



瀚亞投資
eastspring
investments

保誠集團成員 

2024年第四季市場展望

為未來的不確定性做好準備

invested 投資觀點

eastspring.com

2024年第三季：市場回顧

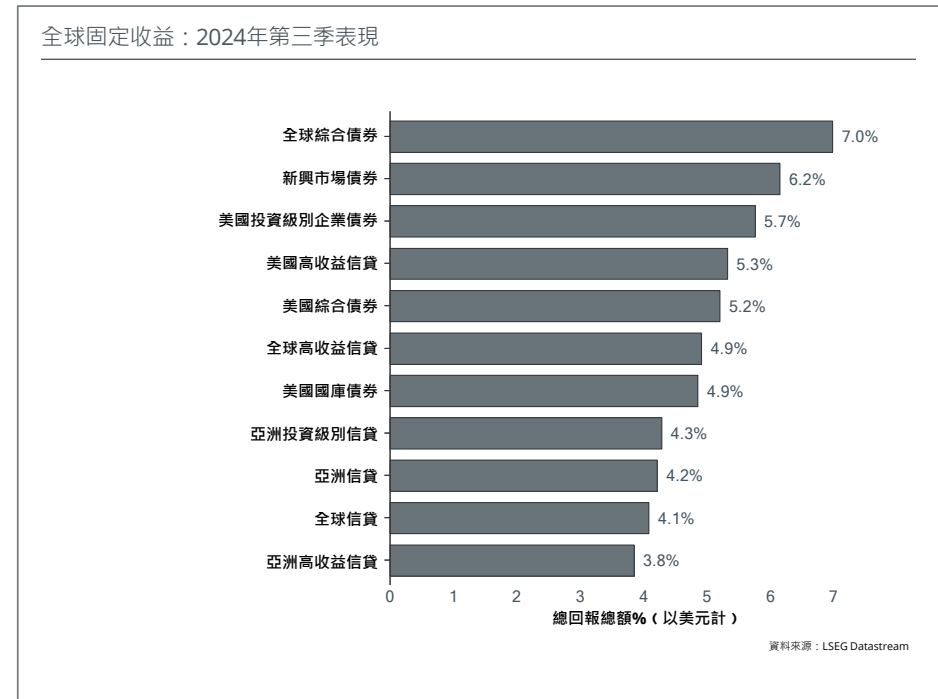
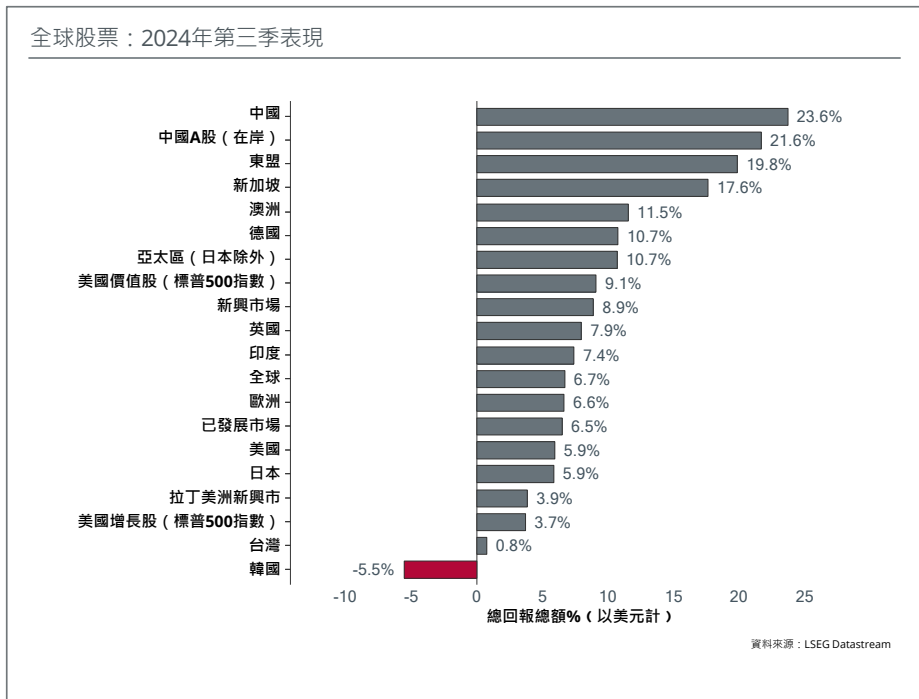
聯儲局減息和中國刺激措施提升投資者信心，帶動全球表現造好

股票

當2024年第三季結束，大多數股市均錄得正回報（以美元計算），儘管市場對美國就業數據和增長疲弱的憂慮，曾引發8月首數個交易日出現拋售。隨著市場期待已久的聯儲局減息週期開始和對軟著陸的期望提升，加上中國最新宣布推出刺激措施，投資者的憂慮在9月有所緩解。總結本季，MSCI美國指數最終上升5.9%，而MSCI新興市場指數則上升8.9%，主要受惠於MSCI中國指數飆升23.6%（全部以美元計算）。新加坡、泰國、菲律賓、印尼和馬來西亞錄得的顯著增長，帶動東盟季內表現跑贏整體亞洲市場和新興市場。受三星電子股價下跌拖累，加上外國投資者在人工智能泡沫憂慮持續下進行拋售，韓國股市下跌5.5%。

固定收益

在利率下調、美元貶值和通脹壓力減弱的帶動下，全球債券市場經歷上行。各國央行均緩和了強硬政策，期望隨著大多數已發展經濟體的通脹回落，經濟溫和放緩。美國國庫債券收益率在各個主要期限均錄得顯著下降，其中兩年期債券收益率下降105個基點至3.66%左右，10年期債券收益率下降55個基點至3.81%左右。季內，聯儲局於9月減息50個基點和市場預期利率下調，使政府債券和企業債券均有所提振。在全球收益率下跌之際，全球綜合債券錄得7.0%回報，而美國綜合債券上升5.2%。在軟著陸的前景下，美國投資級別債券和高收益債券分別錄得5.7%和5.3%的穩健回報。在美元走弱的情況下，新興市場債券錄得6.2%回報。



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增長（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。

貨幣

季內，廣義的美元指數兌一籃子六種主要貨幣下跌4.8%，錄得美元近兩年來最弱的季度表現。美元走弱是由於聯儲局減息50個基點，以及市場預期美國與其他主要已發展市場經濟體之間息差收窄。

同時，日圓兌美元顯著升值12.0%，跑贏其他主要已發展市場貨幣。日本央行行長為今年進一步加息敞開大門之際，單在7月，日圓兌美元上升7.2%，7月31日則上升1.9%。

馬來西亞林吉特繼續是全球表現最強的貨幣之一，本季兌美元升值14.4%，年初至今升值11.4%。馬來西亞林吉特走強的部分原因，包括強勁的出口增長和穩健的政府政策及其他因素。

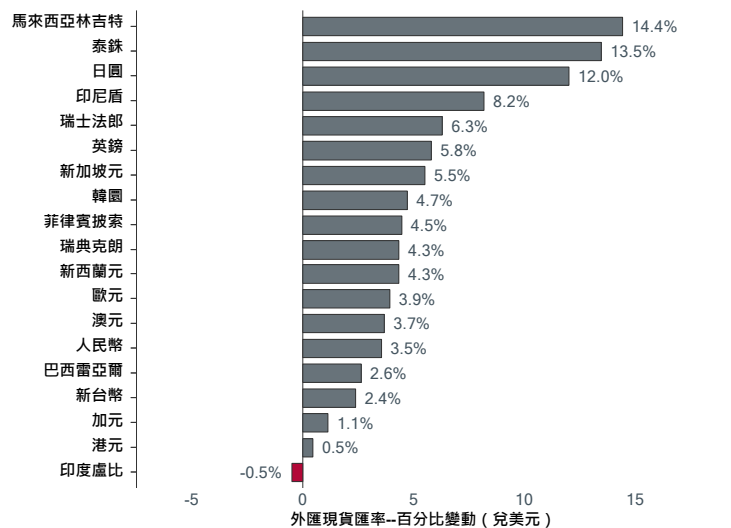
商品

季內，受能源和原油表現下跌拖累，商品指數（標準高盛商品指數）的總回報為-5.3%。在地緣政治緊張局勢加劇和市場不穩定性備受憂慮的背景下，貴金屬的避險地位推動其表現大幅上升12.3%，而黃金升幅領先。

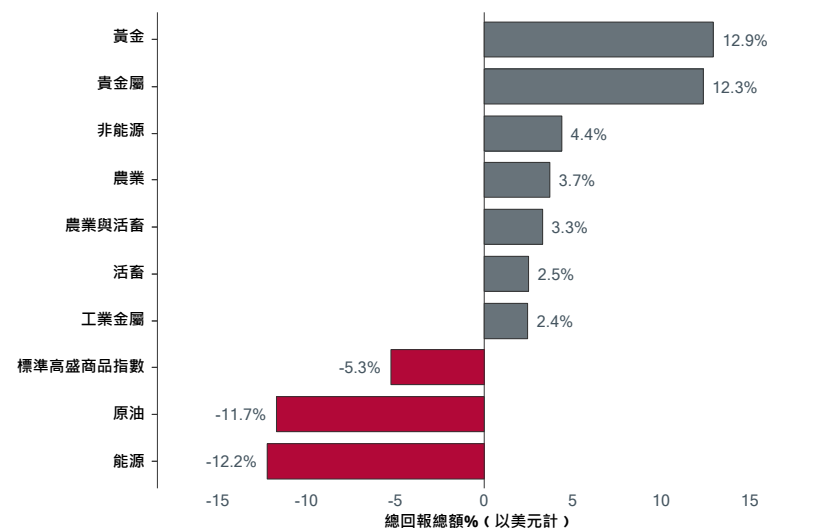
由於糖、咖啡和可可價格上升，農業行業在本季錄得回報3.7%。巴西是最大的糖和咖啡出口國，持續遭受乾旱和破紀錄的火災影響，導致這兩種農作物供應短缺。泰國和印度等主要食糖生產國正值天氣干擾。由於天氣不穩定對可可主要產地造成嚴重破壞，可可市場仍面臨嚴重供應短缺。

在銅、鋁和鋅價格上升的支持下，工業金屬表現微升 2.4%。

貨幣 (兌美元)：2024年第三季表現



商品：2024年第三季表現



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

聯儲局減息增加「金髮女孩」結果機會，但美國經濟衰退仍有可能

增長

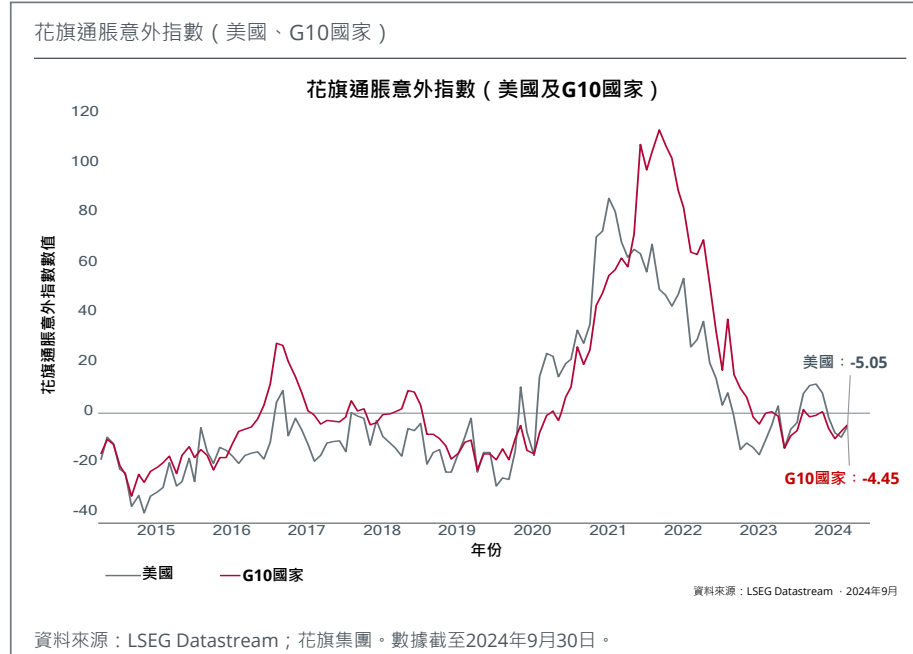
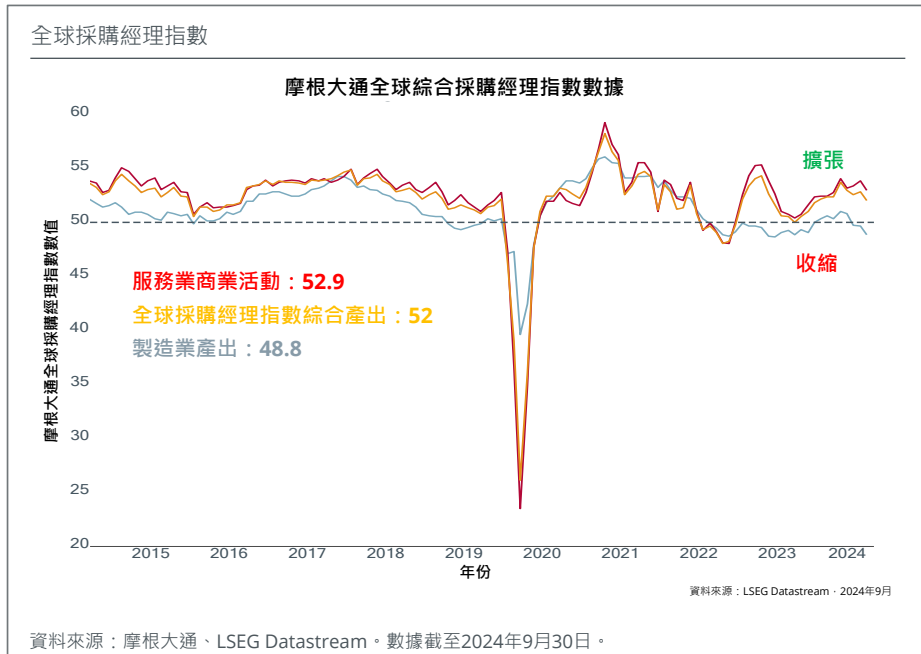
摩根大通全球綜合採購經理指數是廣泛認可的經濟狀況先行指標，已連續11個月維持在「50」強弱分界線上方，反映全球經濟持續擴張。然而，更仔細的分析顯示，全球增長勢頭正在放緩。此外，表現較強的服務業與走弱的製造業之間差距正在擴大，凸顯增長並不平均。

美國經濟具有的強勁消費支出一直是全球增長和全球貿易的主要動力。聯儲局減息後，美國經濟的經濟數據出現積極轉變，尤其是9月新增職位強勁，個人儲蓄及收入數據亦上調。儘管軟著陸的期望日益增加，我們對長遠增長前景態度謹慎，尤其在未來六至12個月。我們相信出現經濟衰退的機會，可能高於目前風險市場定價的反映。

通脹

自2024年第一季通貨復脹以來，在能源和石油價格下跌的支持下，美國整體消費物價指數（CPI）的按月和按年通脹均呈現顯著下降趨勢。9月，整體CPI按年增幅為2.4%，低於2023年12月錄得的3.4%按年增幅。由於住屋通脹因素仍然高企，美國核心CPI仍然相對持續，但我們相信情況會在適當時候逆轉。由於住屋費用是美國家庭的主要支出，它們在美國核心CPI的計算中佔重大比重。

儘管如此，我們相信通脹大致上正在走向聯儲局訂下的2%目標，儘管實現此目標的道路可能崎嶇不平。我們正密切監察勞動市場狀況和工資增長趨勢，以偵測任何顯示通脹再加速的跡象。我們亦留意任何因地緣政治緊張局勢升級而產生的潛在供應方驅動通脹風險。



貨幣政策

隨著加拿大、瑞典、歐元區、瑞士、新西蘭和英國等數個其他主要已發展市場經濟體央行先行減息，聯儲局於9月18日減息50個基點。相較於其他主要已發展市場經濟體，美國的基礎依然穩固，自8月下旬以來的經濟數據意外上行。美國9月新增職位數據強勁，顯示勞動市場仍然相對穩健，而美國經濟分析局向上修正了個人儲蓄和個人收入數據，顯示消費市道前景樂觀。

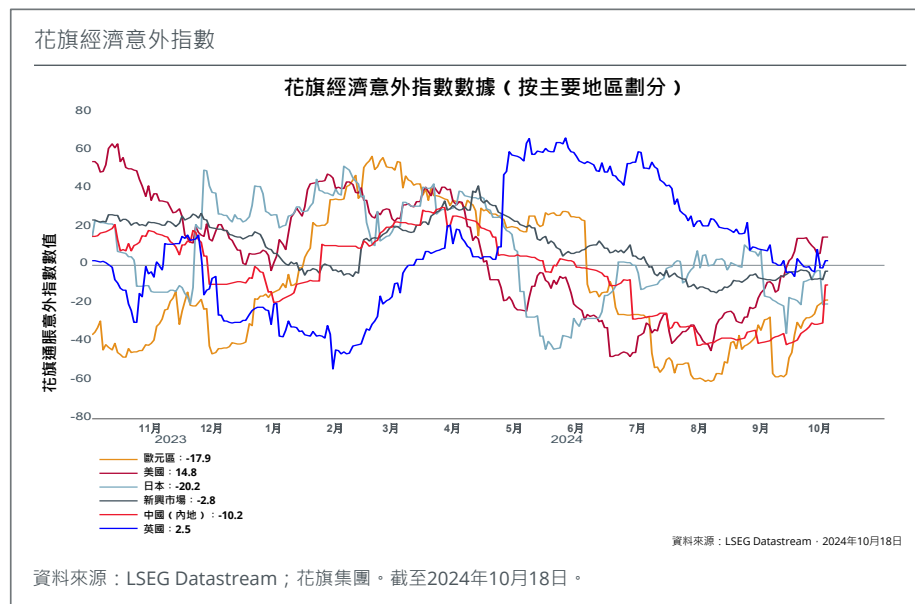
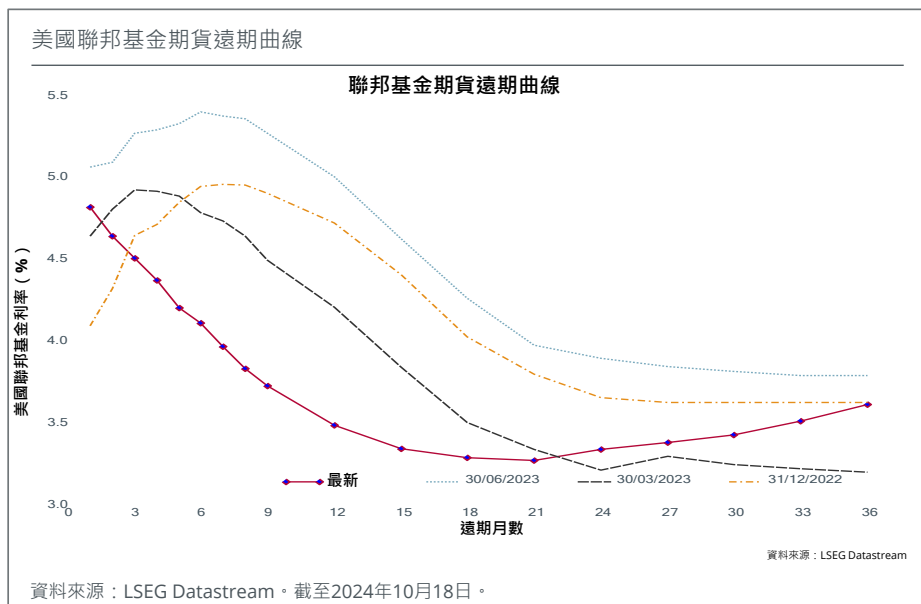
我們仍然關注，在美國經濟依然堅韌的情況下，聯儲局減息週期可能會引發通脹復甦，特別是在勞動市場依然強勁的情況下。在美國近期錄得強勁數據的背景下，市場參與者已開始放棄大幅減息的預期；截至2024年10月18日，兩年期美國國庫債券收益率上升約34個基點。假設美國數據保持韌性，我們預期聯儲局將按照聯邦公開市場委員會的中位數預測減息，即在2024年剩餘兩次會議減息共50個基點。

展望未來

在未來三至六個月，我們預期全球經濟增長放緩但仍屬正面，通脹緩和，已發展市場央行的貨幣政策總體更為寬鬆。美國仍是全球經濟增長的主要推動力，受惠於其相對強勁的消費，而其消費則受工資正增長所帶動。然而，一直推動消費的過剩儲蓄等因素正在下降。因此，我們正密切監察勞動市場和工資增長情況等因素，以評估美國的消費狀況。

儘管美國核心消費物價指數受到住屋通脹的支持而持續，但通脹大致上正趨向聯儲局的2%目標。通脹放緩力量應該保持不變，但美國實現聯儲局目標的通脹道路將崎嶇不平。我們繼續監測勞動市場，以偵測通脹可能再加速的任何跡象。

總體而言，我們認為，如果美國經濟數據保持韌性，通脹意外上行的情況是可能的，這將導致聯儲局維持息口或加息。然而，我們認為這種情況不太可能發生。聯儲局將依照聯邦公開市場委員會的中位數預測減息，如果出現經濟衰退的實質跡象，減息步伐將加快。



主要風險評估 – 繼續聚焦美國大選和地緣政治風險上升

主要領域	可能性	對市場的負面影響程度
<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 11 月美國大選前的日子引發更大波動。</p>		
<p>中國的實質刺激措施影響有限（且實施時間不及時），構成的風險是一旦美國經濟實質放緩，中國通脹放緩環境將削弱中國經濟進一步支持全球增長的能力。我們認為，有力的財政刺激措施（不只是貨幣政策）是重振疲軟內需的關鍵。</p>		
<p>隨著全球央行協同收緊貨幣政策的的滯後效應浮現，已發展市場（例如美國、歐洲）仍然存在經濟衰退風險。儘管聯儲局已經開始減息週期，但我們對長遠增長前景仍態度謹慎。我們相信，經濟衰退風險比目前風險市場定價所反映的更大。我們相信，即使是「溫和」的美國經濟衰退也會對股市產生顯著影響，尤其是那些估值較高的股市。</p>		
<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，因為基本因素（例如經濟增長、通脹、收益）最終推動市場回報。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>		
<p>美國經濟增長上行風險（通脹持續高於預期水平） 仍有可能。聯儲局經濟實施了大幅減息，而美國經濟仍表現出相對的韌性。對閒置產能較少的經濟體實施更寬鬆政策，可能會導致美國通脹在2025年中期重新加速。然而，我們認為通脹放緩的力量應該會在2024年剩餘時間及往後發揮作用。</p>		

數據來源：瀚亞投資（新加坡）有限公司。觀點截至2024年10月21日。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

儘管近期美國經濟數據強勁，仍要保持戰術上的防禦性，因風險資產估值過高仍容易令人失望

我們預計，隨著10月美國就業數據的發布、美國總統大選和聯儲局會議（所有這些都定於11月初舉行），市場波動性將在短期內繼續加劇。因此，我們大致降低了對未來3個月風險資產的信心水平，並採取了更謹慎的戰術立場。

全球股市估值仍然緊張，極易受到數據令人失望的影響，以及由於全球經濟增長減速和地緣政治緊張局勢升級（尤其是中東地區）而導致持續波動。

在第二季，我們相信由於聯儲局先前加息令市場預期經濟走弱，美國國庫債券會跑贏。在美國國庫債券收益率下降的情況下，此觀點在第三季初有所體現，而隨著我們達到了價格目標，我們對美國存續期採取了較中性的立場。如果美國收益率變得具吸引力而通脹風險休止，我們可能會重新參與。

我們承認，基於美國經濟數據的韌性，市場在很大程度上排除了硬著陸的可能性。儘管聯儲局積極的寬鬆政策可能會防止經濟進一步放緩，但我們對長遠增長仍態度謹慎，並相信經濟衰退的可能性比當前市場定價所暗示的更大。

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	● ↓	● —	●	—	全球股市估值仍然緊張，極易受到數據令人失望的影響，以及由於全球經濟增長減速和地緣政治緊張局勢升級（尤其是中東地區）而導致的持續波動。因此，考慮到短期內市場波動的可能性，特別是在11月美國大選之前，團隊對全球股市採取了戰術上謹慎的態度。儘管如此，我們承認美國經濟的韌性（從近期的正面經濟數據反映）可能會在短期內支持股市，然而，考慮到上述風險和不確定性，我們在3個月的前景中採取了謹慎的戰術立場。在較長遠的未來12個月，從跨資產的角度來看，我們偏好政府債券多於風險資產（例如股票、高收益債券）。
政府債券	● ↓	● —	●	—	在第二季後期，我們團隊堅信，由於聯儲局加息的滯後累積影響，美國經濟基本因素料將進一步走弱，美國國庫債券將在3個月內跑贏。這一觀點在美國收益率普遍下降、聯儲局隨後於9月18日減息半個百分點的背景下得到體現。儘管如此，美國經濟目前的韌性促使我們在戰術上採取更中性的立場。由於市場已經消化了聯儲局減息後的一些衰退風險，而鑑於近期美國經濟數據出現積極轉變，如果收益率達到具吸引力的水平且通脹回升的風險得到遏制，我們將考慮提升信心水平。從較長遠的未來12個月來看，我們對政府債券總體持樂觀態度，尤其是美國國庫債券。這一前景是基於我們預期勞動市場狀況和基本宏觀經濟數據再次下調，以及此資產類別在經濟衰退開始時出現「避險」行為的趨勢。
美國投資級別信貸	● ↑	● —	●	—	主要已發展市場央行轉向較寬鬆的貨幣政策立場，加上持續的通脹放緩趨勢和全球經濟增長放緩，無疑普遍為包括投資級別信貸在內的高質量固定收益投資提供了看好的背景。美國企業的基本因素依然強勁；然而，我們仍然意識到，企業債券市場的風險溢價已大幅壓縮，息差處於歷史緊縮水平。因此，我們注意到短期內息差擴大的風險，尤其是一旦數據令人失望，展望較長遠的未來12個月，我們偏好政府債券多於美國信貸。在美國信貸市場內，與高收益相比，投資級別可能具有潛在的上升空間，尤其是一旦經濟狀況惡化導致收益率下降。
現金	● —	● —	●	—	與市場後段的走勢一致，考慮到我們在未來12個月的防禦性及避險展望，我們在期內維持看好現金的部署。

數據來源：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10月初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	●	↓	●	—	我們對上述「全球股票」類別的理據也適用於美國股票市場，目前美國股票市場約佔MSCI所有國家世界指數總市值的64%。
歐洲	●	—	●	—	歐洲資產（尤其是股票）因其順週期性質及有不少業務遍布全球的週期性公司存在，而對全球商業週期高度敏感。因此，歐洲仍容易受到美國經濟放緩和中國經濟復甦疲弱的影響。鑑於歐洲對全球商業週期的敏感度較高，我們偏好美國資產多於歐洲資產。由於這種敏感性，未來12個月，歐洲股市的表現預計將遜於美國股市。
新興市場	●	—	●	—	短期內，市場參與者可能會轉向價格更具吸引力的市場領域，這可能有利於新興市場股票；儘管我們對此資產類別的模型基本指標（例如經濟意外指數和獲利數據）仍然悲觀，促使我們對此資產類別採取戰術中性立場。在未來12個月，具吸引力的相對估值、美元疲弱和盈利增長改善的因素結合，可能會為新興市場提供支持。然而，要使此資產類別在未來持續跑贏，除其他因素外，可能還需要美元的大幅貶值及/或中國經濟的果斷復甦。
亞太區（日本除外）	●	—	●	—	與我們對新興市場股票的理據相若，我們認識到，與美國股票相比，亞洲股票的估值似乎相對便宜，因為美國股票的表現一直跑贏，而這是由於其銷售和盈利普遍較其他主要地區強勁。在未來12個月，亞洲股市相對於已發展市場股市的交易區間可能會有所收窄。這是由於美國、歐洲和加拿大等主要已發展市場國家因融入全球經濟的程度較高，可能受全球經濟增長放緩的影響更為顯著。
政府債券	3個月		12個月		理據
美國	●	↓	●	—	近幾個月來，我們一直在降低對美國國庫債券的戰術信心水平，這是由於憂慮在美國數據仍具韌性的情況下可能進行利率重新定價，以及由於市場預期在特朗普擔任總統的情況下通脹和預算赤字上升，因而可能出現長期利率的拋售。如果收益率達到具吸引力的水平且通脹回升的風險得到遏制，我們將考慮提升信心水平。從12個月期長遠來看，我們對政府債券大致持樂觀態度，尤其是美國國庫債券。此前景是基於我們預期勞動市場狀況和基本宏觀經濟數據再次下滑，以及此資產類別在經濟衰退開始時出現「避險」行為的趨勢。
歐洲	●	—	●	—	儘管歐洲債券收益率可能暫時跟隨美國國庫債券的走勢，但我們也意識到，增長環境困難有可能使歐洲央行在貨幣政策方面意外地予以放寬。因此，我們保持戰術中性立場。未來12個月，相對疲弱的經濟增長和先前加息對整體經濟的滯後效應，使歐洲政府債券具有吸引力。
新加坡	●	—	●	—	儘管新加坡金融管理局在10月14日的會議上維持貨幣政策不變，但我們認為，如果通脹放緩趨勢持續，到2025年初可能有空間放寬。未來12個月，我們對新加坡政府證券債券仍保持看好。
<p>數據來源：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10月初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	●	↓	●	—	美國企業基本因素依然強勁；然而，我們仍然意識到，企業債券市場的風險溢價已大幅壓縮，息差處於歷史緊縮水平。我們注意到短期內息差擴大的風險，尤其是一旦數據令人失望。在未來12個月，我們偏好政府債券多於美國信貸。在美國信貸市場內，與高收益相比，投資級別可能提供更好的潛在上升空間，尤其是一旦經濟狀況惡化導致收益率下降。
美國投資級別債券	●	↑	●	—	上述理據適用。
新興市場債券	●	↑	●	—	在未來3個月，我們對新興市場美元債券相對於美國投資級別信貸更加看好。在中國最近宣布的刺激政策及可能推出更多刺激政策（尤其是從財政角度而言）的背景下，此戰術觀點有所升級。在未來12個月，我們偏好政府債券。
亞洲信貸	●	↓	●	—	基於我們模型的基本因素指標悲觀，我們持中性的戰術立場。在未來12個月，我們偏好政府債券，儘管我們承認，亞洲的債券收益率相對於其他信貸可能保持穩定，因為該地區內的通脹相對較為溫和。此外，強大的本地投資者基礎可支持該資產類別。
外匯	3個月		12個月		理據
美元	●	↓	●	—	從歐元 / 美元貨幣配對的角度來看，與歐洲相比，美國經濟的相對韌性顯示美元兌歐元有可能走強。然而，由於歐洲與中國供應鏈的緊密融合，中國的財政刺激計劃及中國經濟的任何改善都可能為歐元提供支持。在未來12個月，由於美元在經濟增長顯著放緩的情況下具有逆週期性質，美元將會跑贏歐元。
歐元	●	↑	●	—	上述理據適用。在未來12個月，由於具有順週期特性，在經濟增長放緩的情景，歐元可能跑輸美元。
新加坡元	●	—	●	—	對於美元 / 新加坡元，我們維持戰術中性立場。在較長遠的未來12個月，我們相信美元將受益於其逆週期性質，特別是在經濟增長大幅放緩的情況下。
<p>數據來源：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10月初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>					

黃金續放光芒

黃金通常被認為是一種避險資產，並在不明朗的時期成為具吸引力的投資。其價格受到整體市場情緒、全球經濟健康狀況和美元等多種因素影響。作為通脹的對沖，黃金進一步增加投資組合的多元化。自今年年初以來，金價一直上升並突破歷史最高水平。

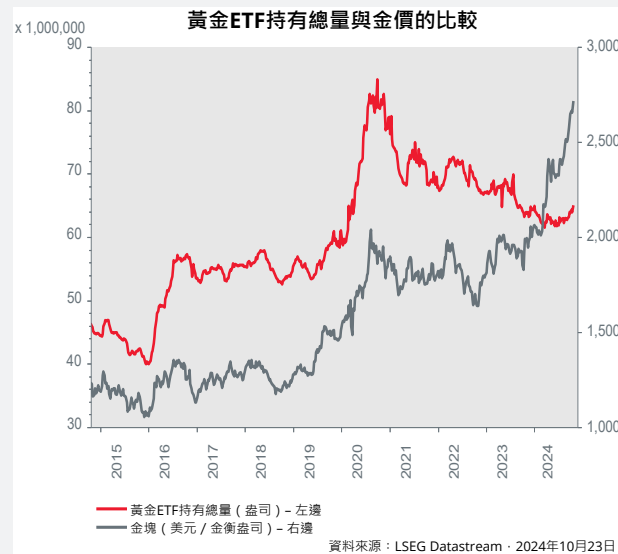
由於中東地緣政治風險上升和新興市場（尤其是印度）央行購買量增加，黃金需求激增。由於擔心美國金融制裁和美國主權債務，央行購買黃金的數量自2022年中期以來增加了兩倍。我們相信，各國央行對黃金的策略追捧將繼續支持其需求，並帶動未來數年的升勢。

從黃金儲備的歷史來看，與全球總儲備相比，近期的升幅仍然較小。由此可見，如果金價回到冷戰時期的水平，金價還有進一步上升的潛力。

金價的另一個推動因素是利率下降。黃金作為以美元交易而不提供任何形式收入的資產，在利率下降時變得更具吸引力。這是由於美元隨減息而走弱，使外幣持有者能以更便宜價格累積黃金，從而為金價提供支持。

此外，散戶參與現貨黃金或ETF的增加也有助於推高金價。黃金ETF完全由分配的實體黃金支持。在下圖中，可以看到流入黃金支持的ETF的資金剛開始回升，同時金價亦創下歷史新高。因此，黃金ETF持有量的增加減少了市場上的黃金實體供應（與紙黃金相反，紙黃金通常沒有實體黃金支持）。隨著聯儲局繼續推進減息週期，這有助金價進一步上升。由於ETF持有量只會隨著聯儲局減息而逐漸上升，此上升空間尚未完全體現在價格中。

鑑於各國央行對黃金需求高企，加上黃金在對沖制裁、債務憂慮和關稅等地緣政治風險方面的價值，我們認為持有黃金長倉具有價值。



資料來源：LSEG Datastream · 截至2024年10月18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。