

2024年年中投資展望

# 分岐中尋找機會





**Kristina Hooper**  
環球首席市場策略師

## 內容概要

**通膨：好壞參半，但有下降。**儘管市場普遍預期2024年全球經濟成長將放緩，但大多數主要經濟體的成長及通膨表現持續優於普遍預期。我們對今年下半年的展望聚焦於各國的通膨路徑，以及央行官員於開始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）的通膨下降進度不一，但我們仍然預期，隨著供需漸趨一致，到2024年底，大多數經濟體的通膨將進一步下降。我們認為，美國以外已開發市場經濟體的通膨將會下降得更快，而央行將更關注通膨的走向，而非目前的通膨水準，這意味著相關央行將於通膨下降至目標水準之前開始降息，但降息將循序漸進。

**成長：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，成長雖低於趨勢，但仍具韌性。分歧再度成為主題，未來各個經濟體的成長及通膨步伐可能不一。例如，我們預期美國表現將持續一枝獨秀，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多的支持。日本方面，日圓疲弱及結構性改革推動通膨回升，讓日本央行得以展開相當溫和的緊縮進程。中國方面，房地產市場持續偏弱，而消費者信心逐漸回升，反映成長低於趨勢但正在改善。

**市場：風險資產擁有較大上漲空間。**市場似乎已消化大部分預期，但我們繼續保持承擔風險態度。信貸利差反映宏觀基本面仍然健康，股市顯示獲利持續成長。展望2024年下半年，市場可能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多或利空數據。我們認為，相較於具體降息次數，對於央行接下來將降息而非升息的觀點更加重要，尤其是在市場情緒仍然十分波動的情況下。我們特別指出，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。考慮到宏觀環境良好，我們傾向於偏重風險資產，但會嚴格控制風險，因為評價偏高的風險資產上漲空間有限。

## 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，通膨將繼續下降至央行目標水準，而成長率將逐步重返趨勢水準。

# 宏觀觀點

## 1 成長在改善 – 但不均衡

- 儘管多個經濟體均實施限制性貨幣政策，但經濟成長仍頗具韌性。
- 成長率似乎逐漸接近趨勢水準，包括歐元區成長回升及美國成長走穩。



## 2 通膨進展不一，但趨勢良好

- 我們預期通膨將持續下降，但美國速度較慢，而歐元區速度相對較快。
- 日本通膨率可能會在2%的目標附近走穩。



## 3 多個主要經濟體有望降息

- 鑑於通膨重現下降趨勢，主要央行將更有空間開始調降政策利率。
- 降息時間與幅度將因國家而異，其中歐洲將率先降息，美國隨後；日本央行正略為收緊貨幣政策。



## 4 產業政策預示未來差距將繼續擴大

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



## 5 關鍵風險及主題

- 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。



# 市場觀點

## 固定收益

固定收益資產評價較高，殖利率曲線倒掛且信貸利差較小。短期內，我們傾向於對利率進行區間交易。技術面十分良好，中期內，我們相信當前債券殖利率提供了買入機會。

## 美元／各國貨幣

聯準會若啟動降息週期，美元應會在不久後開始週期性下跌。然而，由於利率差異仍然較大，有利於美元，限制美元的下跌幅度。

## 新興市場

聯準會重新轉向「於更長時間內保持高利率」立場，限縮了資金流向新興市場，但個別市場的吸引力不容忽視：印度經濟快速成長；土耳其、阿根廷經濟復甦；拉丁美洲及中歐收益率高。若聯準會落實降息，我們預期美元將走弱，進而支撐新興市場資產類別。

## 股票

評價已大幅攀升。然而，降息往往會提供進一步的推動力，而多個經濟體的成長環境好轉應會支撐基本面。

## 另類投資

高收益率及接近零水準的存續期使得貸款及私募信貸在「更長時間內保持高利率」的環境下具有吸引力。房地產基金的評價接近低點水準。隨著可動用資金不斷累積，私募股權普通合夥人擴大配置的動力充沛。

# 1 全球經濟成長正在改善，但各國步伐不一

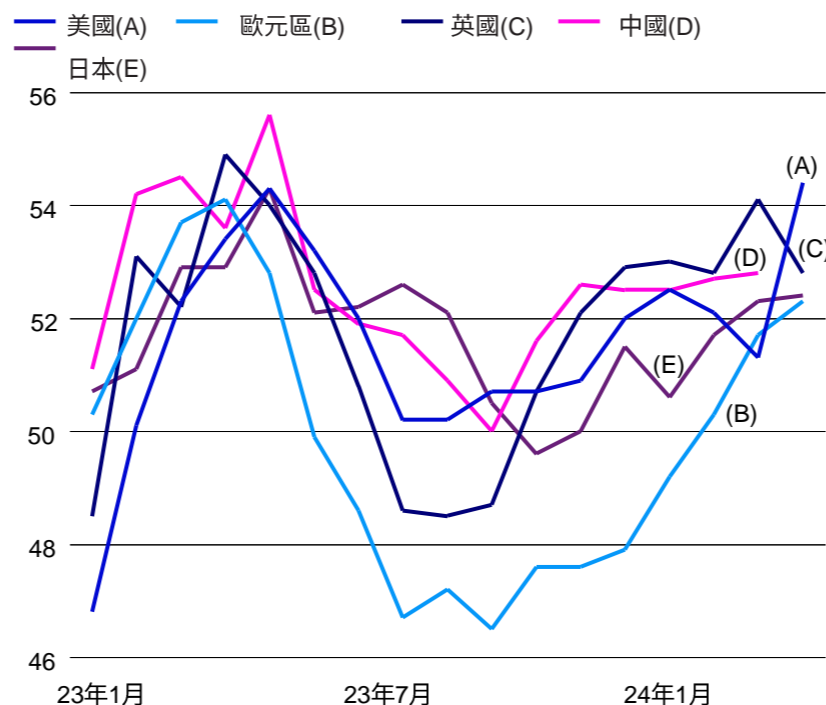
美國略為放緩，而歐洲、日本及中國正在改善

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，成長雖低於趨勢，但仍具韌性。美國成長略為放緩，但歐洲成長正從較低基期開始改善，預計將比美國更早降息，這應該會支撐歐洲成長。

分歧再度成為主題，未來各個經濟體的成長及通膨步伐可能不一。

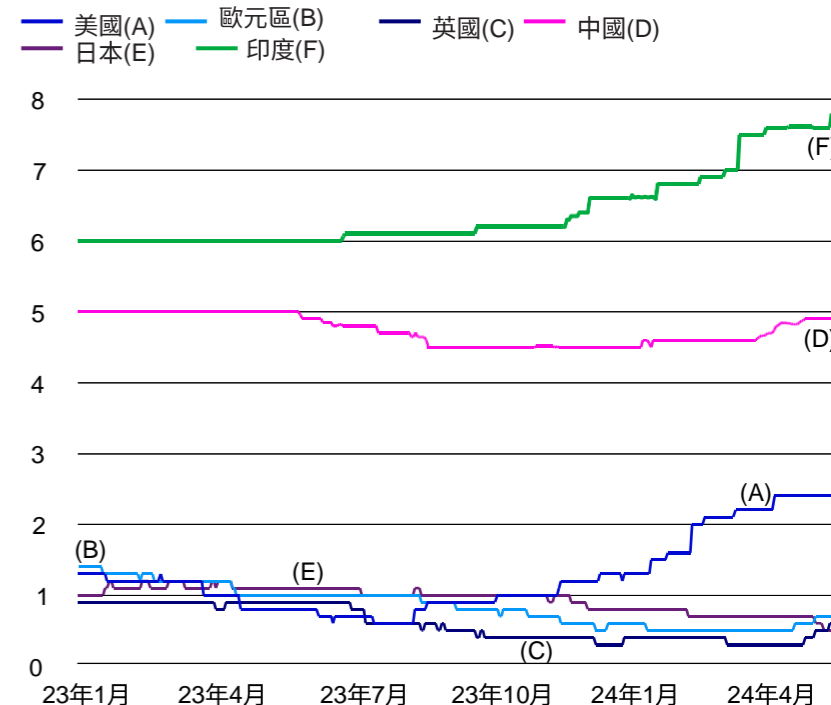
- 儘管政策利率偏高，但美國成長一直保持相對韌性，不過目前增速似乎有所下滑。我們預期今年剩餘時間的成長將向趨勢水準靠近。
- 歐元區方面，我們預期成長表現落後於美國，但增速應會回升，接近潛在成長率。
- 日本方面，鑑於工資成長、製造業產出反彈及財政刺激措施，成長亦有望改善。
- 中國方面，在消費者情緒改善加上財政刺激措施的提振下，未來成長將低於趨勢水準但逐步改善。

大多數地區的成長似乎重新加速，但美國成長正在放緩  
2023年1月以來的綜合PMI指數



附註：數據截至2024年5月31日。月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。

市場成長預期共識存在明顯分歧  
2024年GDP預期共識(%)



資料來源：景順、彭博，截至2024年5月31日。

## 2 通膨持續下降，但各經濟體步伐不一 美國通膨下降似乎較慢，歐元區較為快速

在主要西方經濟體中，通膨在從2022-2023年高點相對較快下降之後似乎已經暫停，尤其是在美國。服務業通膨尤其仍遠高於目標。這使得市場延遲了對主要央行何時可能開始放寬鷹派政策立場的預期。

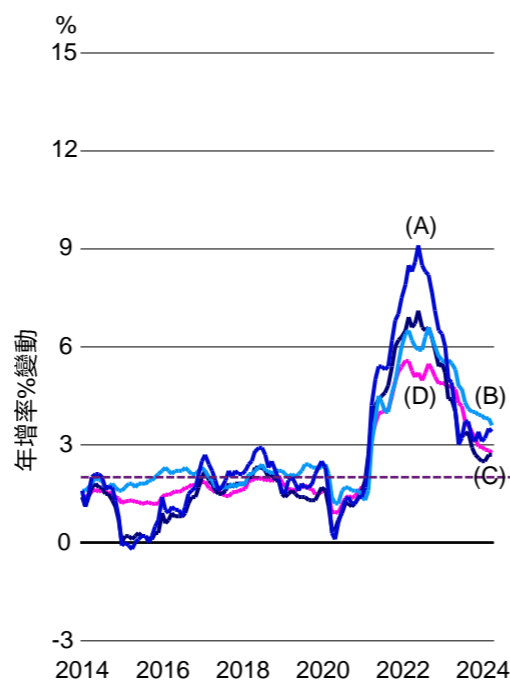
然而，我們持續預期大多數經濟體的通膨將在預期時間內下降，而非美國之已開發市場經濟體的通膨下降速度將更快。

- 由於美國經濟強勁成長、勞動力市場依然吃緊以及今年以來一系列通膨數據意外走揚，政策當局及市場人士調降通膨下降路徑的預期。然而，我們仍然認為美國通膨將持續下降，但步伐將會放緩，以致2024年可能降息的次數有限。
- 儘管成長表現落後於美國，但歐元區通膨前景更接近歐洲央行的目標水準。

### 美國第一季個人消費支出通膨放緩



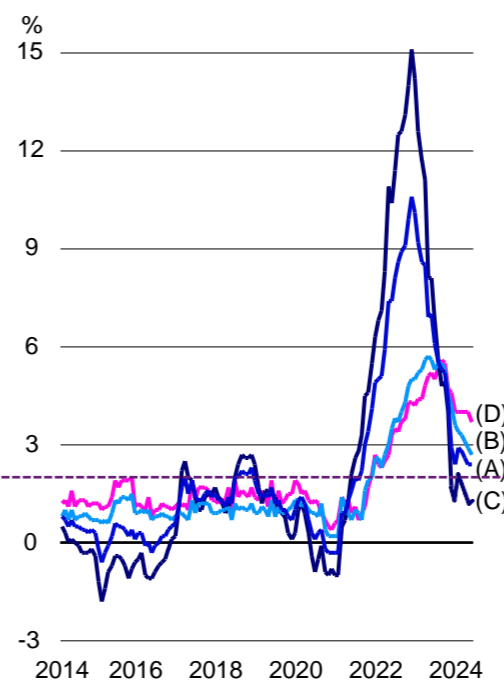
— 消費物價指數 (A)    — 核心消費物價指數 (B)  
— 個人消費支出 (C)    — 核心個人消費支出 (D)



### 歐元區整體通膨放緩



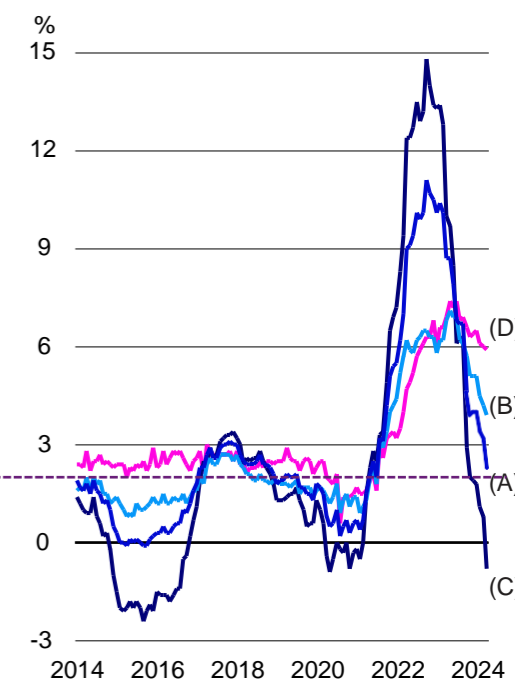
— 消費物價調和指數 (A)    — 核心 (B)  
— 商品 (C)    — 服務業 (D)



### 英國服務業通膨仍高



— 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），而且對貿易商品通膨的影響力亦遠小於對當地服務業通膨的影響力。因此，由於服務業通膨居高難下，預計央行不會改變實際政策或立場或放緩寬鬆步伐。

資料來源：Macrobond、景順。上圖的美國整體及核心CPI、歐元區HICP、核心及服務業通膨的月數據均截至2024年3月；美國PCE、核心PCE、歐元區服務業及所有英國通膨指標的每月數據截至2024年2月。所有數據截至2024年5月31日。

### 3 市場已為聯準會及歐洲央行降息做好準備

#### 目前通膨進展啟動未來的寬鬆政策

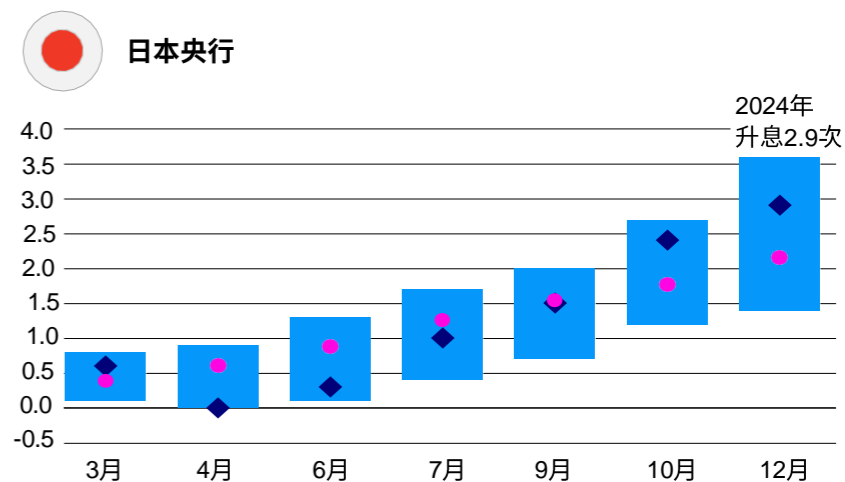
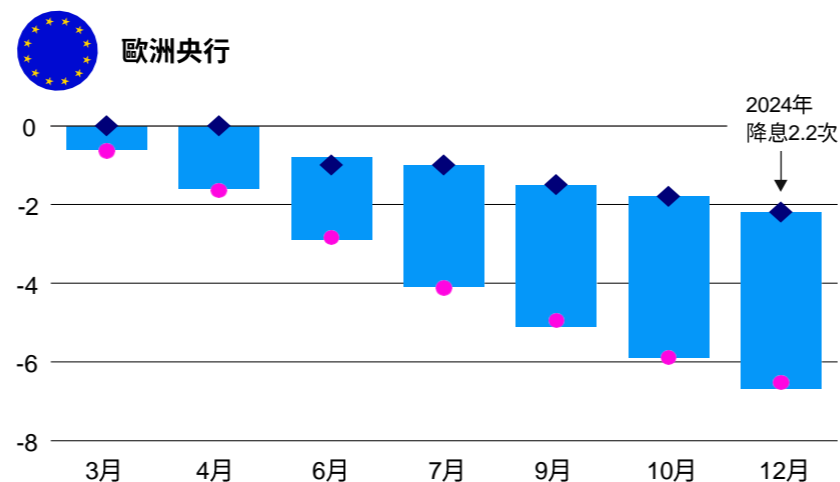
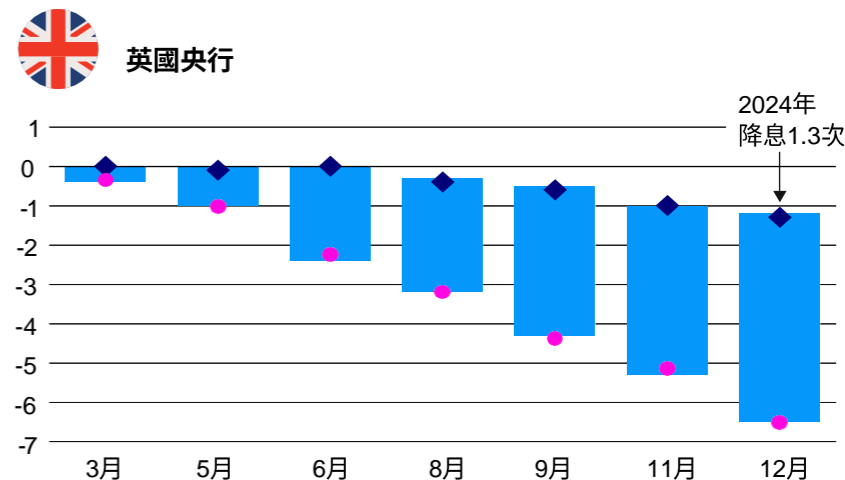
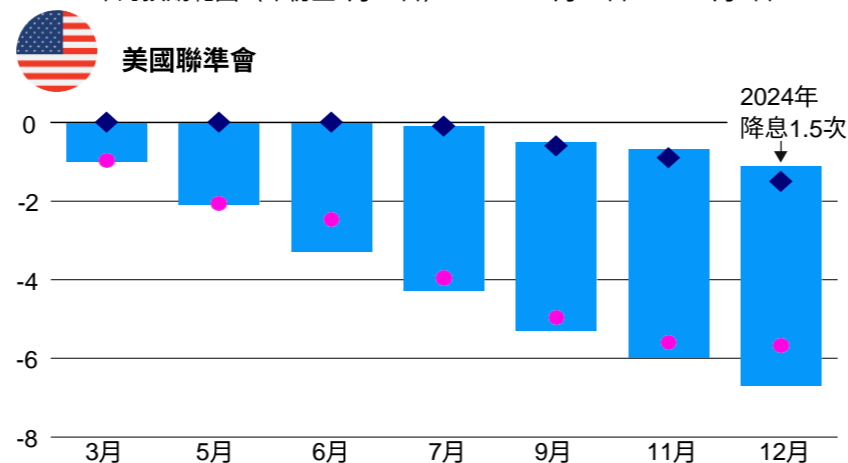
年初，市場預期西方已開發經濟體央行將有一輪降息。如今，鑑於第一季度通膨數據高於預期，市場預期將僅降息數次。如右圖所示，今年市場對通膨下降及政策的預期十分波動。在撰寫本文章時，市場對美國、歐元區及英國降息次數的預期似乎已接近預期範圍下限。

我們預計，隨著通膨持續下跌，應該會對政策路徑再次施加向下調整的壓力。隨著通膨下降，實質政策利率將走高，有助於刺激聯準會、歐洲央行及英國央行降息。歐洲成長相對疲弱，應有助於歐洲更快開始降息。

美國通膨下降緩慢，因此，聯準會降息次數將相對較少。這應有助於美元在聯準會實際降息之前維持較高水準。相較之下，日本通膨率升高，預期今年內將進一步升息。在美國與日本之間的實質利率利差縮小之前，日圓應不會大幅走強。

市場對2024年降息／升息預期的變化反映市場對寬鬆政策實施時間的看法波動

■ 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年剩餘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交換定價。每次降息或升息幅度假設為25個基本點，但日本除外，每次降息或升息幅度假設為10個基本點。

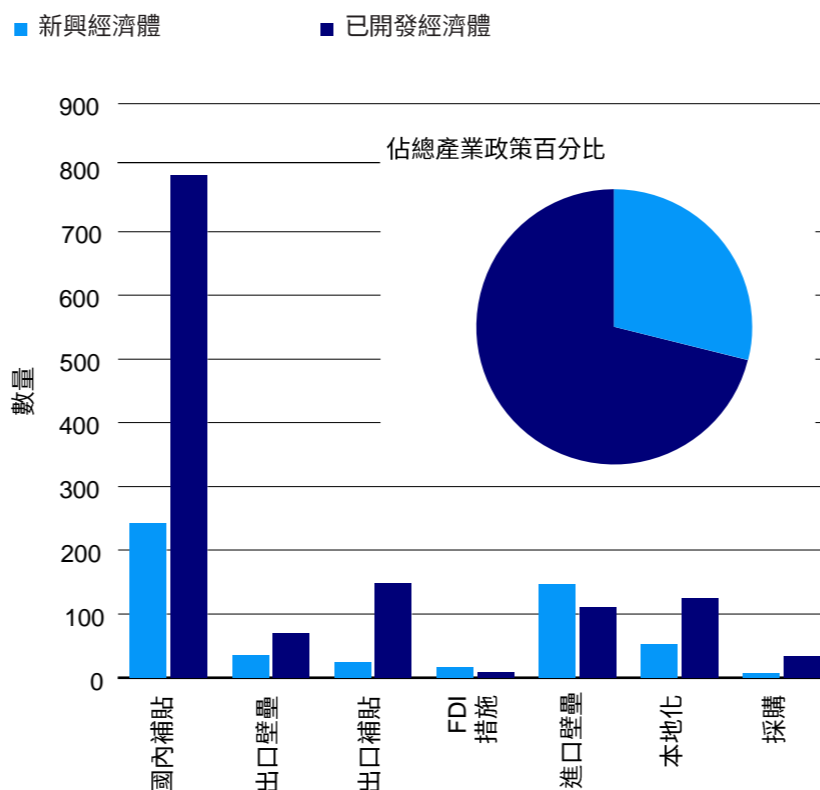
## 4 產業及貿易政策反映分歧可能仍是主題

### 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。已開發經濟體目前比新興市場更有可能利用產業政策。2023年，已開發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，而部分已開發經濟體則綜合運用產業及貿易政策。

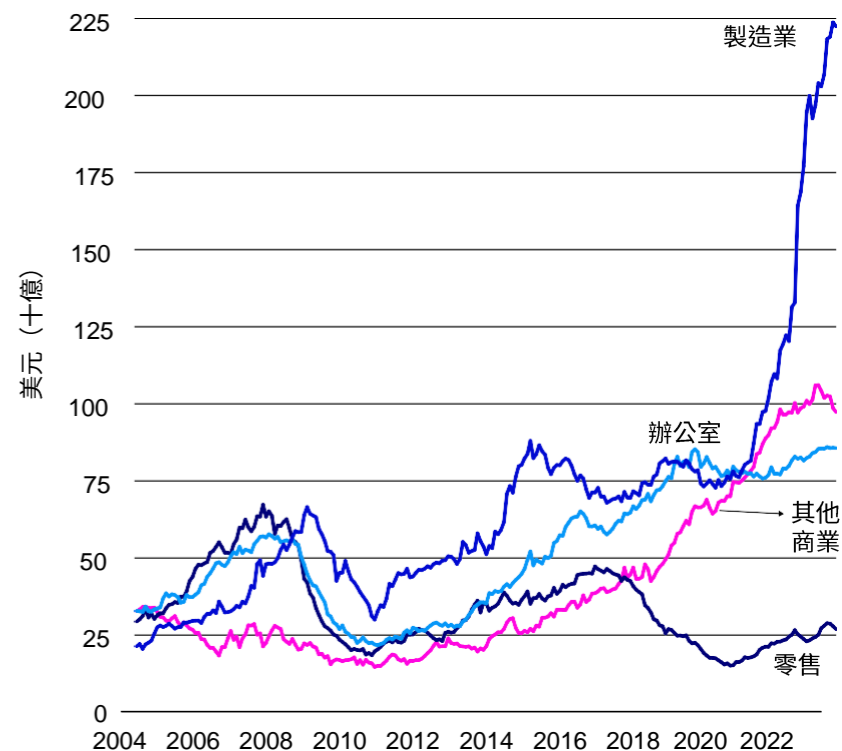
- 新產業政策通常採取當地補貼的形式，如注入資本及股權、財政補助、實物補助、稅賦或社會保險減免、生產補貼、利息補貼、貸款擔保、進口激勵及價格穩定等。
- 少數經濟體佔了使用產業政策的大宗 – 到2023年，中國、歐盟及美國已佔產業政策的48%。主要新興市場亦使用產業政策，特別是印度及印尼。
- 美國近年通過的重大產業政策措施包括《兩黨基建法案》、《芯片與科學法案》以及《通膨削減法案》。美國的產業政策似乎會對製造業投資產生重大影響。對成長、生產力及利潤的影響仍有待觀察。

#### 2023年依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。  
附註：FDI = 外商直接投資。

#### 美國非住宅建築的建築支出(SAAR)



資料來源：Datastream，每月數據截至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，進而影響貿易、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)



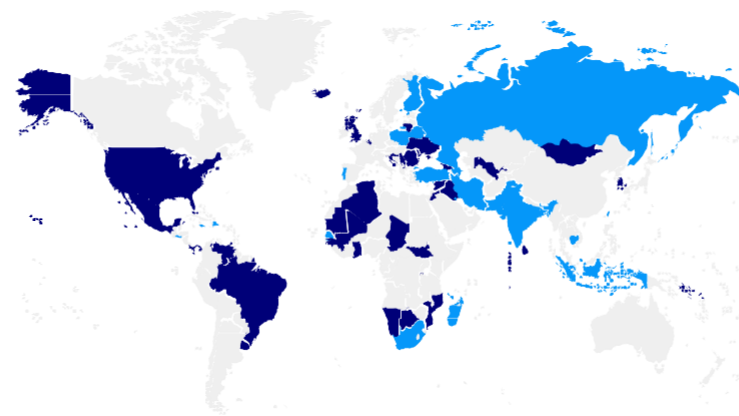
資料來源：景順、Macrobond，截至2024年5月31日  
地緣政治風險指數，《衡量地緣政治風險》，Caldara、Dario及Matteo Lacoviello 2018年著。

## 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確定，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2023年各大央行迅速升息後，金融壓力上升，一場危機可能導致政策突然轉向。但令人鼓舞的是，近期的金融危機獲得迅速及針對性的應對 – 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年期固定期限利率交換的隱含殖利率波動。



# 英國成長出現改善，但通膨狀況憂喜參半

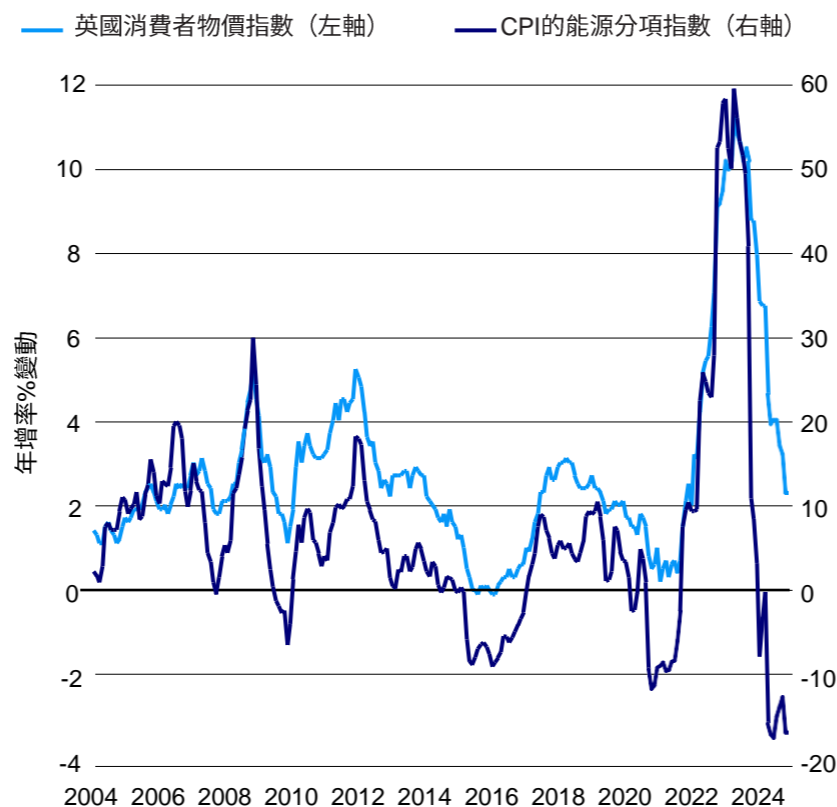
由於通膨仍然頑固，英國央行對實施寬鬆政策將持審慎態度

我們預期，英國經濟表現將與歐元區相似，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。

- 通膨放緩速度較慢，但基期效應及能源價格下跌已有助推動通膨放緩。服務業通膨仍高是英國央行面臨的一道難題。我們認為，英國央行將於2024年降息，但將循序漸進。
- 英國將於7月4日舉行全國大選，今年可能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價。

## 能源成本下降可能會緩和2024年下半年的通膨率

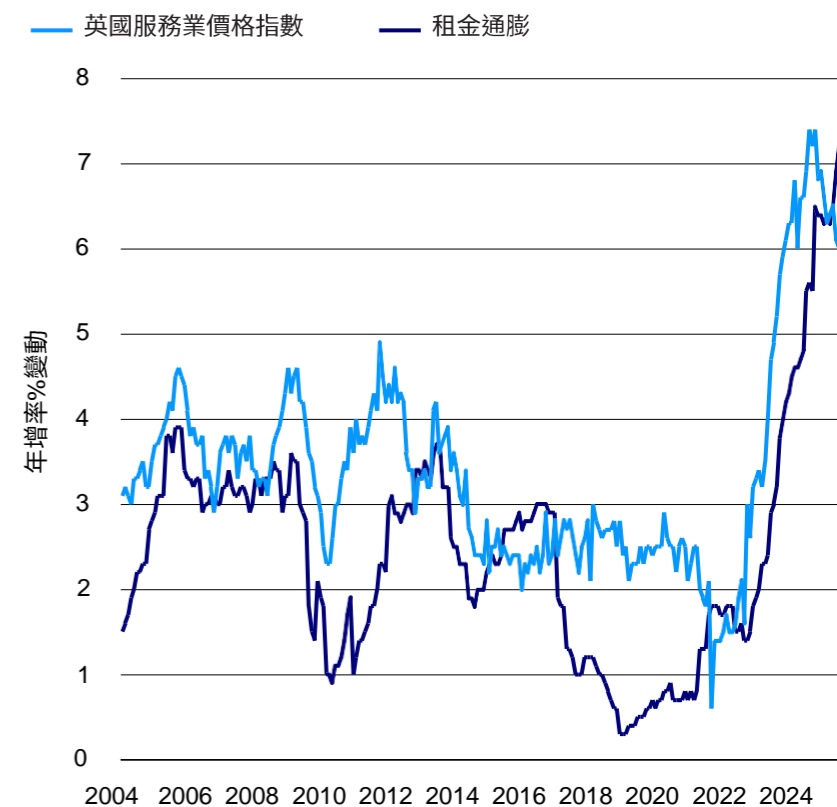
英國CPI與能源價格



資料來源：景順、彭博，截至2024年5月31日。

## 高服務業通膨仍是英國央行面臨的挑戰

英國的服務業及租金通膨



資料來源：景順、彭博，截至2024年5月31日。

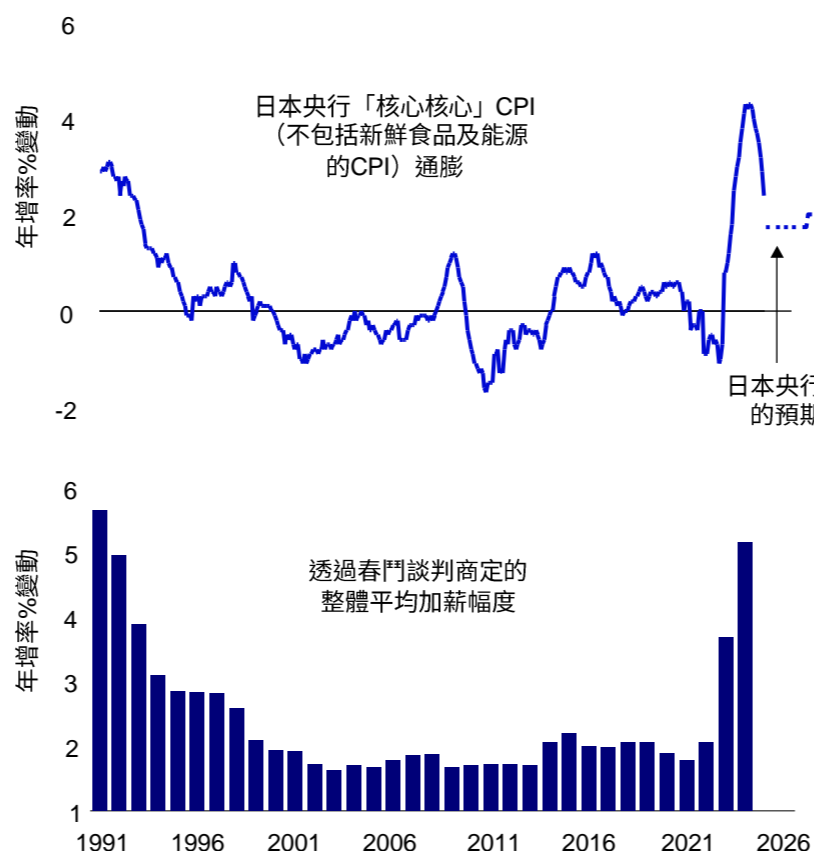
# 日本經濟正朝着持續通膨2%穩步邁進

隨著日本經濟邁向通膨，企業獲利能力有所改善

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、製造業生產回升以及財政刺激措施應可支持日本的消費及投資成長。

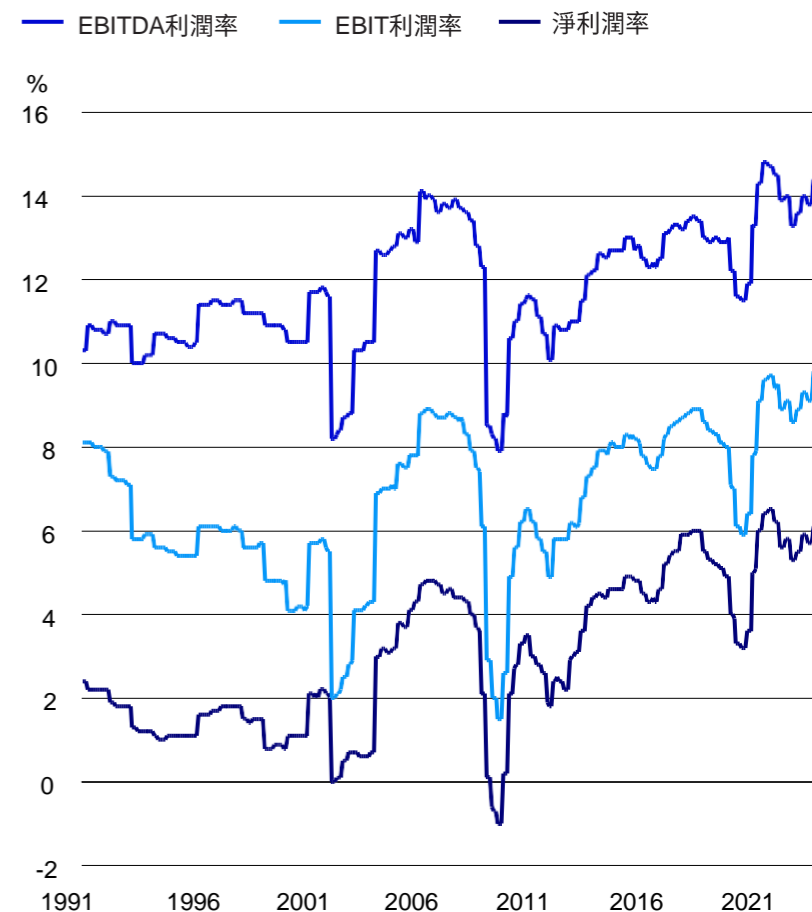
- 隨著通膨溫和上升，我們預計日本央行將在2024年底前實施至少一次額外升息，並可能啟動量化緊縮政策，因為通膨有較高可能性會持續 2%。
- 日本企業轉向更積極定價的行為，推動企業利潤率創歷史新高。全球投資者可能調高對日本股票的資產配置，預示日本股票表現有望於2024年下半年進一步超越其他已開發經濟體的股票。
- 由於基本面改善，日本資產變得更具吸引力，而日本股票表現有望更為突出，部分是由於全球投資者於2024年下半年相對於其他已開發經濟體的股票調高了對日本股票的資產配置。日圓短期內可能會繼續走弱，但聯準會調降政策利率及日本央行升息應會於今年底緩解日圓的疲軟表現。

## 日本通膨及春鬥加薪



附註：通膨數據不包括調升消費稅的影響。資料來源：Rengo及CEIC。每月通膨數據，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。

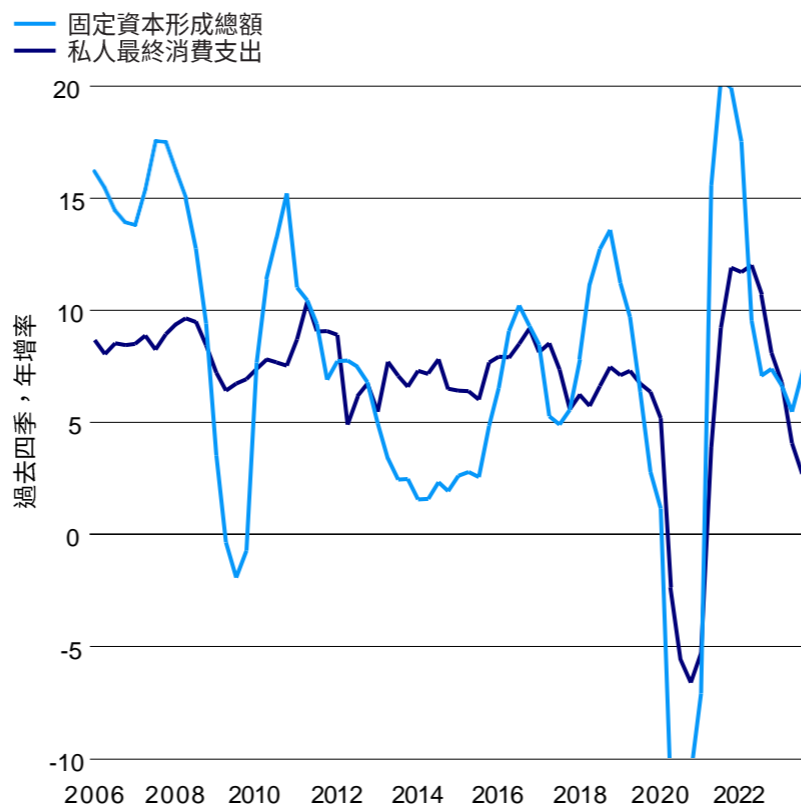
# 受惠於週期性及結構性利多，印度經濟成長強勁

## 「K型」營收成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成長的主要動力，值得投資者關注。

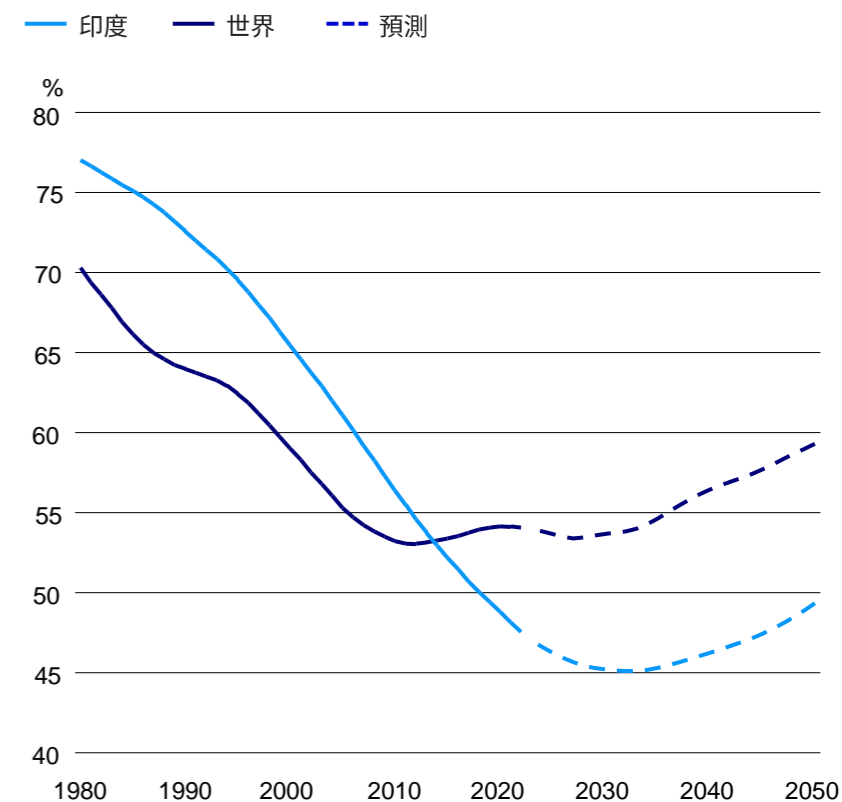
- 公共投資、高收入階層的私人消費及服務出口是主要的成長動力。我們預期，在大選後，投資將由公私基礎建設轉移至私人資本支出及更廣泛的大眾消費，而該領域仍未擺脫新冠疫情創傷的影響。若製造業投資及就業依照預期成長，就業成長及勞動力收入上升將增強印度的週期性及結構性利多。
- 由於在選舉中表現令人失望，印度人民黨(BJP)失去了議會絕對多數。隨著權力分享協議的形成，改革前景明確，將使投資增加；外資流入可能會持續，甚至可能加速。
- 我們認為，由於指數納入印度債券將吸引更多外國投資者的關注，印度債券有望提供具吸引力的經風險調整後報酬。股市似乎有望進一步受惠於國內需求及獲利預期上調，但評價相較過往水準或其他市場偏高可能影響外資流入。

### 資本支出引領經濟成長；預計消費將緊隨其後



2023年第四季的最新可用數據，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準



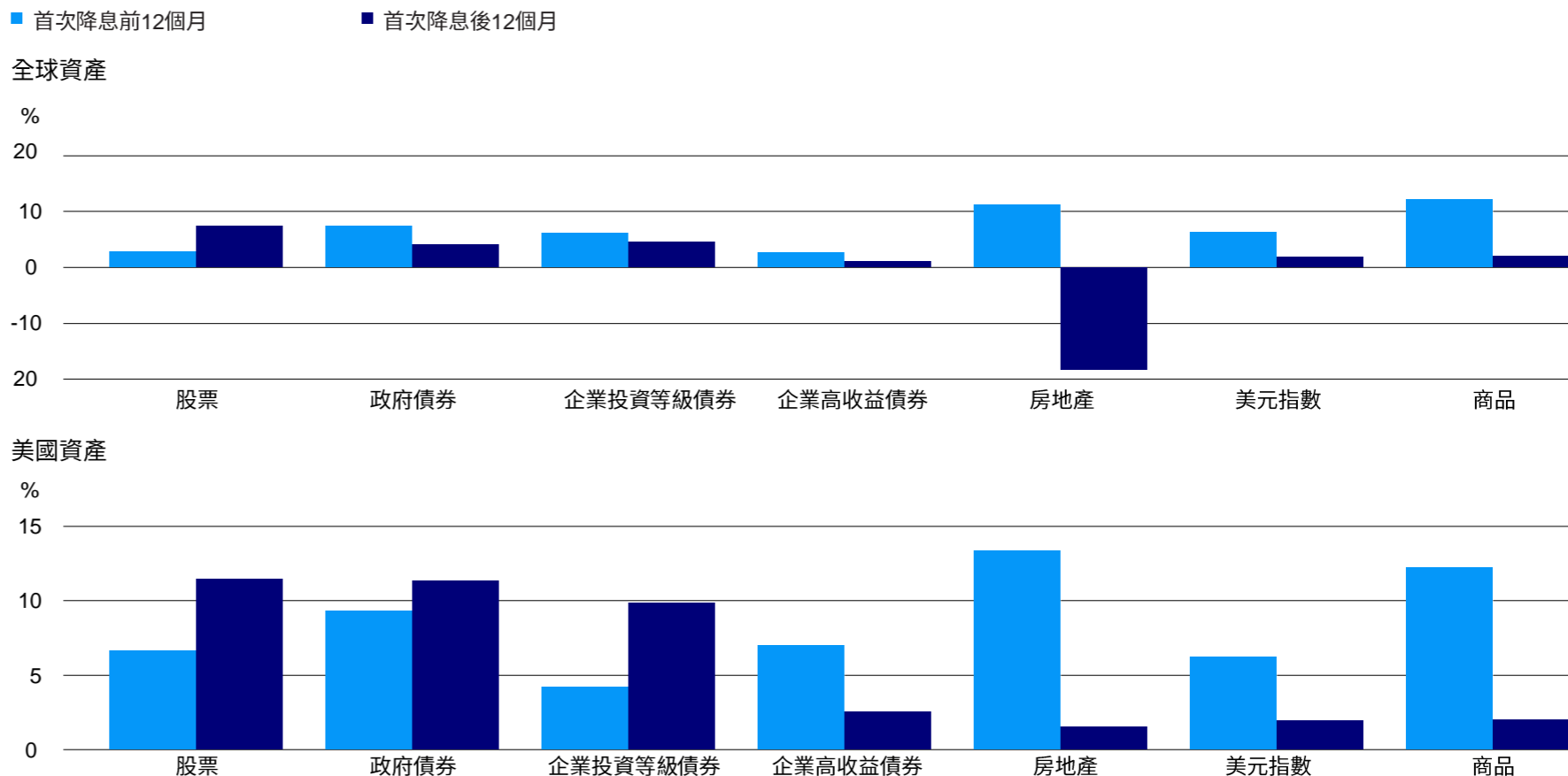
1980年至2050年的年度數據，截至2024年5月31日。2022年至2050年的數據為預測數據。總撫養比率指少年兒童人口(0-14歲)及老年人口(65歲及以上)相對每100名勞動年齡人口(15-64歲)的比率。資料來源：聯合國貿易發展署及景順。不保證所示預測將會實現。

# 降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開發市場將於2024年下半年推出的政策支持。

- 我們注意到，風險資產（股票除外）以往在首次降息前的表現優於緊隨首次降息後的期間。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會遞延（將在週期後段降息）。
- 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願增加同時出現。我們認為市場已提前反映經濟復甦。

聯準會寬鬆週期首次降息前後的資產平均總報酬（美元）

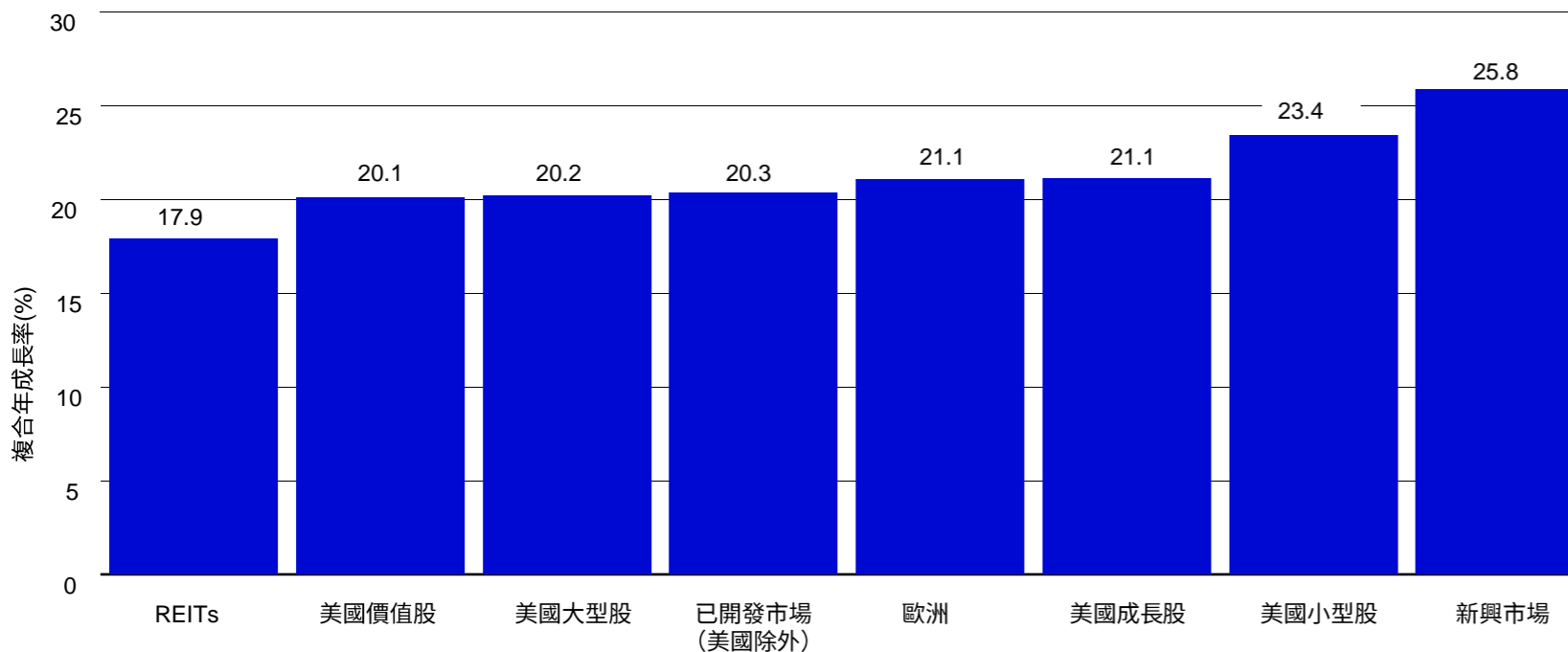


附註：過往表現並非未來業績的保證。不得直接投資於指數。「企業投資等級債券」 = 投資等級債券；「企業高收益債券」 = 高收益債券。基於1974年至今的聯準會利率週期。請參閱附錄一，了解編製方法及指數定義。截至2024年5月31日。資料來源：ICE、ICE BofA、富時羅素、MSCI、標準普爾高盛商品指數、Refinitiv、LSEG Datastream及景順。

# 股票

貿易復甦有望有利於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現



## 非美元資產似乎具吸引力

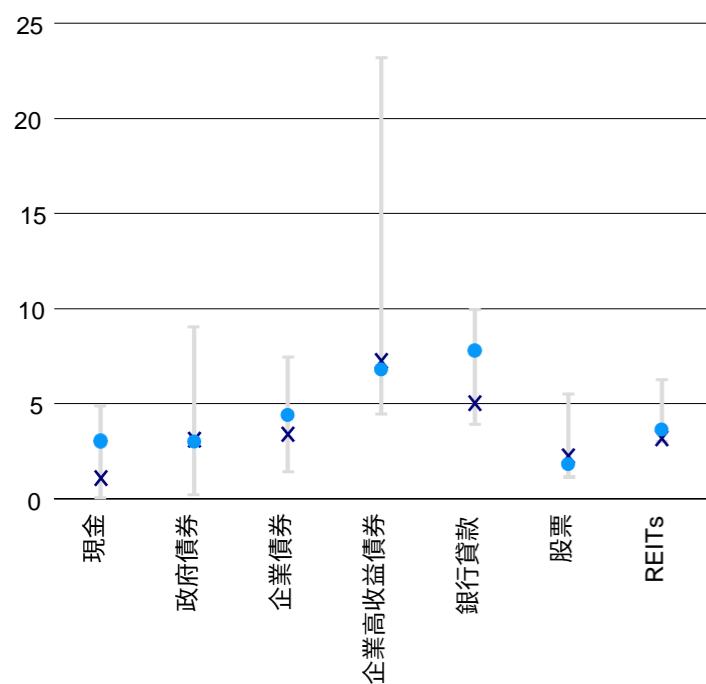
- 近年來，全球價值股（包括新興市場、歐洲及小型股）表現落後已創造了具有吸引力的投資機會。
- 鑑於許多經濟體即將放寬政策，我們預計全球經濟成長有望於2024年下半年改善，這已反映於全球製造業採購經理人指數上升中。
- 全球產出成長通常有利於更具週期性的風險資產。我們預期隨着營運環境改善，全球價值投資將重獲投資者青睞。
- 非美元資產應會受惠於聯準會啟動降息週期，這可能會導致美元在短期內開始週期性走弱。然而，利率差異仍大有利於美元，美元跌幅可能有限。

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。美國成長股 = 羅素1000成長指數。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。股價報酬以美元計。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。

# 殖利率顯示債券回升，但股票評價出現差異

全球各類資產的歷史收益率範圍(%)

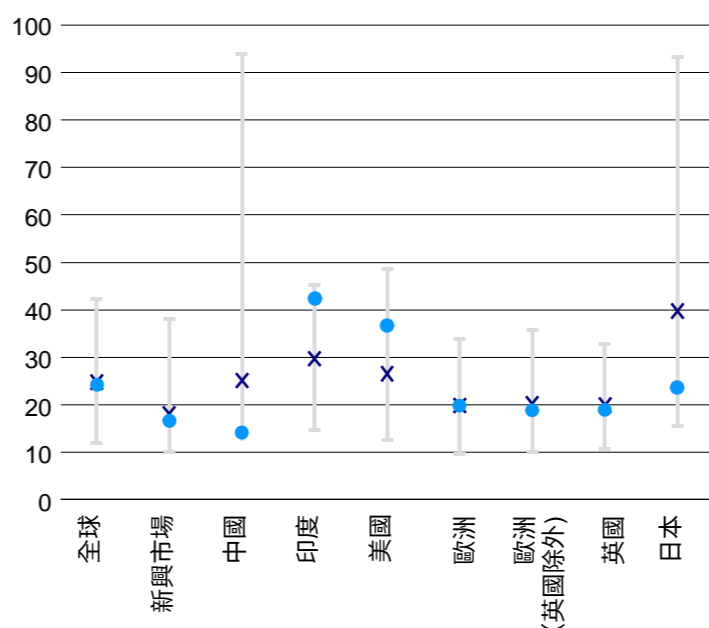
× 平均      ● 目前



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。

經週期調整本益比(CAPE)的歷史範圍

× 平均      ● 目前



附註：CAPE = 經週期調整本益比，並使用10年獲利移動平均值。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。

## 評價亮點

### 機會

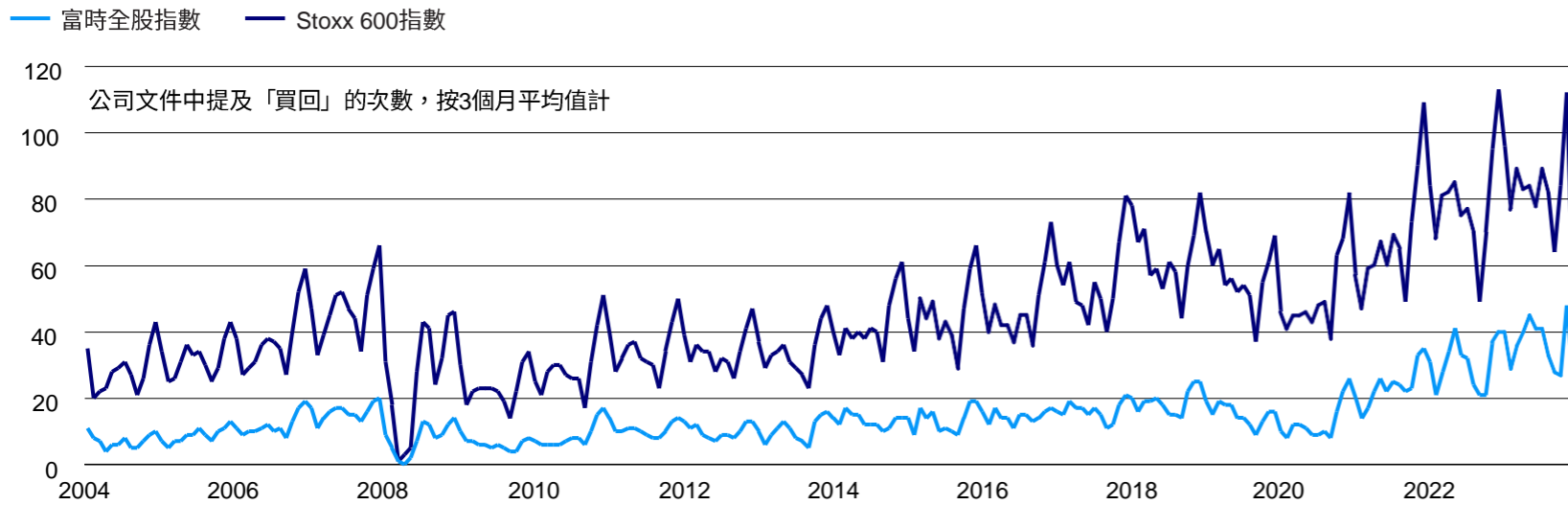
- 自全球金融危機以來的大部分時間，我們認為債券殖利率偏低，缺乏吸引力。現在情況有所不同。值得注意的是，現金利率及銀行貸款收益率處於歷史區間上限。
- 股票方面，從經週期調整本益比來看，中國(評價較低)、歐洲(評價正常)以及美國與印度(評價較高)之間出現明顯差異。我們認為中國股市具有明顯的上升潛力，並有望受到意外的利多消息提振。

### 刺激因素

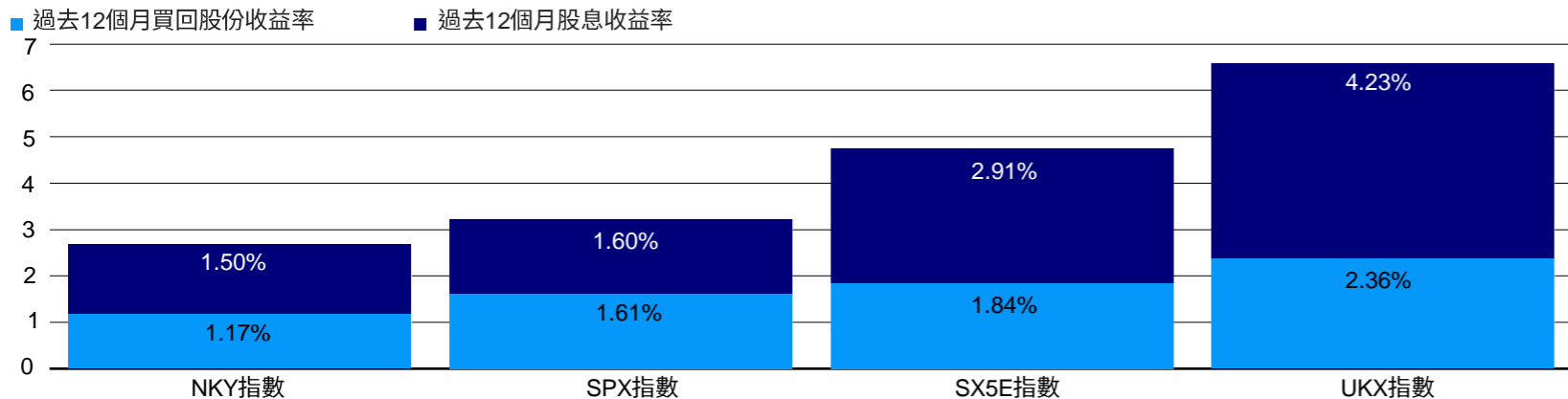
- 導致低(高)評價轉化為高(低)報酬的原因往往難以確定。
- 然而，我們認為央行放寬政策有望推升固定收益報酬，而如果央行慢慢放寬政策的步伐，現金及銀行貸款應會持續提供具吸引力的報酬。
- 極低的評價或許足以提振中國股市(就像2009年3月對美國股市的提振一樣)，而經濟表現優於預期也有幫助。歐洲經濟復甦有望提振當地股市。

# 企業對股票的需求不斷增加

## 更多企業正在討論買回股份事宜



## 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。買回股份收益率指買回股份價值除以期初市值。

## 買回股份潮再度湧現

- 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，在獲利電話會議上提到買回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1,100億美元買回計劃，在此之前有其他大型科技公司已發佈重大買回計劃公告。
- 買回活動應連同股息一併納入股東總收益率的計算。
- 相較於全球金融危機後期，目前在股票評價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報酬中的比例將上升。
- 這應有利於英國及歐洲股市以及金融及商品類股。

# 固定收益

成長及通膨差異可能影響全球利率



## 成長及利率觀點

- 通膨較預期頑固促使聯準會維持利率不變。除非近期通膨居高不下的趨勢出現逆轉，否則聯準會可能難以降息。
- 歐洲及英國通膨較快速放緩及經濟成長乏力可能促使歐洲央行及英國央行早於聯準會採取行動，預計可能於今年夏天降息。
- 新興市場央行在設定政策方向時可能受美國數據及聯準會政策預期影響。
- 全球經濟成長反映差異主題：美國經濟成長穩健，新興市場具韌性，而歐洲在新冠疫情後復甦疲弱。



## 信貸觀點

- 強勁的基本面、穩健的技術面，以及從歷史角度來看具吸引力的綜合收益率支撐了今年的信貸市場。
- 我們傾向於趁低買入美國投資等級債券。鑑於美國經濟的基本面強勁，我們之後對美國投資等級債券的看法有較大可能轉為正面，而非負面。我們認為歐洲投資等級債券存在相對價值。
- 我們對高收益債券維持審慎立場，但傾向於維持一定部位。在我們看來，利差縮小，但我們預計推動利差擴大的因素極少，因此未來違約率將會下降。
- 我們看好市政債券。利差縮小，但我們預計未來技術面強勁 - 夏季供應量應有限，且有再投資的需求。

## 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。相較之下，歐洲通膨放緩更快速；歐洲通膨初期較為頑固，但現在已幾乎下降至目標水準。即使是當時被認為處於「停滯性通膨」之中的英國，今年的整體通膨亦可能低於美國。這種宏觀差異對貨幣政策、利率及貨幣有所影響。

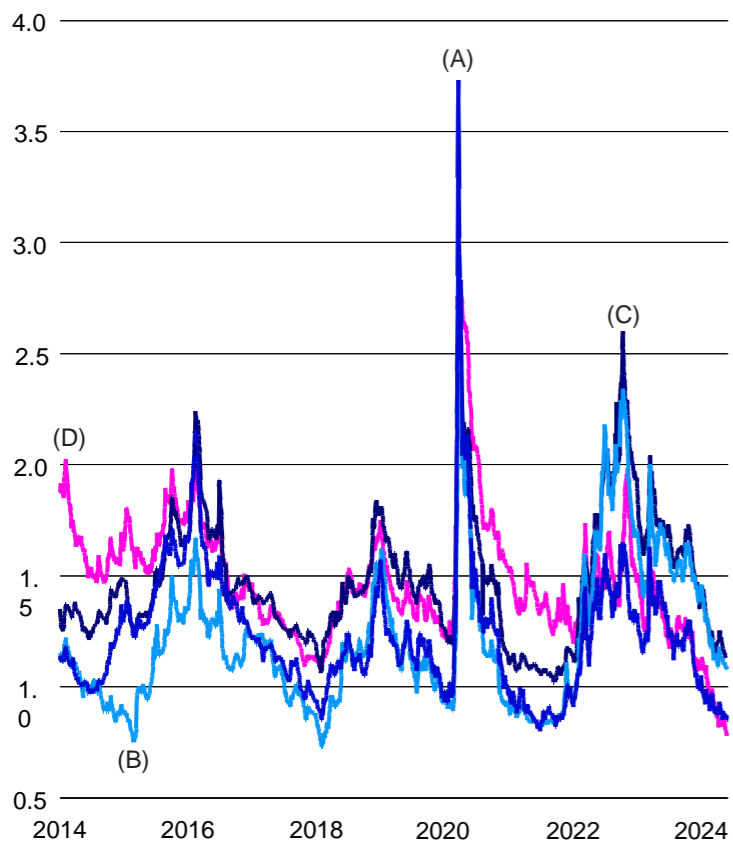


# 固定收益

信貸利差有所縮小，但我們認為存在部分投資機會

信貸利差並不便宜，但收益率似乎具吸引力

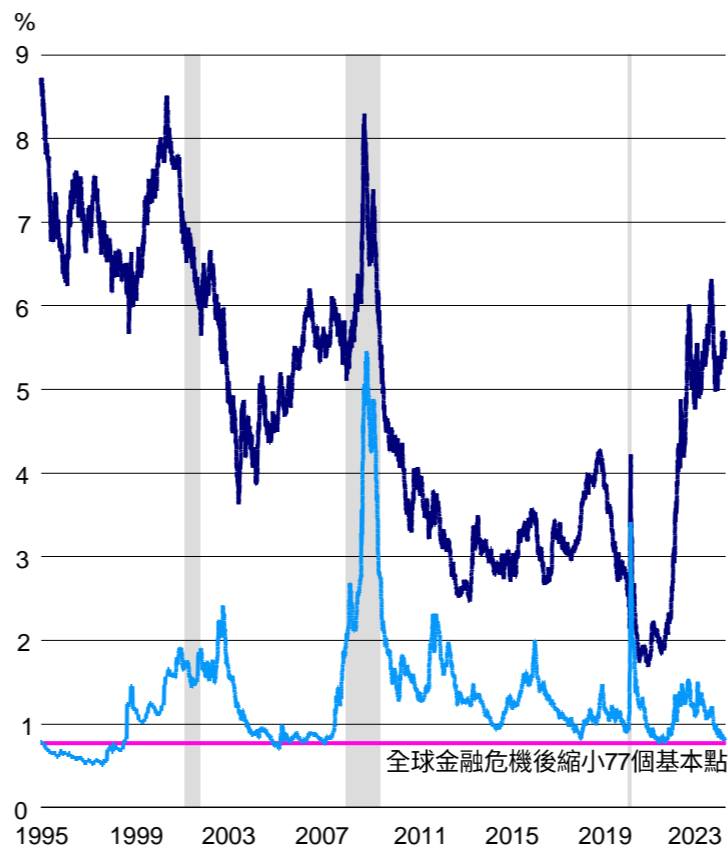
- 彭博美國綜合企業債券平均OAS (A)
- 彭博歐元綜合企業債券平均OAS (B)
- 彭博英鎊綜合企業債券平均OAS (C)
- 彭博新興市場亞洲美元高等級信貸平均OAS (D)



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

投資等級信貸利差並不便宜，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



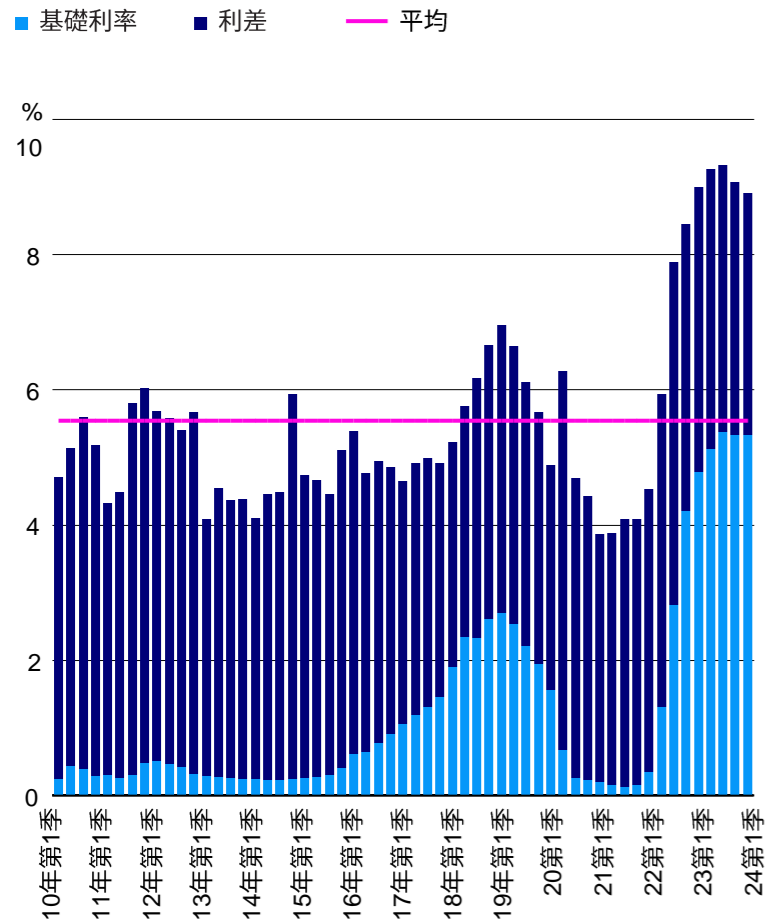
資料來源：Macrobond。截至2024年5月31日的數據。

## 買回股份潮再度湧現

- 相對於許多其他資產類別而言，**信貸市場表現理想**。穩健的基本面、強勁的技術面，以及從歷史角度來看具吸引力的綜合收益率有利於信貸市場。
- **美國成長亦超出預期**。美國勞動力市場強勁，與經濟的穩健成長步調一致。
- **全球經濟衰退的可能性略低有利於整體信貸**。然而，由於評價緊，我們傾向於將信貸部位維持於較低水準。

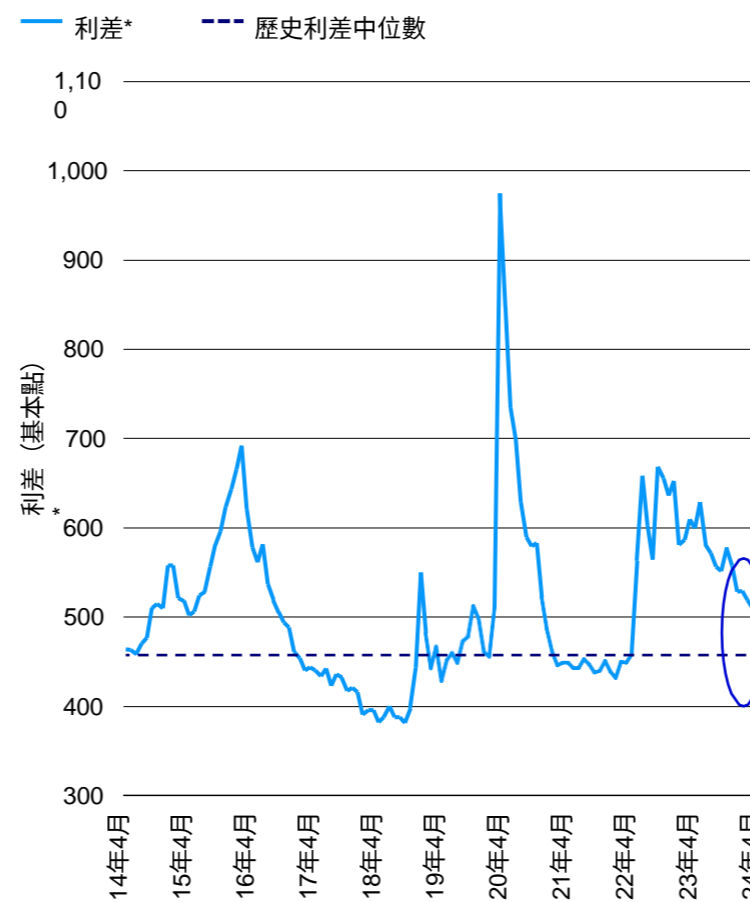
# 貸款：高收益率及無存續期使得貸款在「更長時間內維持高利率」的環境下具吸引力

## 票息處於數十年來的最高水準



資料來源：PitchBook Data, Inc.，截至2024年3月31日。基礎利率反映該季平均水準。使用3個月LIBOR（2023年之前）或SOFR（2023年及之後）加上加權平均機構利差。

## 利差仍高於歷史正常水準



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準，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%，且利差持續擴大。
- 貸款評價具吸引力，因為與其他資產類別相比，利差仍高於過去水準。

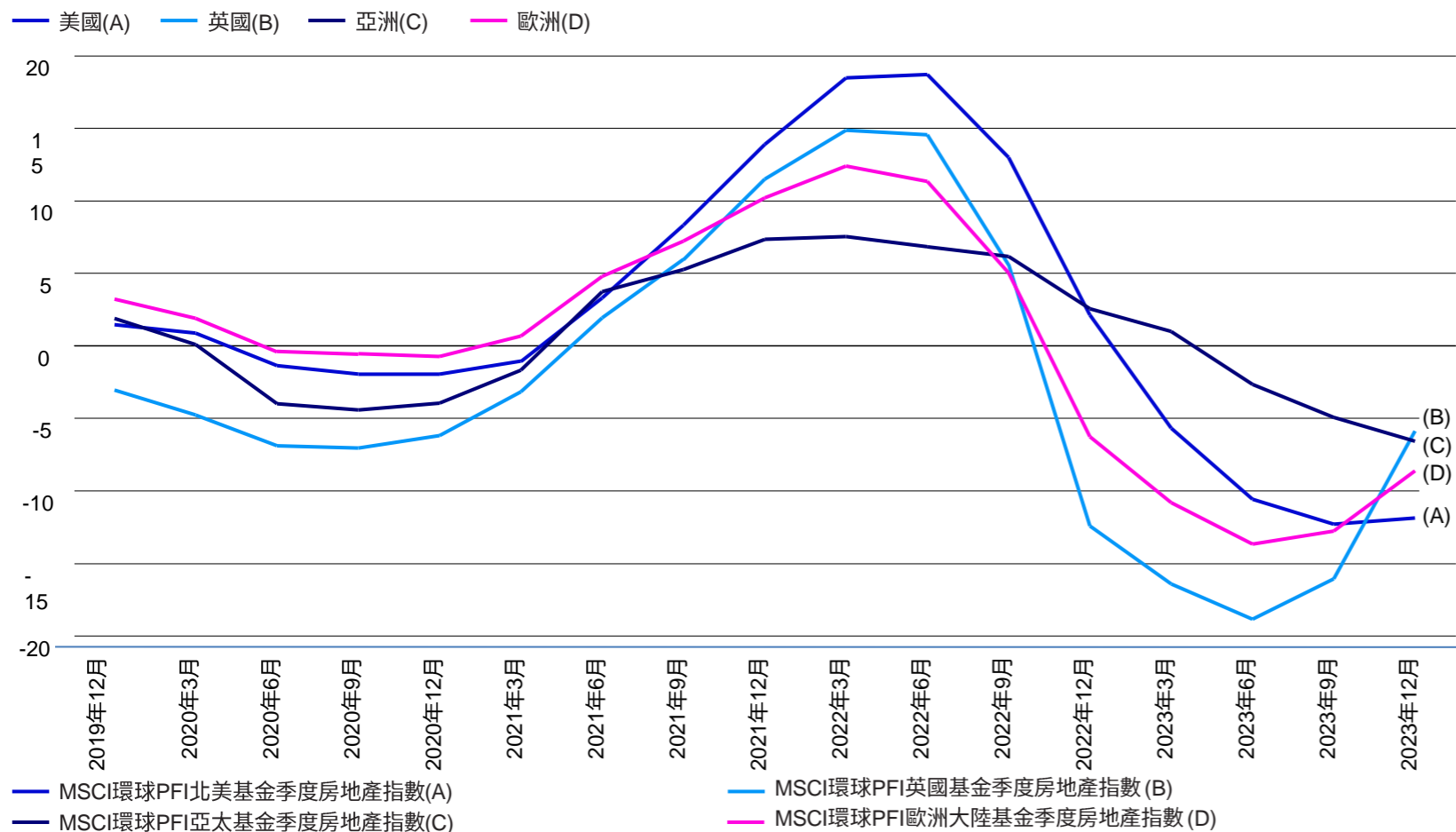
### 刺激因素

- 由於預期在更長時間內將保持高利率，貸款有望因票息成長而受惠。
- 儘管仍有利率的相關不確定因素存在，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

## 價值調整創造良好的進場時機

### 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。過往表現並非未來報酬的預測。

## 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評價似乎已見底或正接近見底水準(視地區而定)。

### 刺激因素

- 自去年年底以來，各國央行已闡明政策寬鬆路徑，因此市場轉而預期央行最終會調降政策利率。
- 政策利率調降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於一致，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，預計以前的房地產基金的價值將在今年進一步下降。

# 另類投資：

## 有利的交易環境有利於 私募信貸



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

### 私募信貸

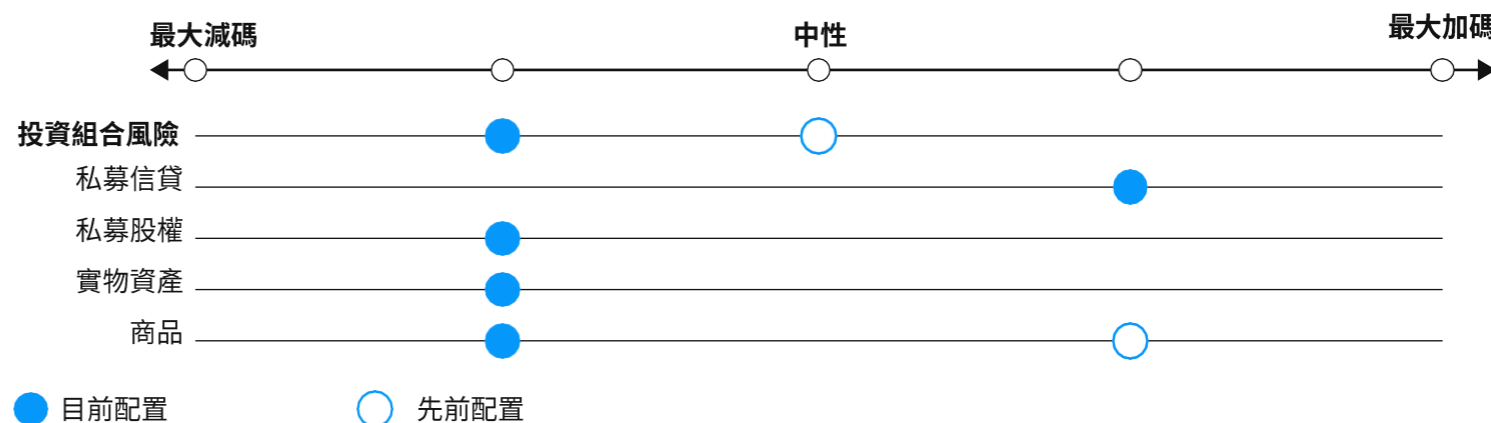
展望2024年，我們對直接貸款的看法是，相對於2023年，良好的交易環境保持穩定，包括宏觀環境更加明確、通膨壓力緩解、利率可能調降以及私募股權公司有限合夥人實現變現與投資於新平台公司的壓力仍高。不良債務及特殊情況債務方面，該資產類中有很多流動性受限的小型股是暫時面臨「資產負債表不良」問題的「好公司」，為這類資產創造豐厚的投資機會。

### 私募股權

鑑於四年或更長時間內累積的可動用資金處於創紀錄水準、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，具有轉虧為盈經驗的管理人有望迎來投資機會。雖然評價仍高於2021年前的水準，但後期風險投資評價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面仍然強勁。我們注意到，美國各類房地產的租賃業務普遍放緩，我們預期基本面的復甦將落後於資本市場的復甦。在基礎建設方面，雖然可動用資金仍高，與房地產相似，評價並無得到基礎利率的支持，但近期基本面強勁，非週期性利多因素帶來支撐。在大部分子資產類別中，商品價格持續在區間內狹幅波動。



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：未來看好的資產

## 下行情境

通膨居高不下、成長放緩

政策緊縮的長期落後效應或者通膨仍高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，但在通膨仍高的情境中則表現遜色。

### 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，比如：瑞士法郎、日圓

## 基本情境

2024年抗通膨進程持續，下半年經濟成長重新加速

隨著抗通膨進程持續及許多主要已開發經濟體開始實行寬鬆政策，2024年下半年全球經濟成長走穩，且成長接近（但仍低於）趨勢水準。實質工資成長亦加快。世界其他地區的經濟成長將高於美國。歐洲及英國的通膨表現更好，且將早於美國降息。鑑於政府實施更多財政刺激政策，中國經濟成長亦走穩，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
  - 已開發市場（美國除外）及新興市場股票
- 固定收益：
  - 中性存續期
  - 更高品質的非投資等級信貸，包括銀行貸款及高收益信貸
  - 新興市場當地及硬貨幣債券
- 貨幣：非美元外匯，如歐元、英鎊及巴西雷亞爾

## 上行情境

抗通膨進展迅速、較佳成長

通膨快速下降至央行目標水準（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較佳成長。這應包括核心通膨將勢必沿著更平滑的軌跡下降，繼而推動聯準會更快速及更大幅地放寬政策，進而帶來正面的溢出效應。這應有利於週期性更強的資產。

### 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：澳幣、加幣
- 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年以來聯準會在寬鬆週期中首次降息前後12個月全球資產的總報酬，下圖描述在相同情況下美國資產的總報酬。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報酬基於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。

**企業投資等級債券：**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報酬及計算長期總報酬。

**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報酬指數自1969年12月31日起的歷史表現。

## 警語

投資附帶風險，投資標的及投資地區可能之風險如市場(政治、經濟、社會變動、匯率、利率、股價、指數或其他標的資產之價格波動)風險、流動性風險、信用風險、產業景氣循環變動、證券相關商品交易、法令、貨幣、流動性不足等風險。且基金交易係以長期投資為目的，不宜期待於短期內獲取高收益，投資人宜明辨風險，謹慎投資。詳情請參閱基金公開說明書或投資人須知。本文提及之經濟走勢預測不必然代表基金之績效，基金投資風險請詳閱基金公開說明書。 Inv24-0227

景順投信 獨立經營管理  
景順證券投資信託股份有限公司  
台北市信義區松智路1號22樓  
客服專線：0800-045-066  
網址：[www.invesco.com/tw](http://www.invesco.com/tw)