



平衡之舉

# 2024年 投資展望

亞太區版本

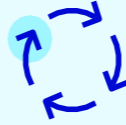


# 宏觀觀點

1

## 上半年放緩，其後復甦

- 我們預期2024年上半年全球增長放緩，繼而在波動過後著陸。
- 各經濟體情況有別：美國最具韌性，歐元區增長持平，中國則增長靠穩。



2

## 通脹波動但持續放緩到2024年底

- 我們認為，通脹會有波動，但未來幾個季度仍會持續放緩。
- 通脹對經濟的衝擊正在消散並趨於穩定，尤其是從財政及貨幣政策方面而言。



3

## 政策利率正在見頂，上半年後段將略為放寬

- 伴隨著通脹及經濟放緩，美國將在上半年後段開始放寬政策。
- 英國可能因經濟疲弱而率先減息。
- 中國經濟復甦之路有起伏，人行將維持寬鬆政策。
- 日本央行將進行「鴿派緊縮」。



4

## 經濟放緩後，風險意欲可能改善

- 政策未明性及金融環境仍充滿變數，所以，「消息有利亦有弊」，反之亦然。
- 市場聚焦財政政策為存續期帶來機會。
- 隨著增長再次加速，政策轉向，市場可能換馬。



5

## 關鍵風險及主題

- 地緣政治風險依然高企。
- 緊縮政策或會引發金融危機。



# 市場觀點

## 固定收益

增長放緩及通脹回落應該有助阻止全球利率上升。倘利率波幅放緩，應會促使資金流向固定收益市場。

## 股票

隨著經濟放緩，貿易復甦，可能有利於更具週期性、以價值為導向及更小市值的股票。

## 美元 / 貨幣

在美國聯儲局政策寬鬆時，美元將貶值。日圓極為低迷，可能受益於日本央行開始正常化。新興市場貨幣及資產可能受惠於聯儲局放寬。

## 另類資產

直接貸款及不良信貸將表現領先。利率上升持續壓抑不動產，但部分範疇的基本因素正在改善。

## 新興市場

新興市場估值吸引；貨幣及資產應可受惠於美元回落及中國復甦。



**Kristina Hooper**  
環球首席市場策略師

## 摘要

政策制定者於最近兩年致力打擊通脹。展望2024年，我們專注於在通脹居高難下的同時達致持續增長，並取得平衡。儘管有關當局持續幾個季度實施限制性貨幣政策，但全球經濟依然相當有韌性，尤其是美國。我們認為，由於近期貨幣政策緊縮，全球經濟短期內會低於趨勢增長，我們認為市場已經反映這一情況。不過，通脹走向仍存在疑問。我們認為，在我們展望的一段時間內，通脹將繼續放緩，而經濟增長將在2024年下半年再度升溫，並由美國帶頭。隨著通脹緩和及政策制定者開始減息，我們預計風險資產將重拾升勢。

我們預期通脹在展望時間內將下降，並在2024年底前接近央行目標。鑑於通脹見頂並漸趨回落，而且眾多主要經濟體顯示出政策收緊帶來的壓力，我們認為貨幣政策制定者現在已達緊縮週期的尾聲。隨著通脹下降，我們預期實質政策利率將會上升，一眾央行將因而減息，以緩解增長、就業及工資的額外壓力。我們預計這種寬鬆政策將於2024年上半年末開始。我們預計減息——加上通脹下降——將利好復甦，使全球經濟在2024年下半年走上趨勢增長之路，並帶動實質工資增長。

我們認為，在2024年年初市場將反映經濟開始復甦，隨著時間的推移，支持政策得以落實，全球風險意欲亦會增加。然而，由於經濟僅略為放緩，我們不預期經濟顯著反彈。

## 貢獻者

**Mo Haghbin, CFA®, CAIA®**  
解決方案總監

**Kristina Hooper**  
環球首席市場策略師

**Alessio de Longis, CFA®**  
投資及解決方案主管

**Rob Waldner, CFA®**  
首席策略師，宏觀研究總監，  
固定收益

**Jeffrey Bennett, CFA®**  
高級投資組合經理  
經理選擇總監

**Adam Burton**  
高級宏觀策略分析師

**趙耀庭**  
環球市場策略師

**Amab 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)

**Paul Jackson**  
環球資產配置研究總監

**Benjamin Jones, CFA®**  
宏觀研究主管

**Tomo Kinoshita**  
環球市場策略師

**Turgut Kisinbey**  
美國首席經濟師，景順環球固定收益團隊 (IFI) 研究

**Brian Levitt**  
環球市場策略師

**Ashley Oerth, CFA®**  
高級投資策略分析師

**Drew Thornton, CFA®**  
Thought Leadership，方案總監

**András Vig**  
高級多資產策略師

## 亞太區投資團隊

**蕭光一**  
亞洲（日本除外）首席投資總監

**馬磊**  
香港及中國內地首席投資總監

**劉傑翔**  
景順環球固定收益  
高級投資組合經理

**林純暉**  
景順環球固定收益  
ESG 信貸投資組合經理

**丁一飛**  
景順環球固定收益  
高級投資組合經理



我們認為，市場於2024年初會開始反映經濟復甦。隨着時間推移，支持政策得以落實，而全球風險意欲亦會增加。

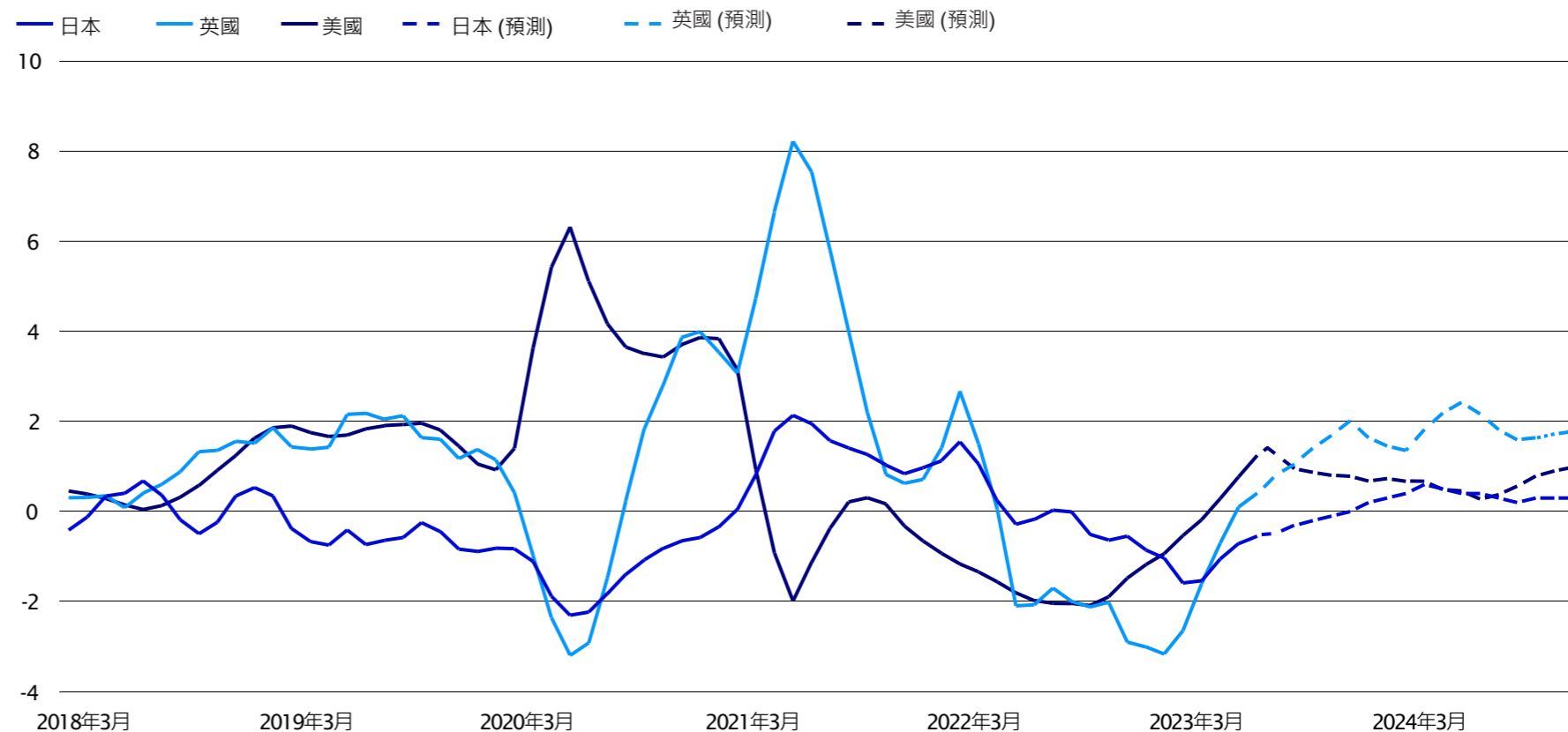
# 1 上半年放緩，其後復甦

## 我們預計經濟活動在踏入2024年時放緩，但將在下半年改善

緊縮政策可能導致上半年經濟放緩，但通脹恢復正常應該有助實質工資在下半年恢復增長。

- 緊縮貨幣政策、消費者愈發捉襟見肘及突發事故表明全球經濟增長可能繼續放緩。
- 踏入2024年，我們預期全球經濟略為放緩，導致主要已發展經濟體在上半年顛簸著陸。
- 然而，我們預期，隨著通脹逐漸消退，貨幣政策轉向寬鬆後，經濟放緩時間將縮短。
- 展望未來，我們預期，隨著通脹恢復正常，主要已發展經濟體的實質工資將恢復增長，幫助支持經濟增長重返趨勢水平。

實質工資增長預期將在2024年改善



註：無法保證預測將會實現。圖表顯示2018年3月至2024年12月美國、英國及日本的每月實質工資增長數據。預測來自景順，以虛線顯示。資料來源：彭博、LSEG Datastream、經合組織及景順。所有數據為截至2023年10月31日的最新數據。

## 2 通脹持續放緩到2024年底，當中有起伏 遠期指標顯示美國通脹的走勢

### 貨幣供應

貨幣供應似乎領先通脹16個月

美國M2貨幣供應及消費者物價指數

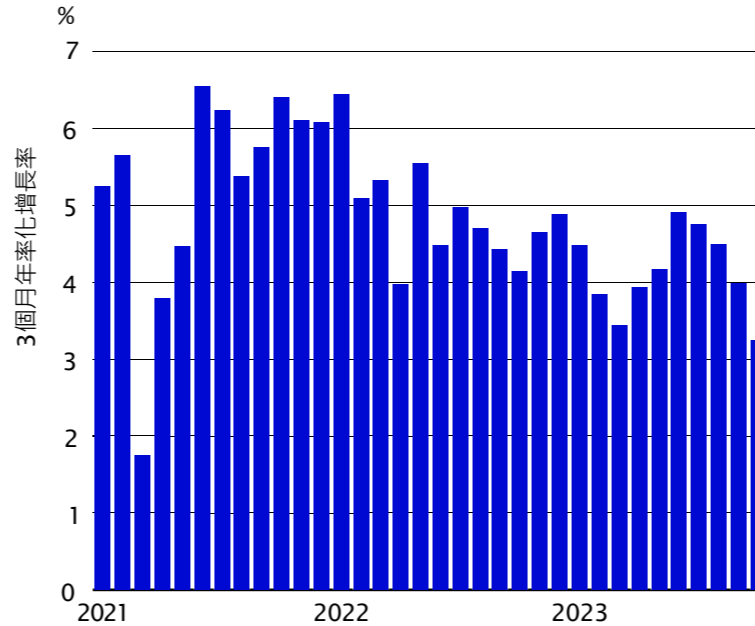


### 工資

工資增長放緩，接近疫情前水平

美國平均時薪

經季節性調整的3個月年率化增長率

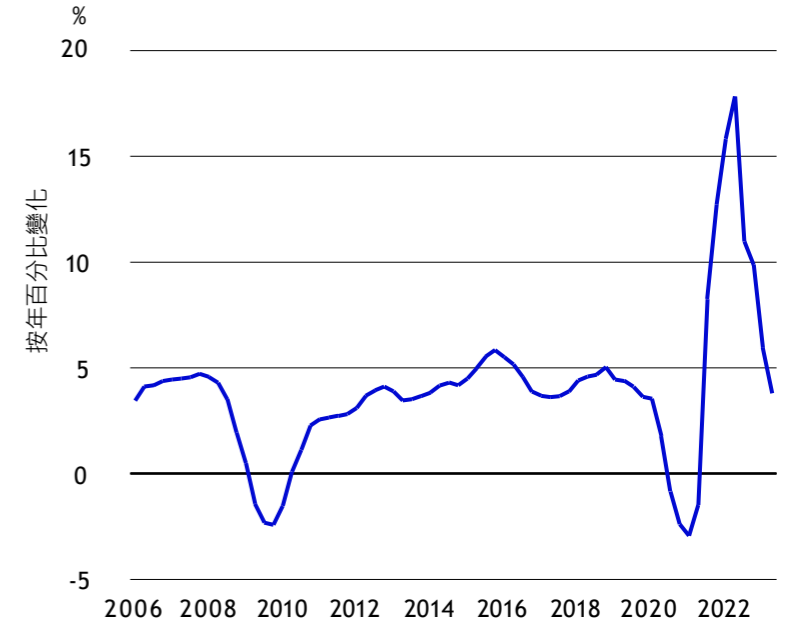


### 租金

租金通脹放緩

美國公寓房地產的實質租金通脹率

(美國大都會·美元/平方英尺)



資料來源：左：彭博、美國聯儲局及美國普查局，截至2023年9月30日。M2 指市面流通的現鈔加上銀行短期存款及部分貨幣市場基金。中：美國勞工統計局及 Macrobond，截至2023年10月31日。右：彭博、Reis Inc.，2023年6月30日。最新可用數據。

## 2 通脹持續放緩到2024年底，當中有起伏 我們認為，全球通脹因素正逐漸消散

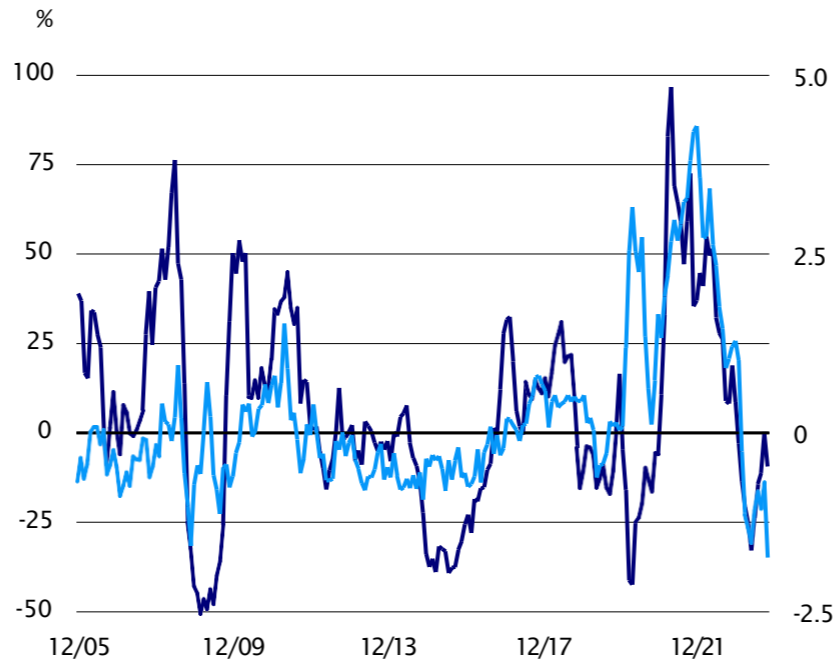
我們不擔心通脹難以根除，反而認為現正處於遏抑通脹趨勢的中段，這一趨勢將在未來幾個季度持續。

- 我們認為，最近的通脹急升主要因為疫情引發經濟失衡所致，並非核心經濟因素引起。
- 這些不利因素大多已經顯著緩和，包括大規模直接財政刺激（由央行促成）、供應鏈錯配、疫情導致的消費模式改變及地緣政治引起對關鍵商品供應鏈的衝擊。
- 我們認為，我們正邁向正常化，通脹率會在生產不大幅收縮的情況下回落。

商品及供應鏈中的貨物通脹正在恢復正常

全球商品價格及供應鏈受壓

— 標普高盛商品指數現貨價格（按年百分比變化）  
— 紐約聯儲全球供應鏈壓力指數（右軸，標準差）

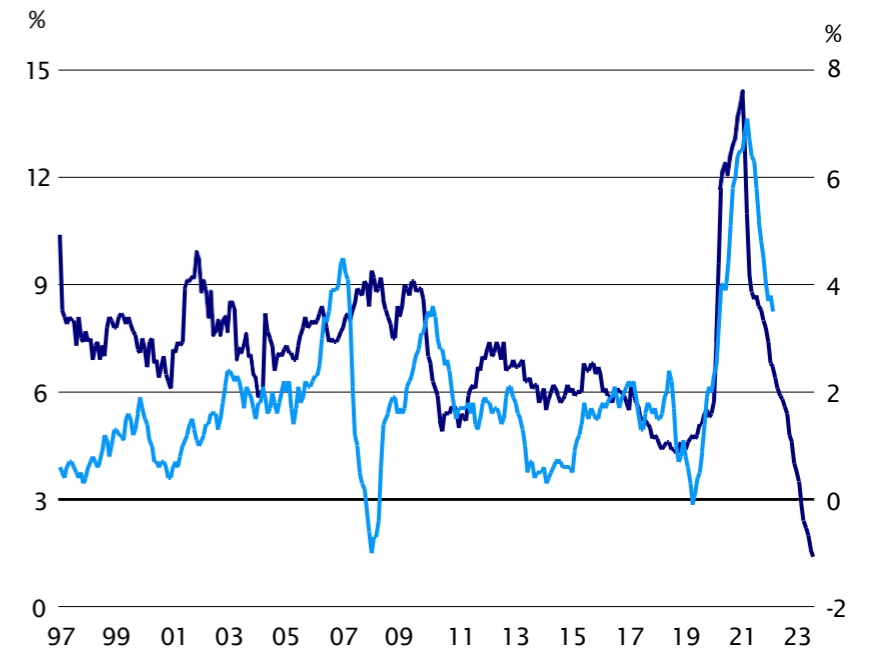


資料來源：2005年12月至2023年10月每月數據（截至2023年10月31日）。紐約聯儲全球供應鏈壓力指數追蹤全球供應鏈狀態，以歷史平均值的標準差顯示。資料來源：紐約聯儲銀行、標普高盛商品指數、LSEG Datastream 及景順。

貨幣增長正常化反映未來通脹更趨緩和

全球貨幣供應與通脹

— 平均通脹（右軸，滯後18個月，按年）  
— 平均貨幣供應增長（按年）



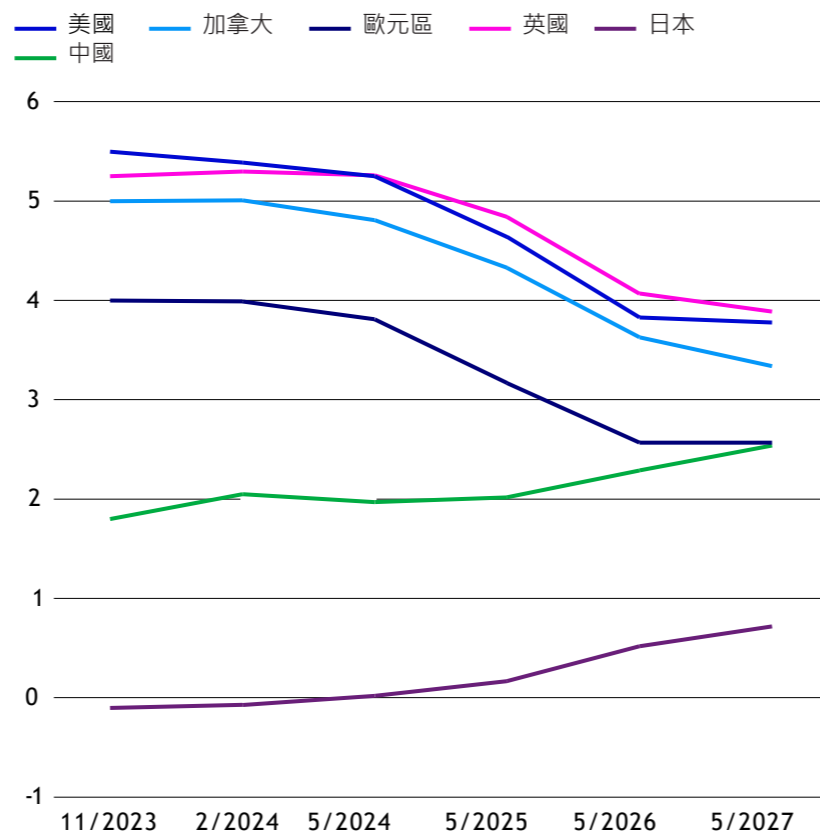
資料來源：Datastream 及景順，截至2023年10月31日，使用每月數據。全球平均貨幣供應增長及平均通脹率包括美國、中國、歐元區、日本及英國的數字。貨幣供應及消費者物價指數均顯示自1997年1月以來所覆蓋各國的平均按年增長（滯後18個月）。

### 3 貨幣政策正在轉向，2024年上半年後段將略為放寬

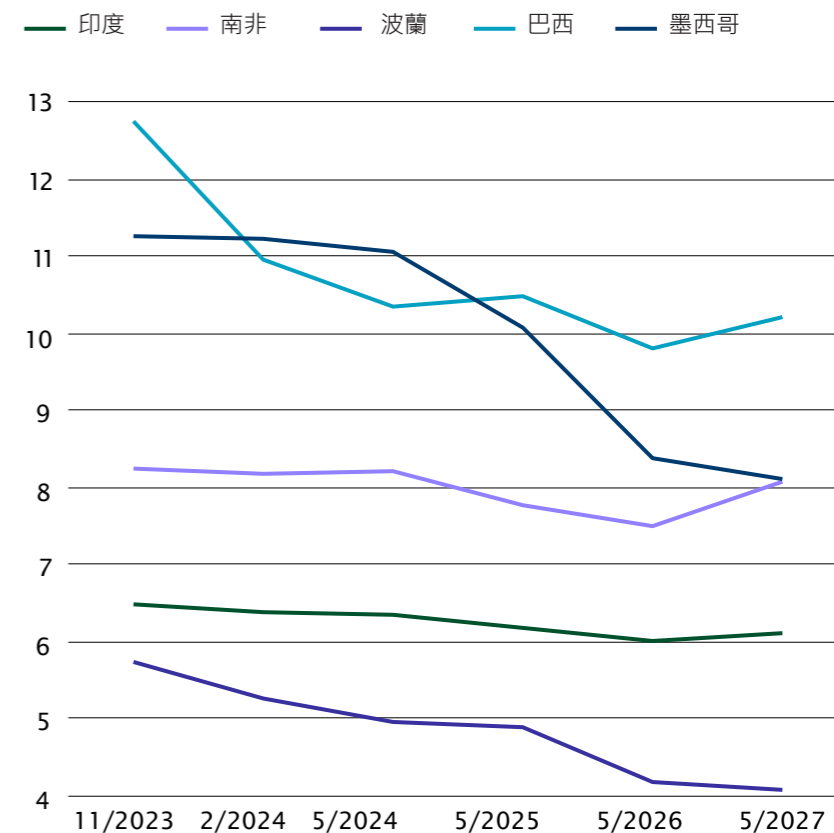
我們認為貨幣政策制定者現在已達緊縮週期的尾聲，隨後很可能採取寬鬆措施，我們預期寬鬆措施將於2024年上半年後段出台。

- 我們預期，隨著通脹持續邁向可接受水平及增長放緩，寬鬆政策將從2024年上半年後段出台。
- 寬鬆政策應該會有助復甦，在2024年下半年讓全球經濟回歸趨勢水平增長，同時，實質工資恢復增長。

主要西方經濟體預期在2024年開始放寬政策  
市場隱含遠期政策利率(%)



新興市場也預期將逐步放寬政策  
市場隱含遠期政策利率(%)



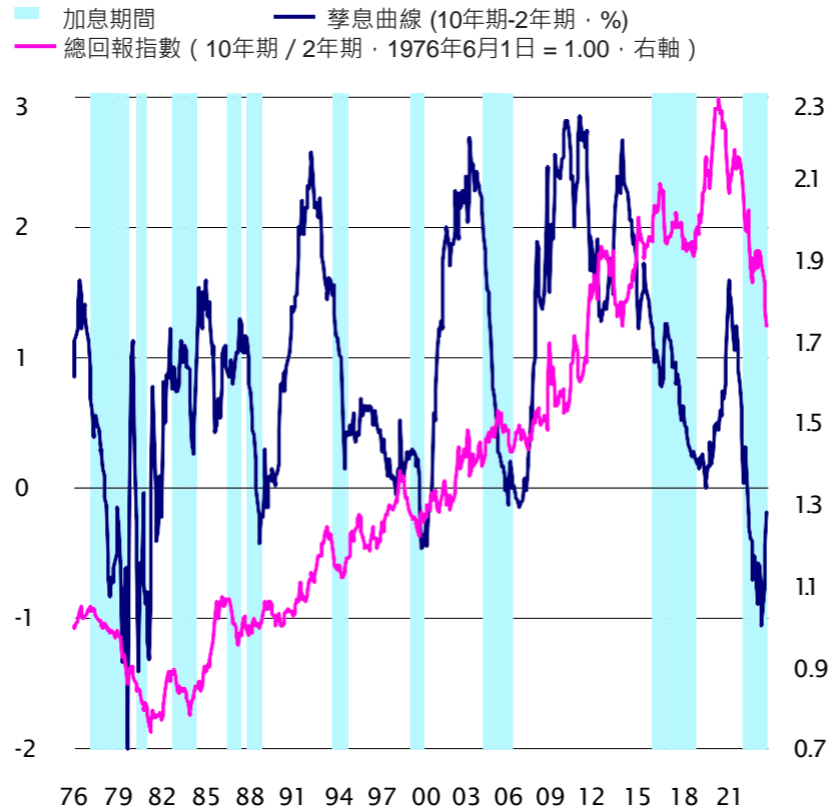
註：無法保證前瞻性預期將會實現。圖表顯示所示各國央行的市場隱含政策利率路徑。市場隱含政策利率基於所示期限結構的隔夜指數掉期定價。資料來源：彭博，截至2023年11月3日。

# 4 經濟放緩後，風險意欲可能改善 我們預期孳息率見頂，之後將呈現牛市趨陡態勢

一如過往緊縮時期所見，我們預期孳息率在短期內會隨著緊縮週期接近尾聲而將見頂。

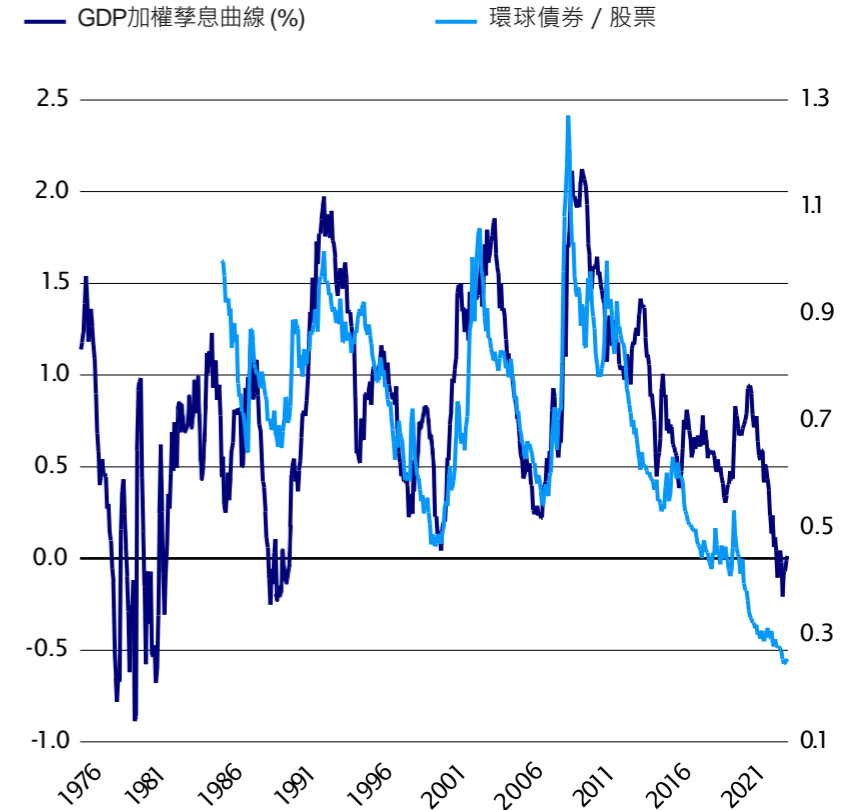
- 在此期間，風險意欲應該會開始改善，但考慮到開始減息時部分政策的不確定性，年初可能有所波動（「宏觀壞消息造就獲利機會」模式，反之亦然）。我們預期此環境將帶來建立長存續期持倉機會。
- 隨著經濟增長及通脹放緩，我們預期孳息曲線將因經濟放緩而呈現牛市趨陡態勢。

聯儲局寬鬆及孳息曲線趨陡，長期債券表現領先  
聯儲局、孳息曲線及債券回報



註：過往表現並非未來業績的保證。系列定義載於附錄一。基於1976年6月至2023年10月的每月數據。資料來源：Refinitiv Datastream 及景順環球市場策略部。

孳息曲線趨陡，債券往往領先股票  
G10 10年期-2年期美國國庫券孳息曲線及股票與債券



註：過往表現並非未來業績的保證。系列定義載於附錄一。基於1976年1月至2023年10月的每月數據。資料來源：ICE BofA、MSCI、Refinitiv Datastream 及景順。



## 4 經濟放緩後，風險意欲可能改善 減息應有助於提振風險資產

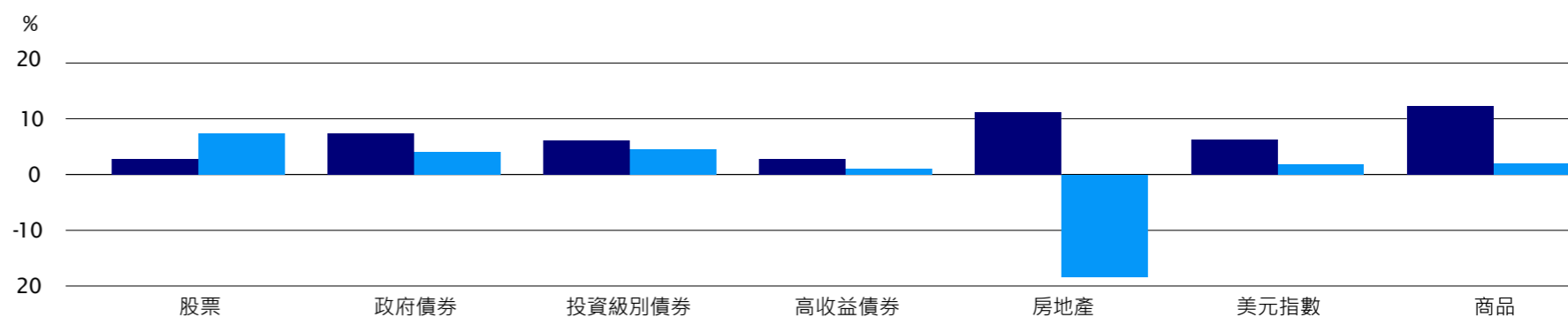
我們預期風險資產將受益於2024年上半年後段料將推出的利好政策。

- 我們注意到，風險資產過往在首次減息前的表現好過緊隨首次減息後（股票除外）。我們認為，這是因為央行通常在經濟下行時放寬政策。
- 然而，本輪週期有別於過往，因為央行在緊縮時落後於形勢，所以在放寬政策時也可能後知後覺（將在週期後段減息）。
- 雖然我們預計風險資產在2024年開始時將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。我們認為市場將提前反映2024年中的經濟復甦。

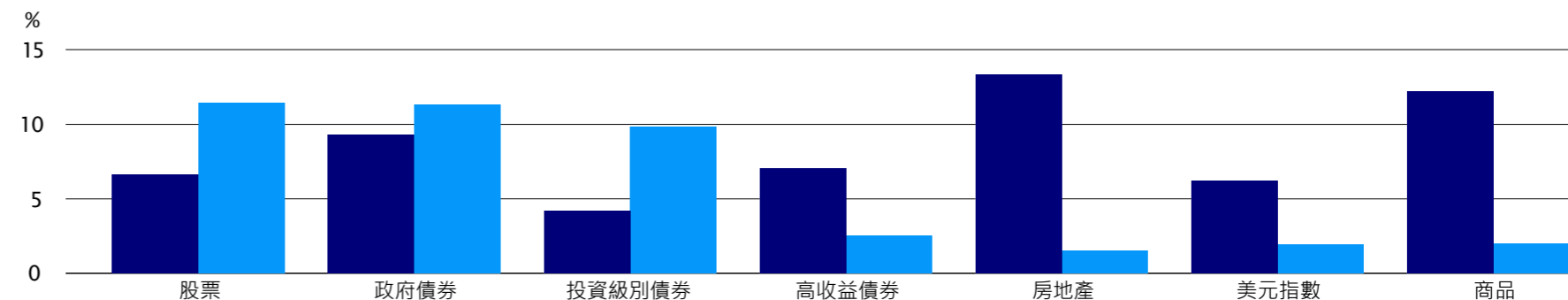
聯儲局寬鬆週期首次減息前後的資產平均總回報（美元）

■ 12個月前 ■ 12個月後

全球資產



美國資產



註：過往表現並非未來業績的保證。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2023年8月31日。資料來源：ICE、ICE BofA、富時羅素、MSCI、標普高盛商品指數、Refinitiv、LSEG Datastream 及景順。

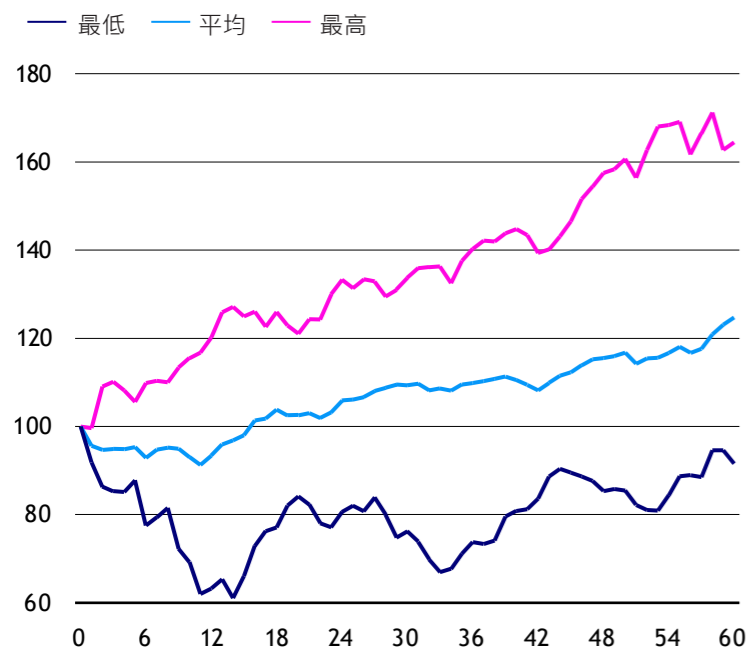
## 5 關鍵風險及主題

### 1) 地緣政治風險猶在

中東最近的危機令地區衝突升級，從而可能影響石油及天然氣市場。其他政治風險包括俄烏戰爭持續、中美對台問題的爭議及即將舉行的美國大選。這些事件大多都可能成為2024年的焦點，但過往經驗證明這對股市的影響是暫時性的。

#### 戰爭對市場的影響通常比人們所擔憂的少

標普500指數在所選衝突發生期間的表現

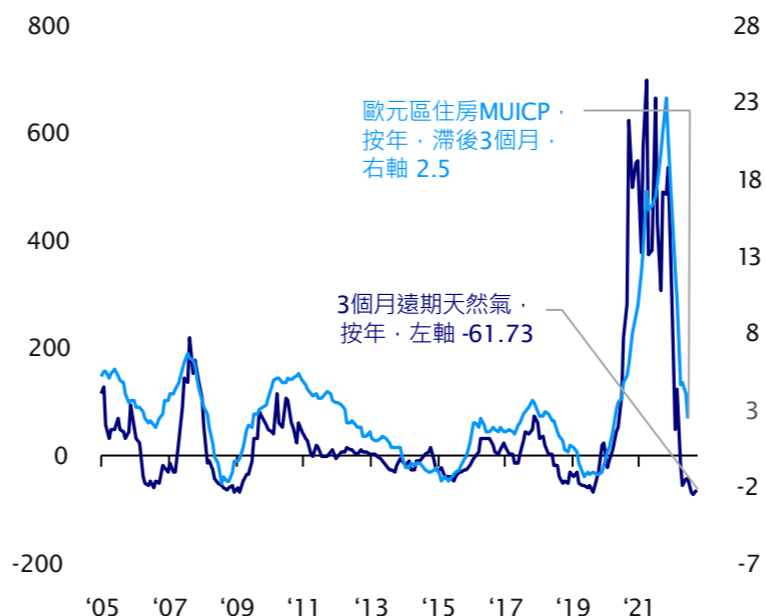


註：過往表現並非未來業績的保證。基於從所述緊張局勢開始起五年間標普500指數的每月表現（或在標普500指數出現前由羅伯特·席勒構建的美國股票市場同等指標）。計算詳情請參閱附錄一。資料來源：羅伯特·席勒、彭博及景順。

### 2) 油價波動風險偏高

隨著地緣政治風險飆升，令人非常擔憂石油或其他關鍵商品價格波動，可能進一步拖累經濟增長。舉例而言，俄烏戰爭讓歐洲能源成本急升，壓抑歐洲經濟增長。類似的危機可能打擊增長。

#### 天然氣價格增加能源成本，推升通脹

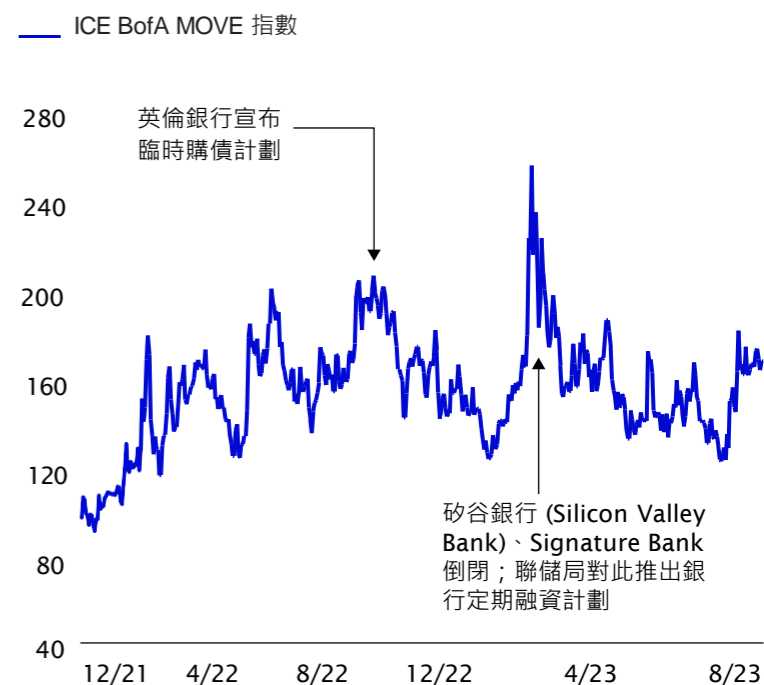


資料來源：景順、彭博及 Macrobond，截至2023年10月3日。註：圖表顯示歐元區住房相關通脹，包括能源及天然氣期貨。MUICP = 貨幣聯盟消費者物價指數。

### 3) 金融危機及壓力

由於貨幣政策緊縮，金融危機及壓力的風險偏高，可能導致央行政策立場突然轉軟。然而，近期這類金融風險獲得快速及到位的應對措施。

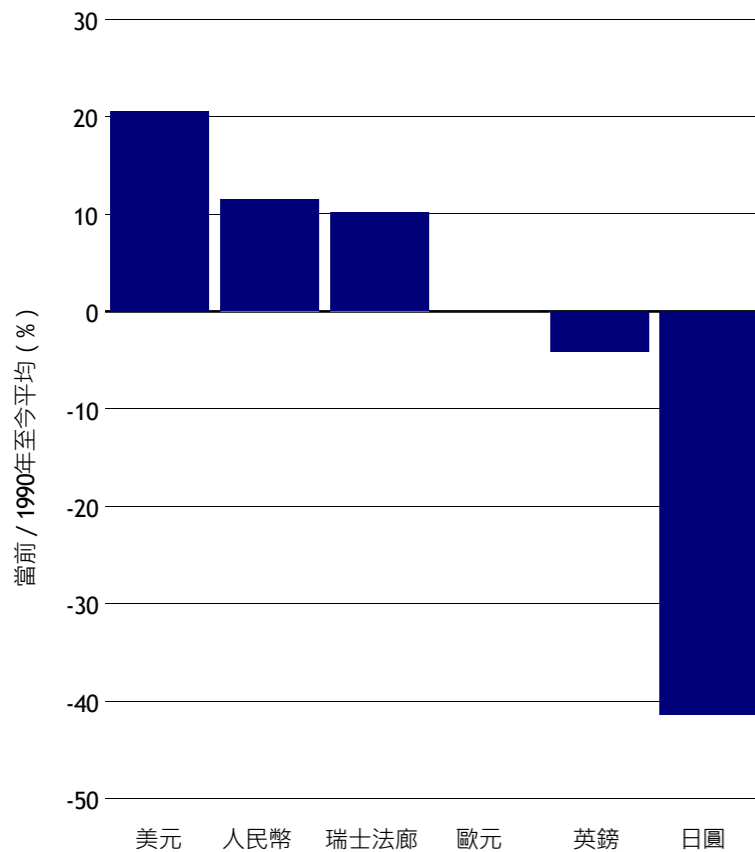
#### 政策制定者採取措施應對危機



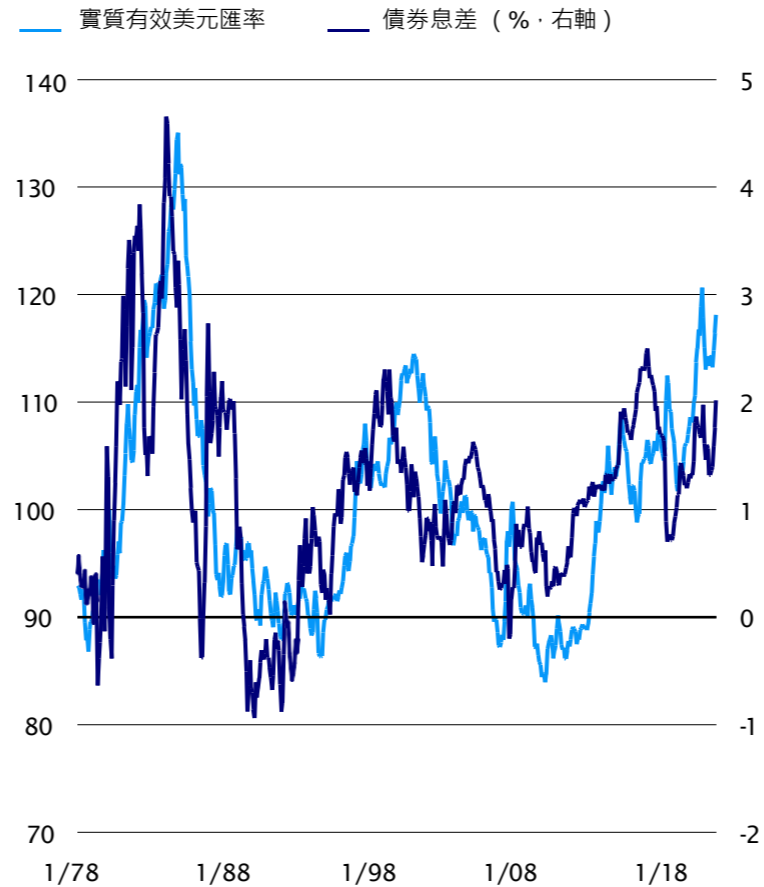
資料來源：Macrobond 及景順，截至2023年10月31日。註：ICE BofA MOVE 指數衡量美國債券市場波動率，基於一個月平價2年期、5年期、10年期及30年期固定期限利率掉期的隱含利率波動。

## 美元 / 各國貨幣：美元看來昂貴，息差可能走勢相反

實質有效匯率\*



實質有效美元匯率及息差



1978年1月至2023年10月的每月數據。實質有效美元匯率是經合組織計算的指數，即美元兌一籃子貨幣的貿易加權價值，經消費者物價指數通脹差距調整。債券息差是美國10年期國庫券利率減去德國、日本及英國10年期政府債券利率的平均值。截至2023年11月8日。資料來源：經合組織、LSEG Datastream及景順。

\*貨幣指數以兌貿易加權貨幣籃子並經通脹差距調整衡量。最新數據到9月，截至2023年11月8日。資料來源：經合組織、LSEG Datastream及景順。

## 重點

### 機會

- 以實質貿易加權匯率衡量，美元匯率仍遠高於歷史平均水平。我們認為，這一情況會維持一段時間，但不會長期持續。因此，我們預期美元將貶值。

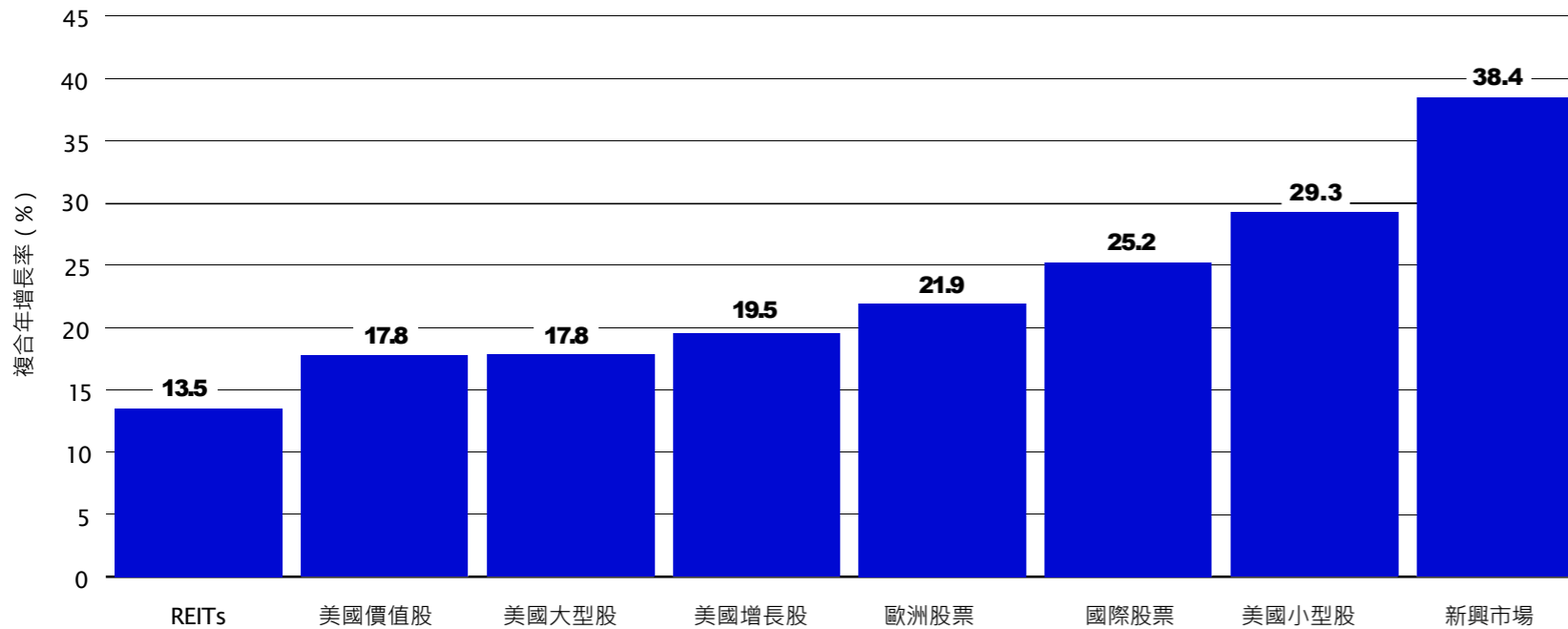
### 刺激因素

- 息差通常推動短期貨幣變動。美元在2022/23年間得到聯儲局激進收緊政策支持，此舉亦擴大美國政府債券與其他地方債券之間的息差。然而，鑑於市場對聯儲局放寬政策的預期，我們預期息差走勢將與美元匯率相反。
- 各國貨幣的匯率通常被認為會偏離長期公允價值，並會偏離一段時間。這通常是因為資金流動適應新環境的速度比貨物與服務流動更快。

## 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市的表現



資料來源：彭博及景順，2022年12月31日。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 (除美國) 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。價格回報以美元計算。請參閱附錄以了解指數定義。投資者不得直接購買指數。過往表現並非未來業績的保證。

## 重點

### 機會

- 估值更具吸引力 — 近年來，全球價值股 (包括新興市場、歐洲及小型股) 的落後表現經已締造具有吸引力的機會。

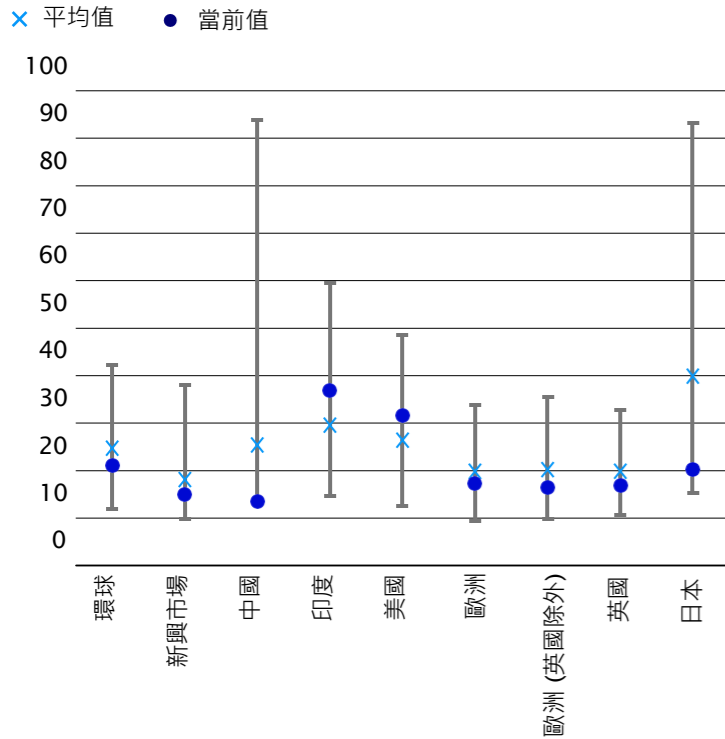
### 刺激因素

- 聯儲局告別緊縮 — 似乎緊縮政策邁向告一段落。
- 下半年增長復甦 — 全球生產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。
- 美元貶值 — 美元指數 (DXY) 應該會開始從當前高位回落，這應該有利於非美元資產。

# 新興市場

## 價值相對良好

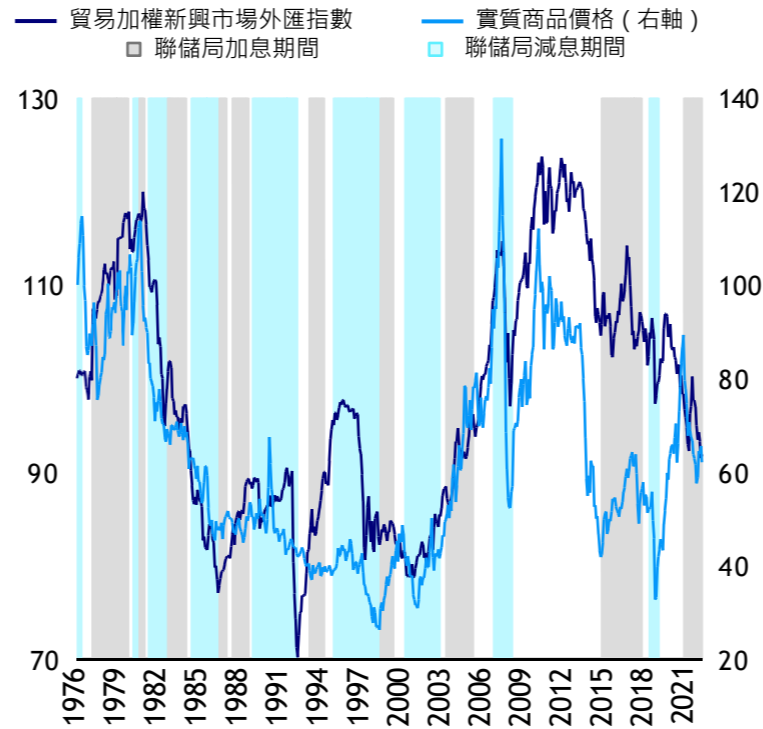
往績範圍內的經週期調整市盈率



附註：經週期調整市盈率使用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2023年10月31日。

資料來源：LSEG Datastream 及景順。

新興市場貨幣、商品及聯儲局



附註：過往表現並非未來回報的保證。1976年1月至2023年10月的每月數據。實質貿易加權新興市場外匯指數為18種新興市場國家貨幣相對於美元的貿易加權平均值。實質調整使用全國CPI指數與美國CPI指數進行。實質商品價格指數基於標準普爾GSCI商品現貨價格指數，根據美國CPI指數作出調整。截至1976年1月，所有指數基數重設為100。截至2023年10月31日。資料來源：國際貨幣基金組織、經合組織、牛津經濟研究院、標準普爾GSCI、彭博、Refinitiv Datastream、景順。

## 重點

### 機會

- 我們認為，相較於已發展市場資產，新興市場資產的估值具吸引力。無論是債券抑或股票，我們認為中期而言，新興市場資產的估值可能帶來高回報。

### 刺激因素

- 過去，聯儲局放寬政策，新興市場資產則會表現遜色（在我們看來，這是因為恰逢全球經濟疲弱及商品價格下跌）。
- 我們懷疑本輪週期將繼續是非典型週期，預計聯儲局放寬政策將會削弱美元，繼而可能利好新興市場貨幣。
- 自2011年前後商品泡沫見頂以來，新興市場貨幣有所貶值。在我們看來，短期內商品價格可能進一步回落，但我們預期全球經濟最終復甦將有利於商品、新興市場貨幣及資產。

## 固定收益

### 增長放緩及央行暫停加息將很大可能利好信貸



#### 全球存續期

- 最近幾個月，在增長優於預期之際，全球利率顯著上升。
- 然而，隨著政策緊縮發揮作用，增長率應會放緩，從而可能減輕利率壓力。
- 我們預計隨著增長已經放緩，政策已經開始或將很可能馬上開始放寬，歐洲及中國料將表現出色。
- 相反，日本（貨幣政策風險高企）及美國（經濟增長極其強勁）等市場更有可能表現遜色。



#### 信貸觀點

- 在投資級別信貸方面，聯儲局政策未明令息差承壓，但目前估值看起來具吸引力。利率企穩會推升投資級別配置。
- 高質素高收益估值亦具吸引力，但「較高利率維持更長時間」可能會利淡較低質素的高收益信貸。
- 相對於投資級別及其他信貸板塊，新興市場信貸的整體吸引力不足。我們看好核心領域以外的機會，包括高收益新興市場。
- 市政債券及機構抵押貸款證券的估值具吸引力。市場對利率及利率波動趨穩的樂觀情緒應會利好有關板塊。

## 景順環球固定收益團隊的觀點



**Rob Waldner, CFA®**

首席策略師  
宏觀研究總監  
固定收益

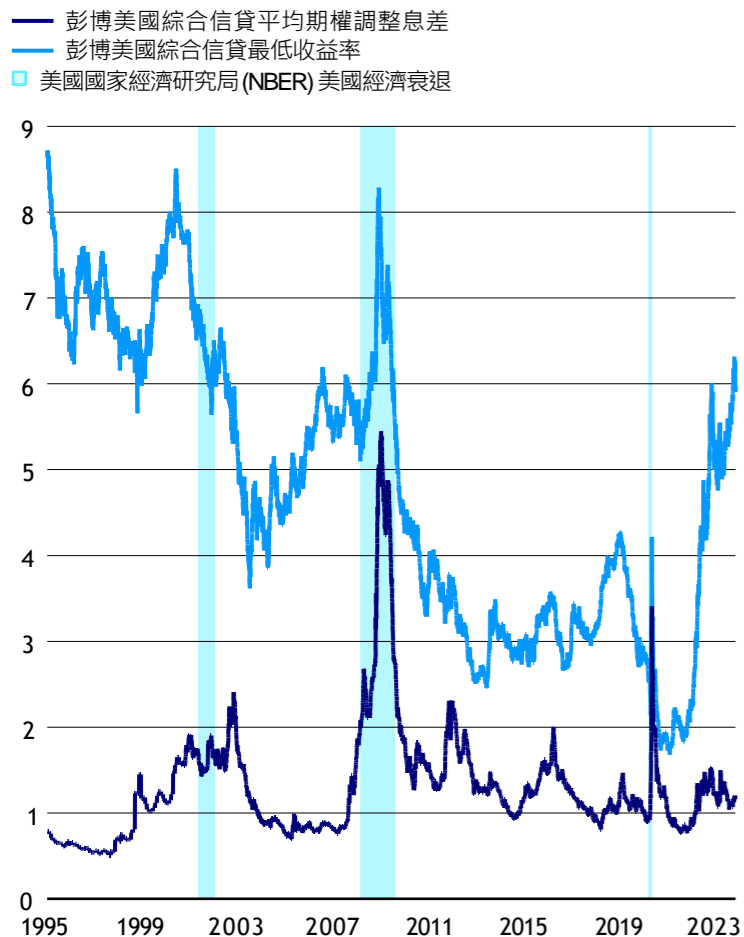


「聯儲局已暫停加息，而且我們認為本輪加息週期很大可能要結束。其他央行亦表明目前處於或接近加息週期尾聲，包括歐洲央行、英倫銀行及澳洲儲備銀行。已發展市場短期利率不斷上漲之勢已告一段落，這應會令債券市場靠穩，有助於減少利率波幅。我們認為市場快將到達此轉捩點，加上估值好轉，讓我們更看好風險資產。」

# 固定收益

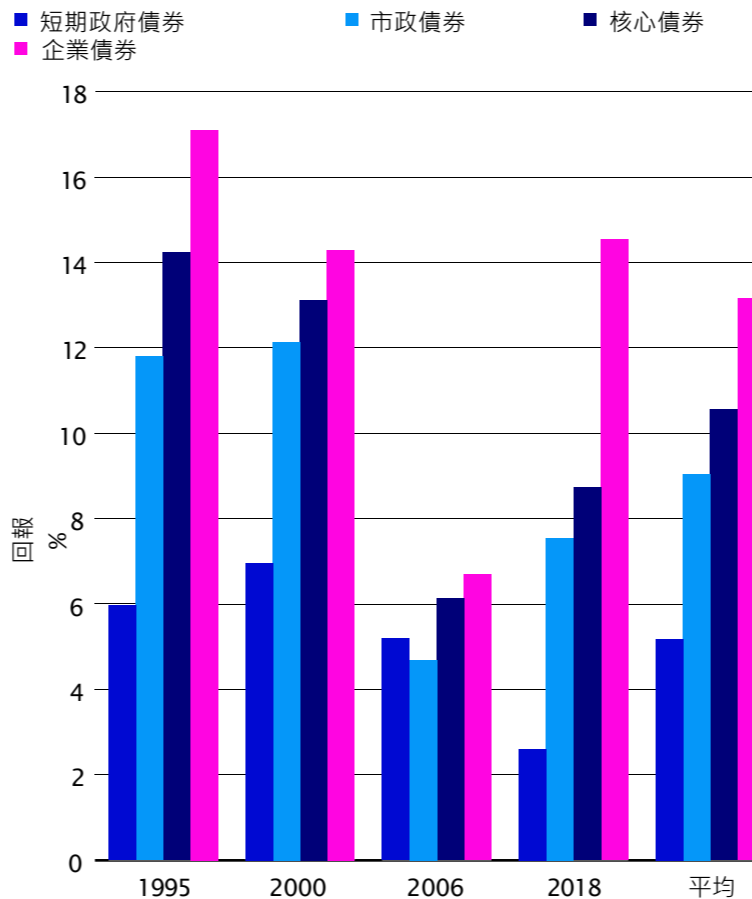
## 目前債券提供具吸引力的投資機會

### 信貸息差並不便宜，但收益率似乎具吸引力



資料來源：Macrobond、彭博及景順，截至2023年10月31日。

### 於加息週期結束後，信貸、核心債券及市政債券表現優於短期債券



附註：過往表現並非未來回報的保證。

資料來源：彭博，2023年7月31日。關於指數定義，請參閱附錄一。投資者不得直接購買指數。

## 重點

### 機會

- 我們相信高質素信貸提供具吸引力的投資機會。

### 刺激因素

- 通脹下降** — 我們認為通脹已見頂，美國通脹正在緩和。我們預計2024年通脹將繼續回落至接近央行目標水平。
- 貨幣緊縮結束** — 我們認為央行加息週期處於或接近尾聲。在我們看來，加息及利率波動所締造的較高收益率是一個買入機會。
- 幾經波折的著陸** — 我們預計在增長放緩及通脹下降的環境下，投資級別企業料將表現向好，以及預計不會出現經濟衰退。企業基本因素大致穩健，大部份企業依然受惠於近期利率走高之前的整體低融資成本。

## 另類投資： 私募市場展望



**Jeff Bennett, CFA®**  
經理選擇總監  
景順解決方案團隊

### 私募信貸

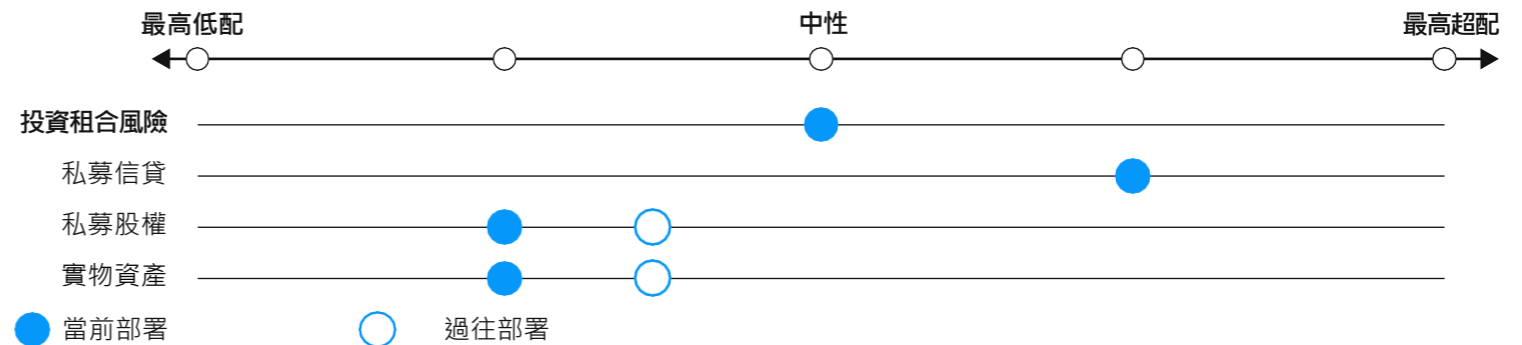
當前環境非常有利於執行保守型結構性交易。整個市場的新交易槓桿水平有所下降，同時貸款價值比 (LTV) 指標大幅改善。鑑於信貸結構改善，當前完成的交易中，包含大量股權首先承擔損失 (first-loss position) 的條款。按絕對基準計，槓桿信貸市場市值達到 6 萬億美元，規模非常龐大，因此我們預期不良債務及特殊情況債務的投資機會有所改善。預料商業房地產債務仍然相當吸引，特別是具備有利融資渠道的企業。

### 私募股權

增長股策略備受關注，在本季度每五項交易中，約有一項增長股交易，從中可見一斑。倘若排除外部併購交易，增長股成交量即將可能超過槓桿收購總量。這突顯主題延續，反映相對於需要使用槓桿（在當前環境下成本高昂），能夠依賴有機增長推動回報的公司享有更有利的機會組合。

### 實物資產

因應利率高企，收益率及上限利率持續上升，資本市場被衝擊。雖然資產價值繼續調整，但銀行聚焦於現有貸款賬目，釋出的新流動資金有限，從而利淡所有主要市場的房地產交易。對於房地產租務市場而言，雖然增長乏力加上審慎的市場情緒很有可能壓抑部分租戶需求，但對於不存在供應過剩的市場，基本因素應保持穩健。在基建方面，雖然「備用資金」仍處於歷來高水平，而且與房地產的估值相若，基建估值並無得到基礎利率的支持，但近期基本因素強勁，長期利好因素帶來支撐。



資料來源：景順解決方案團隊，截至2023年9月30日的觀點。



## 另類投資： 商品展望



**Jeff Bennett, CFA®**  
經理選擇總監  
景順解決方案團隊



**David Gluch, CFA®**  
客戶投資組合經理  
景順環球資產配置

相對於金屬，目前農業及能源吸引力較大

	總體	估值	基本因素	長期趨勢
資產類別	具吸引力	具吸引力	具吸引力	不具吸引力
農業	具吸引力	具吸引力	具吸引力	具吸引力
能源	具吸引力	具吸引力	具吸引力	不具吸引力
工業金屬	不具吸引力	不具吸引力	具吸引力	不具吸引力
貴金屬	不具吸引力	具吸引力	不具吸引力	不具吸引力

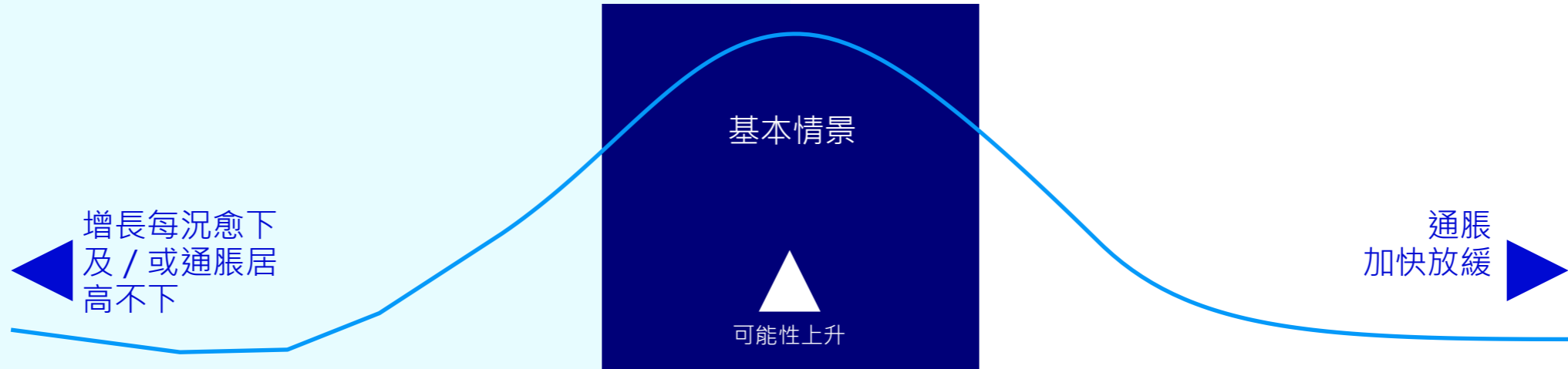
在大部份子資產類別中，商品價格持續窄幅波動，而且雖然我們的長期趨勢評估結果反映目前是具有淨吸引力，但我們想提醒投資者，商品價格有機會突然變化。在成為2023年至今年5月表現最差的子資產類別之後，於6月至9月期間，能源強勁反彈，布倫特原油測試每桶100美元的關鍵心理水平。石油出口國組織（OPEC）減產，加上俄羅斯減少出口以及精煉產品的利潤率上升，推高能源價格，帶動能源擺脫2022年底形成的廣泛及小範圍浮動交易模式。在央行普遍暫停加息之際，夏季長期利率上升，進一步窒礙工業金屬的發展。不愠不火的中國經濟及綠色能源製造業需求走軟，令工業金屬持續承壓。黃金為基準的最大持倉，即使實質收益率上升及美元強勢，黃金表現仍極其堅挺。中東衝突爆發提振黃金的避險需求。厄爾尼諾現象對糖等熱帶軟商品的影響利好農業的整體吸引力趨勢。

估值方面，採用現貨價格與指數級加權五年平均價格比較法，雖然得分目前具有淨吸引力，但僅具很小的吸引力。由於黃金為彭博商品指數的最大持倉，金價的韌性不僅利淡貴金屬，而且拖累更廣泛的指數。能源估值仍具吸引力，但繼夏季回升後吸引力有所減弱，同時小麥價格暴跌使農業實現淨吸引力。由於價格全線下跌，工業金屬的估值得到最大改善。

按年度利差衡量的基本因素不具淨吸引力，主要由於彭博指數中的天然氣權重大及其最大持倉黃金的利差因孳息曲線持續倒掛而欠缺吸引力。精煉產品及石油以及豆粕、大豆油、糖及咖啡的利差仍是最高。

資料來源：景順解決方案團隊，截至2023年10月31日的觀點。觀點反映彭博商品指數，並非直接轉化到任何景順商品策略。

## 另類投資情境



### “硬著陸”

- 我們認為「硬著陸」可能是兩個潛在推動因素之一。無論是哪種情況，最終結果對投資的影響將會相似，但短期表現將可能有所不同。
- 1. 長期的緊縮政策及滯後效應不一，事實證明政策失誤令美國經濟不堪重負，難以應對這樣的後果。在此情況下，我們預期經濟增長顯著放緩及聯儲局更早放寬政策。
- 2. 通脹持續高企促使政策制定者在更長時間內維持較高利率，對經濟的影響，比我們目前預期的更大。

### “軟著陸”

- 我們亦考慮美國的上行情境，其中供應面衝擊消退或早已消失，以及需求溫和降溫令通脹放緩，從而提振經濟。
- 在此「軟著陸」情境中，美國經濟將會正處於（或者甚至正在走出）週期中期的放緩階段，此後於2024年上半年經濟重新加速增長。
- 我們預期相對於基本情境，核心通脹將勢必緩緩下降，促使聯儲局能夠更早放寬政策。
- 在美國之外，我們預期歐元區等盈餘經濟體以及雙赤字新興市場有望受惠。

## 環球市場策略部

### 於未來一段期間看好的資產

#### 硬著陸

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收緊，都可能引發硬著陸。不管哪種情況，對投資的影響相似，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脫穎而出，但在通脹持續高企情境中則表現落後。

#### 我們看好的資產...

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

#### 幾經波折的著陸

2024年通脹緩和，上半年經濟增長放緩，下半年經濟重拾升勢。

2024年上半年，經濟增長放緩至低於趨勢水平，但隨著通脹下降、政策開始放寬以及實質工資增長企穩，下半年經濟增長重拾升勢。早於2023年第4季度，市場很可能開始消化經濟起初放緩、隨後開始復甦的情境。歐洲及英國的增長狀況相對較差。在2024年上半年，中國經濟增長很可能面臨挑戰，但將於2024年稍後時間有所改善。

#### 我們看好的資產...

- 股票：
  - 週期股，包括價值股及小型股
  - 新興市場亞洲股票，包括中國股票
- 固定收益：
  - 長存續期持倉
  - 美國投資級別及新興市場亞洲當地債券
- 貨幣：非美元外匯

#### 軟著陸

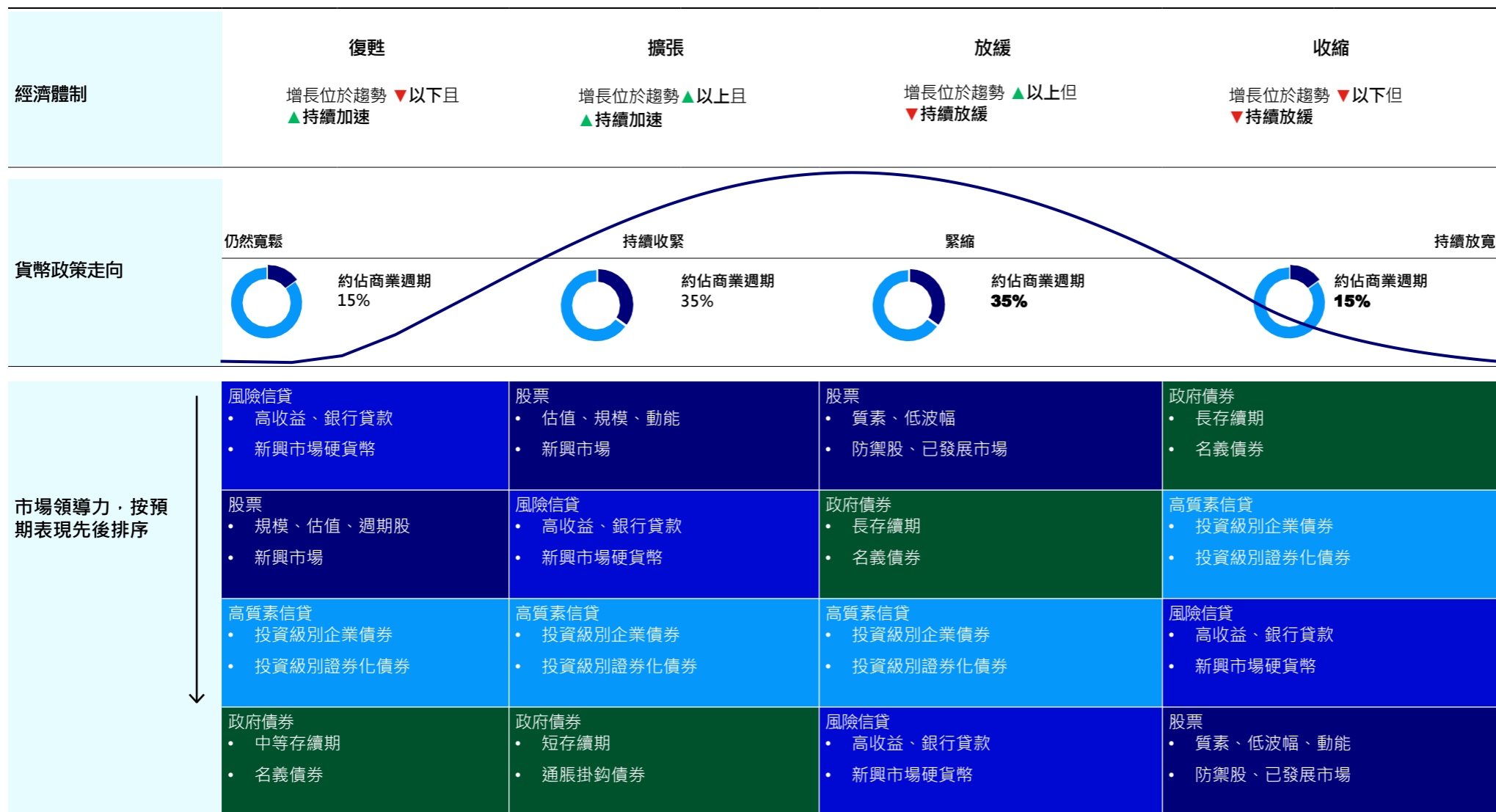
通脹加速放緩、增長向好

美國供應面衝擊消退，需求溫和降溫令通脹放緩，從而提振經濟。在此情況下，美國經濟正處於（或者正在走出）週期中期的放緩階段，此後於2024年上半年經濟重拾升軌。美國核心通脹將勢必緩緩下降，推動聯儲局更早放寬政策，從而帶來利好效應。

#### 我們看好的資產...

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

# 戰術性資產配置： 宏觀框架



註：在這個框架中，經濟體可以向前或向後移動。

供用作說明用途。我們將政策放寬定義為美國聯儲局減息及 / 或擴大其資產負債表規模。持續放寬表示美國聯儲局維持減息政策及 / 或保持債券購買計劃。持續收緊表示美國聯儲局削減資產購買規模及 / 或開始加息。緊縮政策表示美國聯儲局透過加息紓解通脹憂慮。無法保證這些趨勢將於未來持續下去。

## 亞洲股票： 亞洲（日本除外）股票 仍較已發展市場有所折讓

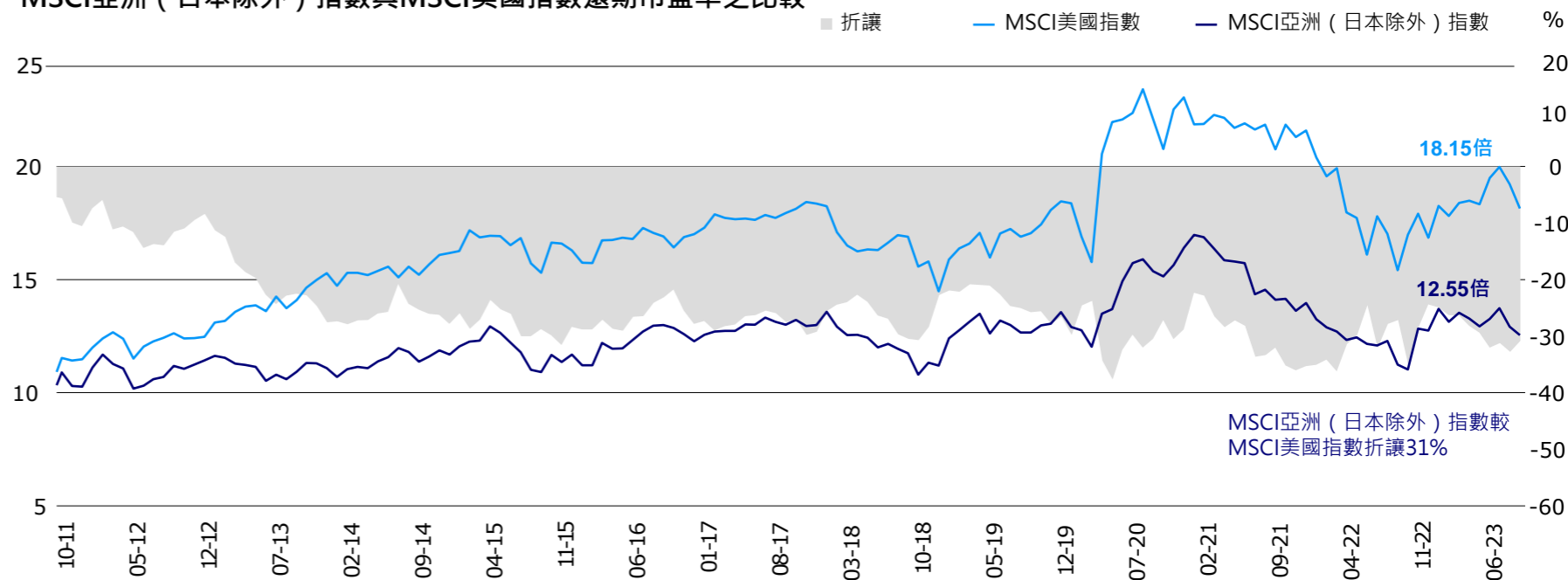


蕭光一  
亞洲（日本除外）首席投資總監

我們預計明年亞洲經濟將相對穩定，並回復正常的增長路線。因此有望形成一個有利的商業環境，從而提振區內消費。

- 我們相信，投資者應重新聚焦亞洲各國的基本優勢及特有的增長動力。這一策略性轉變可讓市場人士充分把握未來的眾多機會。
- 我們相信，印度正處於早期結構性增長階段。印度對副消費品及相關板塊需求殷切，預計未來十年私人消費規模將上升逾一倍。<sup>1</sup>
- 亞洲地區通脹溫和，造就一個更加穩定的營商與消費環境，利好亞洲持續的基本增長及投資機會。

### MSCI亞洲（日本除外）指數與MSCI美國指數遠期市盈率之比較



資料來源：Factset、景順，2023年9月。  
過往表現並非未來業績的保證。不能投資於指數。  
<sup>1</sup> 路透社，截至2023年8月的數據。

## 中國股票： 在岸及離岸中國股票 估值均具有吸引力

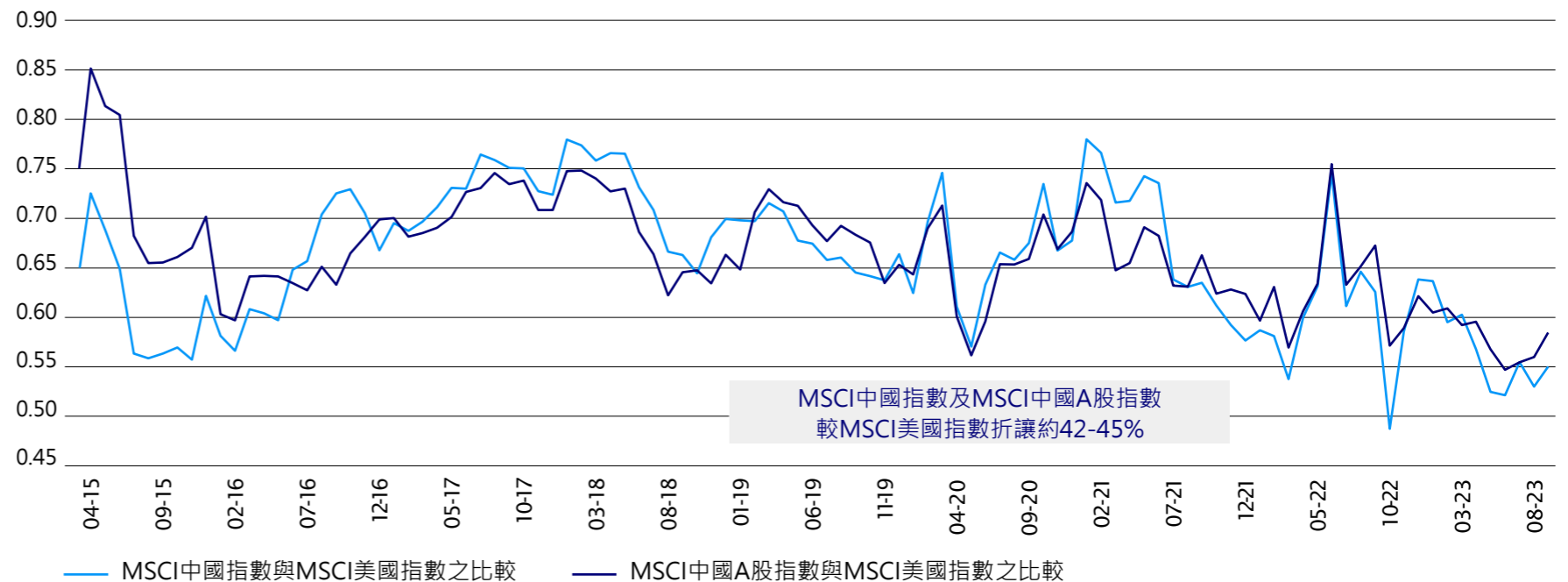


馬磊  
香港及中國內地首席投資總監

中國多個領域正在經歷經濟轉型，我們發現兩個主要趨勢正在加速發展，即再全球化及綠色化。

- 我們更傾向於具備科技及領導能力，同時業務遍佈全球市場的公司。此等公司已達到相當大的規模與高度發展階段，正蓄勢待發迎接下一階段的全球性增長。
- 中國擁有一個覆蓋原材料、新能源、智能電網傳輸、電池及電動汽車完整的綠色能源供應鏈。我們相信，低碳消費與生產的垂直供應鏈造就中國供應商及企業的比較優勢，從而鞏固其領導地位。
- 當前環境利好中國股票，無論從市盈率抑或是市帳率來看，中國股票估值均處於十年來最低水平。

### MSCI中國指數及MSCI中國A股指數與MSCI美國指數的遠期市盈率之比較



資料來源：Factset、景順，2023年9月。  
過往表現並非未來業績的保證。不能投資於指數。

## 亞洲固定收益（投資級別）：

由於美國利率將於「較長時間內持續高企」，亞洲信貸市場仍面臨嚴峻挑戰

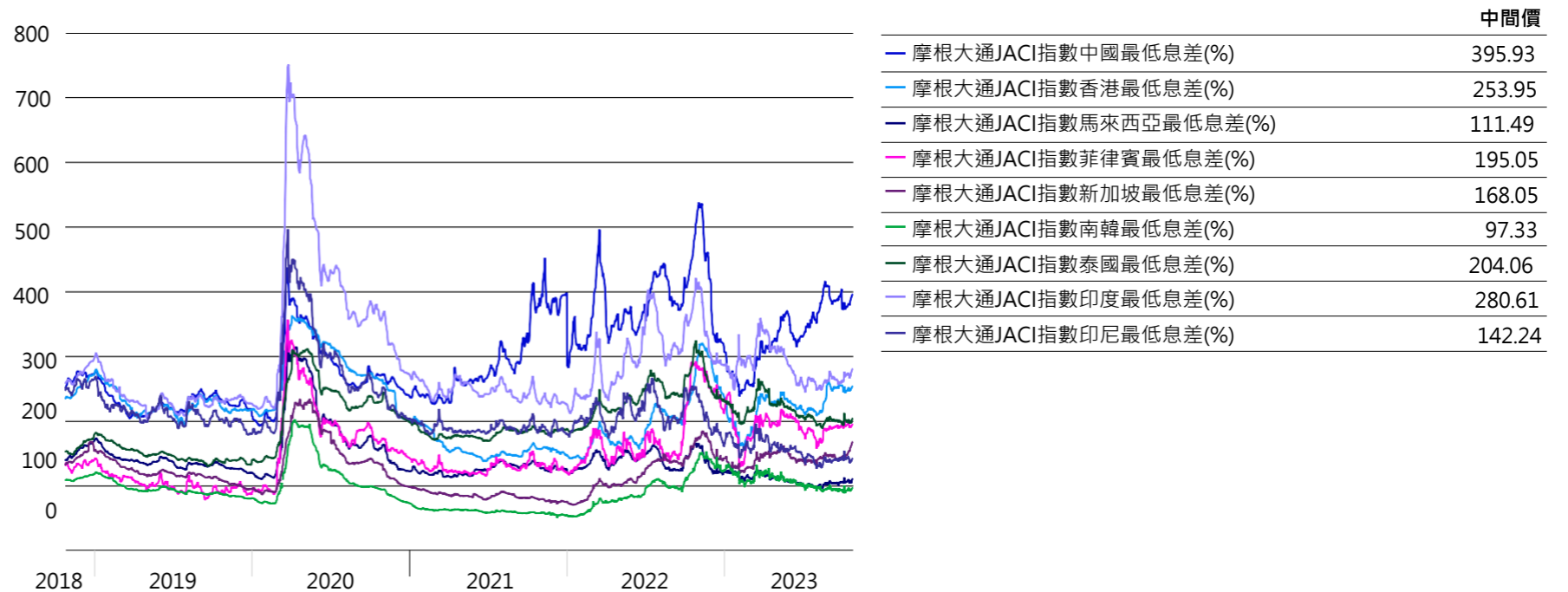


劉傑翔  
景順環球固定收益  
高級投資組合經理

由於美國利率將於「較長時間內持續高企」，亞洲信貸市場仍面臨嚴峻挑戰。鑑於利率加劇波動及地緣政治風險，投資者可能於市場尚未明朗時維持相對審慎的部署。

- 我們預計，臨近年底及2024年上半年利率波動將有所緩和。我們認為，利率波幅減小加上利差吸引應可在中期之內繼續利好亞洲信貸。
- 我們認為亞洲投資級別信貸息差不太可能大幅收窄，但我們相信，綜合孳息率高企應有利於該市場 2024年的發展前景。
- 亞洲信貸市場的供應收縮仍是主要的技術利好因素。我們察見，現金儲備充裕的亞洲企業開始回購自身債券，藉此降低融資成本。投資範疇持續收窄成為一個新的趨勢。

過去五年亞洲信貸息差（按國家／地區）



資料來源：彭博，截至2023年10月24日的數據。

## 亞洲固定收益（高收益）：

收益是亞洲高收益投資的關鍵，證券挑選及配置則是締造超額收益的不可或缺的因素。

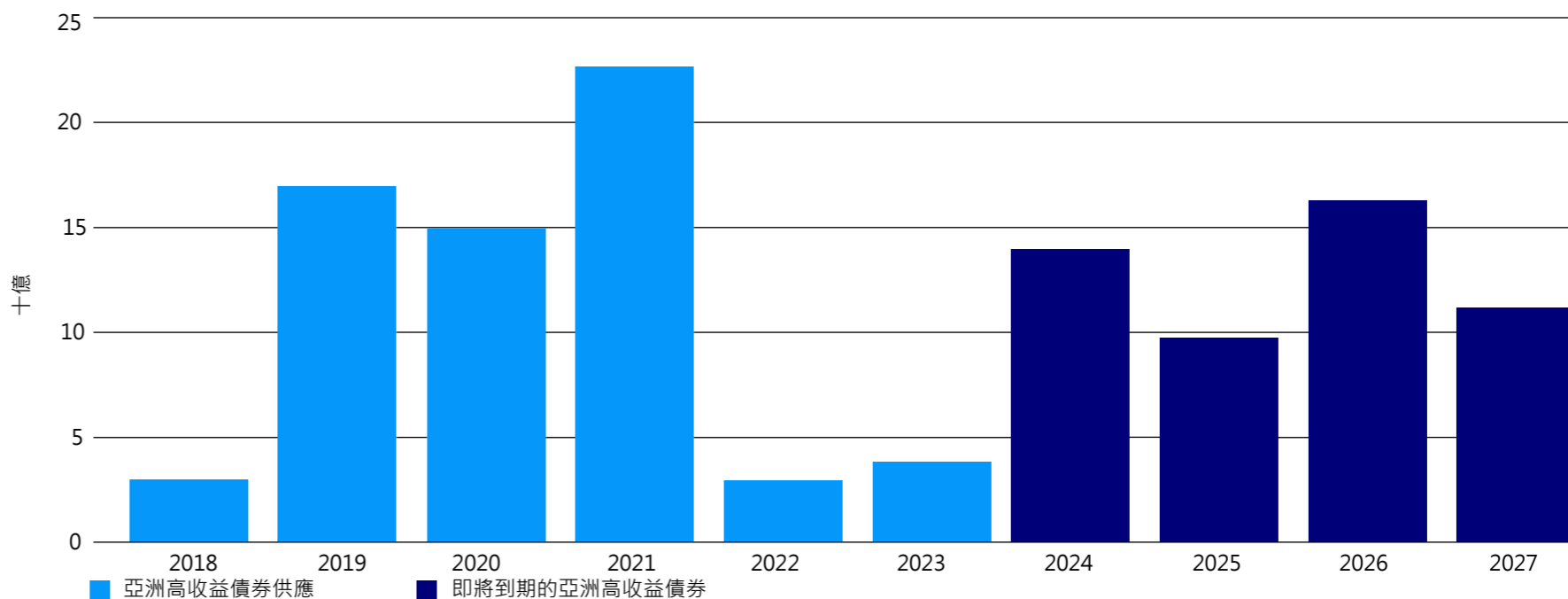


林純暉  
景順環球固定收益  
ESG信貸投資組合經理

收益仍是亞洲高收益資產類別的一個關鍵特質，證券挑選及配置則是締造超額收益不可或缺的因素。

- 2023年，亞洲高收益債券供應持續低企，市場流通的債券總額不足50億美元，一手交易數量不夠10宗。踏入2024年，到期債券的價值預期有所上升，我們預期亞洲高收益債券發行額將為2023年的兩倍以上。
- 2024年，我們可能會察見高收益發行人更致力於透過短期債券交易或伺機參與一手市場交易進行再融資，或將私募信貸市場作為資金來源。
- 從亞洲高收益與亞洲投資級別（房地產發行人除外）的相對價值當中，我們注意到，高收益債券孳息率的升幅已從2022年年中的7%大幅降至如今的4%左右。<sup>1</sup>靈活配置於投資級別與高收益債券將是締造未來超額收益的關鍵。

### 無違約發行人的亞洲高收益債券發行量



資料來源：彭博，截至11月4日的數據。

附註：圖表所示為投資級別評級以下、最低流通中金額超過2億美元且無違約的發行人。

<sup>1</sup> 摩根大通、Aladdin、景順，截至2023年10月的數據。



## 亞洲固定收益（新興市場）： 投資新興市場主權債券時須審慎

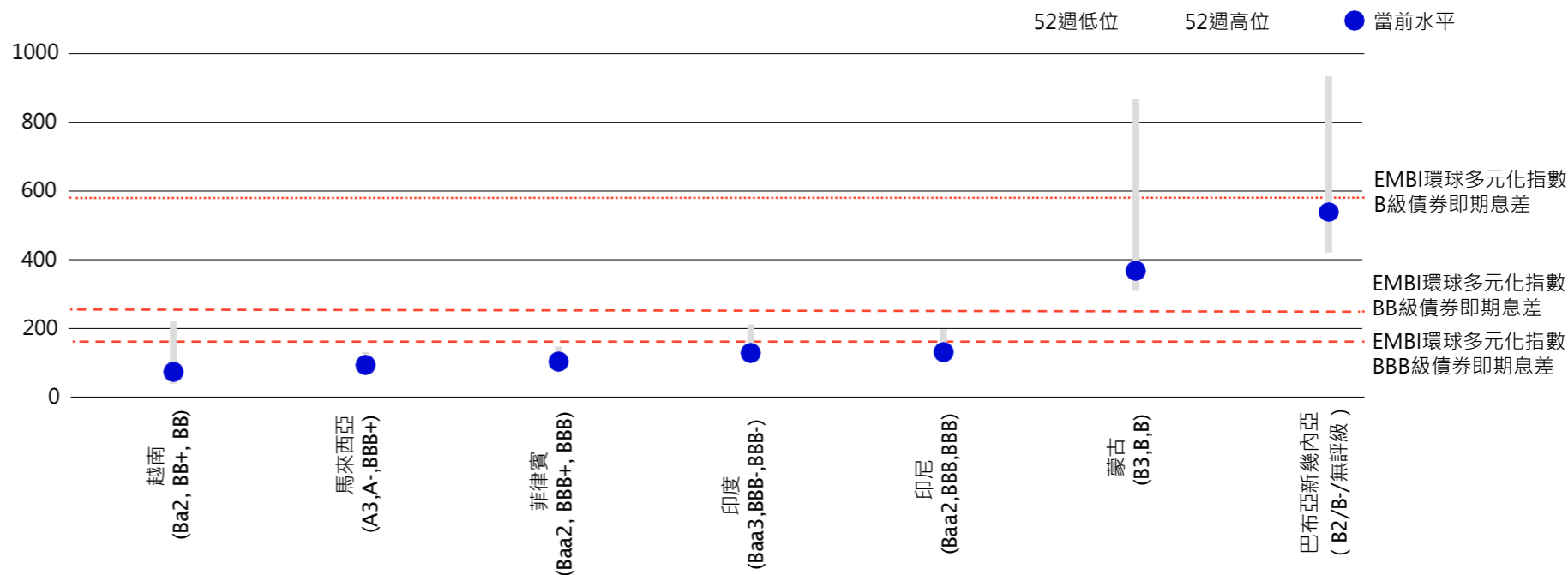


丁一飛  
景順環球固定收益  
高級投資組合經理

2023年年初至今（截至11月1日），按信貸息差計，大部分亞洲新興市場國家主權信貸的表現均十分理想。錄得強勁的表現過後，亞洲新興市場主權債券已相當昂貴，當前息差水平亦較去年緊絀。

- 隨著融資成本的下降，亞洲的美元主權及類主權債券供應將有所增加。隨著亞洲國家增長放緩，當地發行人發行的美元債券需求將會下跌。
- 儘管我們認為亞洲主權信貸並無重大評級下調風險，但投資新興市場亞洲主權債券時仍須審慎。
- 倘若新興市場亞洲主權債券息差持續拓闊，與評級相近的同類新興市場債券持平乃至超出後者，我們相信，相比其他地區的新興市場債券而言，亞洲新興市場主權債券仍是更佳的选择。

過去一年的息差範圍：新興市場亞洲與新興市場指數值比較



資料來源：彭博、景順。截至2023年11月1日的數據。  
附註：括號內包括各主權發行人的穆迪、標準普爾及惠譽評級。

## 亞洲固定收益 ( ESG ) : 亞洲固定收益領域的 ESG 投資保持穩定

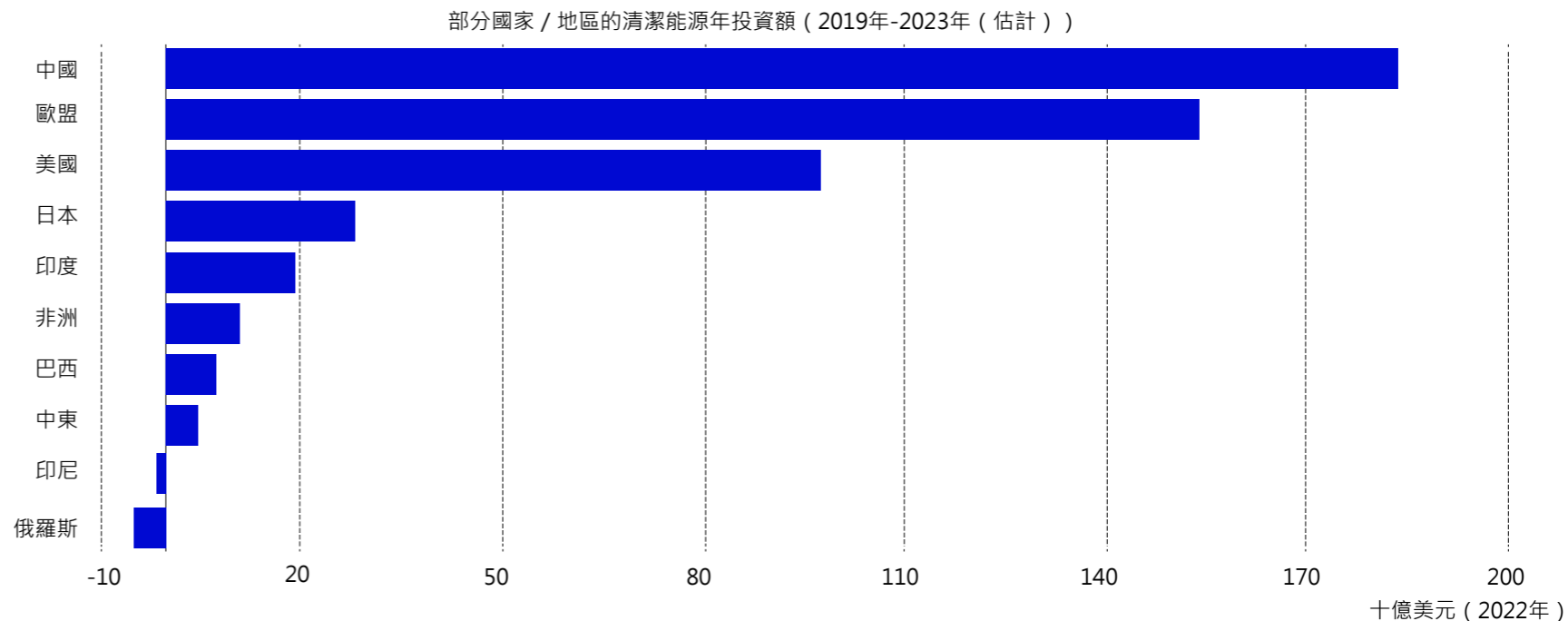


林純暉  
景順環球固定收益  
ESG 信貸投資組合經理

亞洲固定收益領域的ESG投資靠穩，亞洲於推動氣候轉型，繼而幫助全球實現1.5度目標方面發揮著獨特的作用。

- 中國一馬當先，致力於透過投資及經濟轉型長遠發展成為一個真正的淨零經濟體，過去四年的年投資額超過1,700億美元。
- 這亦推動中國綠色債券市場迅速增長。持續的投資成為亞洲綠色債券市場發展的結構性動力。
- 我們相信，以ESG為主導的投資方法長遠可締造更高的經風險調整後回報。利用專有的ESG分析是加強主動投資的關鍵。
- 我們相信，向中國氣候轉型及增加氣候適應開支等超級趨勢靠攏是個主題投資機會。作為亞洲固定收益投資者，應將之當作投資組合核心的一部分。

### 清潔能源開支於近年顯著增加，但主要集中於少數國家及地區



資料來源：《2023年世界能源投資》報告(World Energy Investment 2023) · 國際能源署。  
附註：2023年 ( 估計 ) 指2023年的估計值。

## 附錄一

### 第8頁圖表的附註：

- **聯儲局寬鬆及孳息曲線趨陡時，長期債券表現領先**  
「加息期間」描述美國聯儲局上調政策利率的期間。「孳息曲線（10年期-2年期，%）」描述10年期美國國庫券孳息率與2年期美國國庫券孳息率之間的差異。「總回報指數（10年期 / 2年期，1976年6月1日 = 1.00）」描述10年期美國國庫券與2年期美國國庫券的總回報指數之間的比率，於1976年6月1日基數重設為1.0。總回報使用各自的每日孳息率走勢計算，以得出價格走勢，並且添加到收益流（假設每日出售並重新買入，以保持固定到期日期）。資料來源：Refinitiv Datastream及景順環球市場策略部。
- **孳息曲線趨陡時，債券往往領先股票**  
「國內生產總值加權孳息曲線」為10個經濟體（澳洲、巴西、加拿大、中國、歐元區、印度、日本、俄羅斯、英國及美國）的平均值10年期孳息率減去2年期孳息率比較結果，以國內生產總值加權計算。「債券 / 股票」基於美元總回報指數，由MSCI世界指數除以ICE BofA環球政府債券指數。資料來源：ICE BofA、MSCI、Refinitiv Datastream及景順。

### 第9頁圖表的附註：

- 截至2023年8月31日的數據。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、FTSE Russell、MSCI、標準普爾GSCI、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。

### 第10頁圖表的附註：

- **戰爭對市場的影響通常比人們擔憂的更少**  
基於標普500指數（或在Robert Shiller建立該指數之前，基於美國股市等同指數）於一戰、二戰、古巴導彈危機、贖罪日戰爭、科威特戰爭及伊拉克戰爭各衝突事件爆發起計五年內的每月表現。對於各情景，指數基準初始重設為100（月份0），隨後計算接下來的60個月。資料來源：Robert Shiller、彭博及景順。

### 第15頁圖表的附註：

- **於加息週期結束後，信貸、核心債券及市政債券表現優於短期債券**  
短期政府債券由標準普爾0-1年期美國國庫券指數代表。市政債券由彭博美國市政債券指數代表。核心債券由彭博美國綜合債券指數代表。企業債券由彭博美國企業債券指數代表。

# 重要訊息

## 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。過去的表現並不能作為未來回報的指引。

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。