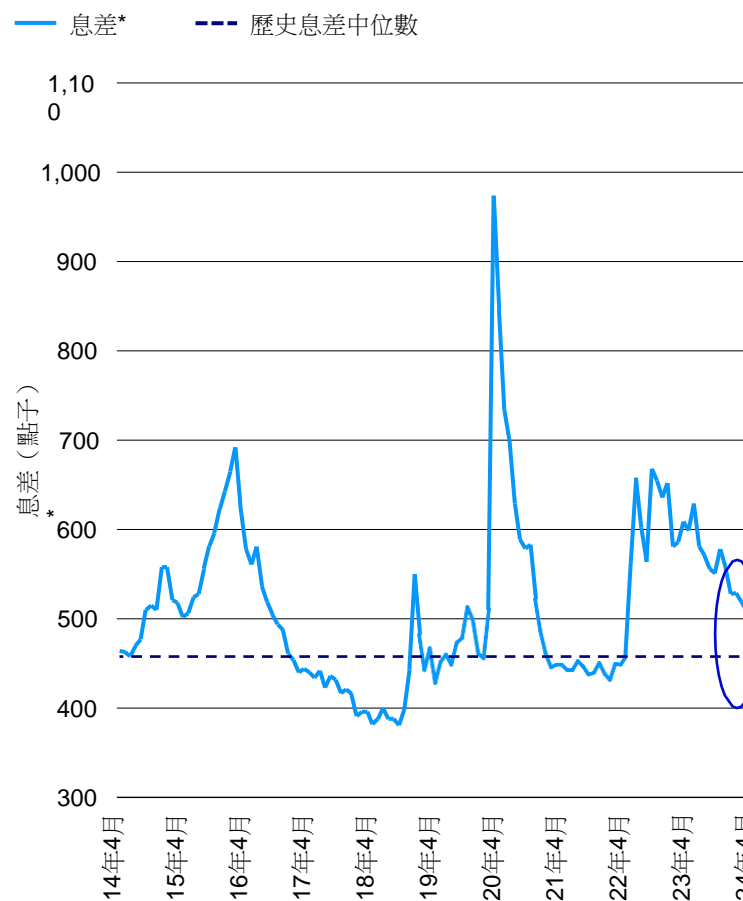
貸款：高收益率及無存續期令貸款在「利率於更長時期內保持高企」的環境下具吸引力

票息處於數十年來的最高水平



資料來源：PitchBook Data, Inc.，截至2024年3月31日。基礎利率反映季內平均水平。使用3個月LIBOR（2023年之前）或SOFR（2023年及之後）加上加權平均機構息差。

息差仍高於歷史正常水平



資料來源：瑞信槓桿貸款指數，截至2024年4月30日。過往表現並非未來業績的保證。長期中位數基於1992年1月31日至2024年4月30日的數據。*3年期貼現率差。

貸款焦點

機會

- 貸款收益率及票息均處於數十年來的最高水平，並提供固定收益領域的最高收益率。
- 基礎利率調高後，目前的票息收益約為9%，且息差保持拓闊。
- 貸款估值吸引，因為與其他資產類別相比，息差仍高於過往水平。

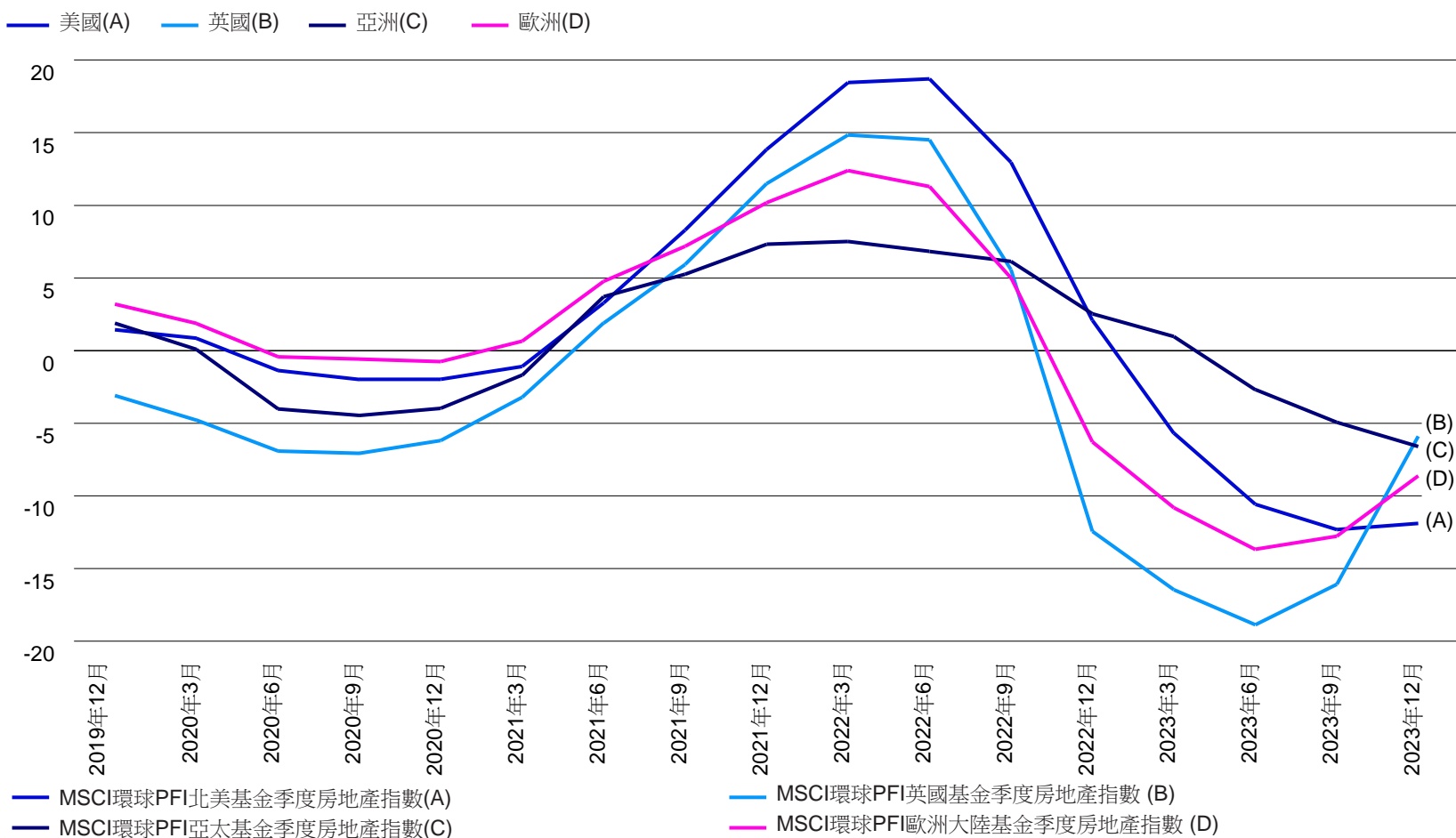
刺激因素

- 由於預期利率將於更長時期內保持高企，貸款有望因票息增長而受惠。
- 儘管存在利率的相關不明朗因素，但貸款沒有存續期，且與其他固定收益資產類別相比，受利率波動影響相對較低。

房地產：投資時機有所不同，但我們認為投資價值正迎來轉捩點

價值調整締造良好的入場時機

資本價值變動(%)



資料來源：MSCI數據，最新數據截至2023年12月31日。過往表現並非未來回報的預測。

房地產焦點

機會

- 我們預計2024年底及2025年將是投資私人房地產股票的絕佳時機，因為現有房地產基金的估值似乎已見底或正接近見底水平（視乎地區而定）。

刺激因素

- 自去年年底以來，各國央行已明確政策寬鬆路徑，因此市場轉而預期央行最終會下調政策利率。
- 政策利率下調為房地產債務成本及資本化率提供下降空間，這將提振交易活動及促進價格回升。
- 私人交易資本化率與隱含的公開市場資本化率趨同，意味著對新機會的定價已根據市場狀況進行靈活調整。
- 在價值開始回升之前，預計今年過往的房地產基金的價值將進一步下降。

另類投資： 有利的交易環境利好 私募信貸



Jeff Bennett, CFA®
經理選擇總監
景順解決方案

私募信貸

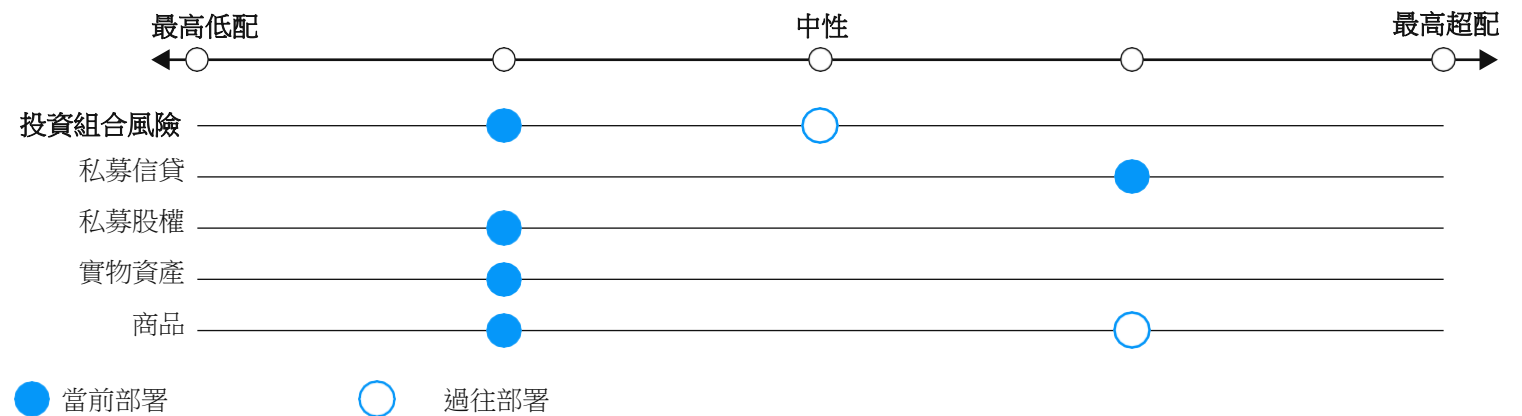
展望2024年，我們對直接貸款的看法是，相對於2023年，有利的交易環境保持穩定，包括宏觀環境更加明朗、通脹壓力緩解、利率可能下調以及私募股權公司有限合夥人實現變現及投資於新平台公司的壓力高企。不良債務及特殊情況債務方面，該資產類中有很多流動性受限的小型股是暫時面臨「資產負債表不良」問題的「好公司」，為這類資產締造豐厚的投資機會。

私募股權

鑑於四年或更長時間內積累的可動用資金處於創紀錄水平、債務覆蓋率偏低以及即將到來的「再融資牆」，在普通合夥人積極增加購買活動的環境下，具有扭虧為盈經驗的管理人有望迎來投資機會。雖然估值仍高於2021年前的水平，但後期風險投資估值的調整有望為採用靈活授權的私募股權公司提供持續的機會。

實物資產

儘管交易環境低迷，但許多房地產市場的收益基本因素仍然強勁。我們注意到，美國各類房地產的租賃業務普遍放緩，我們預期基本因素的復甦將滯後於資本市場的復甦。在基建方面，雖然可動用資金高企，而且與房地產相似，估值並無得到基礎利率的支持，但近期基本因素強勁，非週期性利好因素帶來支撐。在大部分子資產類別中，商品價格持續在區間內窄幅波動。



資料來源：景順解決方案團隊，截至2024年2月29日的觀點。

環球市場策略部：於未來時期看好的資產

下行

通脹居高不下、增長放緩

政策緊縮的長期滯後效應或者通脹持續高企刺激政策進一步緊縮，都可能引發硬著陸。不管是哪種情況，投資影響相似，但短期表現將很可能有所不同；長存續期債券及股票很可能在早期硬著陸情境中更早表現出色，但在通脹持續高企情境中則表現遜色。

我們看好的資產...

- 現金
- 股票：防禦股，例如：消費必需品、健康護理、公用事業
- 固定收益：長存續期主權債券
- 貨幣：非美元、非商品防禦性貨幣，例如：瑞士法郎、日圓

基線

2024年抗通脹進程持續，下半年經濟增長重新加速

隨著抗通脹進程持續及許多主要已發展經濟體開始實行寬鬆政策，2024年下半年全球經濟增長企穩，且增長接近（但仍低於）趨勢水平。實質工資增長亦加快。世界其他地區的經濟增長將高於美國。歐洲及英國的通脹表現更好，且將先於美國減息。鑑於當局實施更多財政刺激政策，中國經濟增長亦企穩，且有望於2024年下半年有所改善。

我們看好的資產...

- 股票：
 - 週期股，包括價值股及小型股
 - 已發展市場（美國除外）及新興市場股票
- 固定收益：
 - 中性存續期
 - 更高質素的非投資級別信貸，包括銀行貸款及高收益信貸
 - 新興市場當地及硬通貨債券
- 貨幣：非美元外匯，如歐元、英鎊及巴西雷亞爾

上行

抗通脹進展迅速、增長向好

通脹快速回落至央行目標水平（尤其是在美國）將為各國央行於2024年下半年放寬政策創造空間及利好增長。這應包括核心通脹將勢必沿著更平滑的軌跡下降，繼而推動聯儲局更快速及更大幅地放寬政策，從而帶來正面的溢出效應。這應利好週期性更強的資產。

我們看好的資產...

- 股票
 - 歐洲、中國及新興市場
 - 價值股及小型股
 - 基礎資源、工業、金融
- 固定收益：高收益信貸
- 貨幣：澳元、加元
- 商品：工業商品，特別是金屬

附錄

第12頁圖表的附註：

- 上圖描述自1974年以來聯儲局在寬鬆週期中首次降息前後12個月全球資產的總回報，下圖描述在相同情況下美國資產的總回報。所有資產於每個寬鬆週期的資料並不存在。資料來源：ICE、ICE BofA、富時羅素、MSCI、標準普爾高盛商品指數、Refinitiv Datastream及景順環球市場策略部。

政府債券：歷史及預期收益率及回報基於ICE BofA政府債券指數環球指數（自1985年12月31日起）及美國指數（自1978年1月30日起）的歷史表現。

企業投資級別債券：ICE BofA投資級別企業債券指數環球指數（自1996年12月31日起）及美元指數（自1973年1月31日起）的歷史表現。

企業高收益債券：美銀美林高收益指數美元指數（自1986年8月29日起）及環球指數（自1997年12月31日起）的歷史表現。

股票：我們使用MSCI基準指數環球及美國指數（自1969年12月31日起）的歷史表現計算預期回報及計算長期總回報。

房地產：我們使用FTSE EPRA/NAREIT指數美國指數（自1989年12月29日起）及環球指數（自2005年2月18日起）的歷史表現。

商品：標準普爾高盛商品總回報指數自1969年12月31日起的歷史表現。

投資風險

投資價值和任何收入都會波動（這可能部分是匯率波動的結果），投資者可能無法收回全部投資金額。

過去表現並不能作為未來報酬的指南。

重要訊息

本文件擬僅供香港的投資者使用, 只作資料用途。本文件並非要約買賣任何金融產品，不應分發予居於未經授權分派或作出分派即屬違法的司法管轄區的零售客戶。不得向任何未獲授權人士傳閱、披露或散播本文件的所有或任何部分。

本文件的某些內容可能並非完全陳述歷史，而屬於「前瞻性陳述」。前瞻性陳述是以截至本文件日期所得資料為基礎，景順並無責任更新任何前瞻性陳述。實際情況與假設可能有所不同。概不保證前瞻性陳述（包括任何預期回報）將會實現，或者實際市況及 / 或業績表現將不會出現重大差距或更為遜色。

本文件呈列的所有資料均源自相信屬可靠及最新的資料來源，但概不保證其準確性。所有投資均包含相關內在風險。請在投資之前獲取並仔細審閱所有財務資料。文內所述觀點乃根據現行市況作出，將不時轉變，而不會事前通知。有關觀點可能與景順其他投資專家的意見有所不同。於部分司法管轄地區分發和發行本文件可受法律限制。持有本文件作為營銷材料之人士須知悉並遵守任何相關限制。本文件並不構成於任何司法管轄地區的任何人士作出未獲授權或作出而屬違法之要約或招攬。

本文件由景順投資管理有限公司(Invesco Hong Kong Limited)刊發，地址：香港中環康樂廣場一號怡和大廈四十五樓及並未經證券及期貨事務監察委員會審核。