大新銀行
DAH SING BANK

市場導航

2024年1月

大新銀行經濟研究及投資策略部

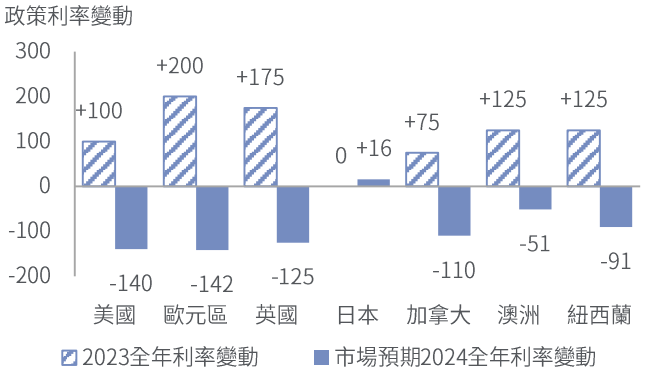
央行減息步伐左右資產市場

- 進入2024年，市場共識是環球央行預料將開始減息
- 減息的時機及幅度將成影響市場表現的最大變數
- 聯儲局有望開始減息，利好長存續期債券表現，我們上調主權及投資級別債券觀點

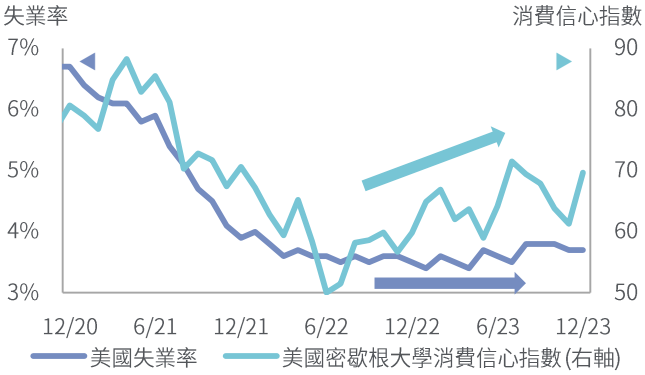
聯儲局進一步釋放2024年減息的訊號，美國國庫券孳息率延續過去兩個月跌勢，提振市場氣氛，刺激環球股市及成熟市場上月均上升逾5%。內地擬加強對遊戲行業監管，重挫大型科網股，港股12月下跌0.8%，中國內地A股跌2%，跑輸環球股市。總計2023年，受惠減息憧憬及環球衰退風險驟降，帶動環球股市升近22%，當中美股升約兩成半。日本寬鬆貨幣政策繼續提振股市，日股全年升逾兩成。台灣股市在晶片股推動下上升31%，拉丁美洲股市亦升31%，跑贏環球股市。內地經濟復甦動力不均，內房債務問題仍未解決加上行業監管持續，拖累港股下跌一成，連跌四年，為歷來首次，跑輸環球股市。中國內地A股亦跌9%，連跌三年。

美國十年期國庫券孳息率由10月高位大幅回落逾100基點，刺激環球債市12月再上升3.7%，2023年上升6%，扭轉過去兩年下跌。高收益企業債券信貸息差顯著收窄，刺激整體高收益企業債券全年上升逾13%，為七年來最大年度升幅。投資級別企業債券及新興市場債券均升9%。主要央行利率維持高企，限制原油需求，加上憂慮原油供應過剩，拖累油價全年下跌一成，創2020年以來最大跌幅。美國實質利率回落，帶動金價反彈13%，扭轉連跌兩年。（所有表現截至12月31日，總回報按美元計算；香港及內地A股表現按本地貨幣計算。）

圖一：環球主要央行預料將開始減息



圖二：美國就業及消費前景保持穩健



資料來源：彭博、大新銀行，截至2024年1月9日。

利率逐步回落　有望提振環球資產

憧憬美國經濟「軟著陸」及減息行動，有望提振環球股債表現，或是今年資產市場的主軸。進入2024年，市場一大共識是以聯儲局為首的環球主要央行預料將開始減息（圖一），帶動去年第四季環球股債市場出現可觀的升幅。今年能否延續升勢，**減息的時機及幅度將成影響市場表現的最大變數。**若果美國經濟表現過冷或過熱，通脹前景未如理想，因而導致聯儲局要加快或押後減息，均可能被解讀為不利消息，或引起資產市場波動。

續後頁

我們認為美國短期內會陷入衰退的機會較低。疫後經濟重啟的利好因素減退，加上聯儲局過去一年多以來大幅收緊貨幣政策的影響逐步浮現，預料會導致美國經濟增長前景放緩。不過目前就業職位增長與疫情前相比仍然健康，實質收入亦保持穩健增長，消費信心回升，相信經濟短期內突然失速、導致聯儲局要加快及大幅減息的可能性較低。

相反，由於美國經濟基本面富有韌性，就業及消費前景保持穩健（圖二），**通脹降速或受制於服務業通脹高企及工資上升壓力，降低了政策大幅放寬的必要性**。聯儲局圓點圖顯示委員預期2024全年或減息75基點，但市場估計減幅可能達140基點，最快3月便可能採取行動。我們認為未來減息幅度將小於市場目前的預期，減息步伐尚要視乎失業率、通脹以至金融環境等因素而定。

除了美國經濟及利率走向對環球資產市場的影響舉足輕重外，**日本貨幣政策可能逆轉，或增加日圓及資產市場的波動性。**日本央行宣布將減少購買十年期以上國債的頻率，加上行長植田和男多次釋出調整貨幣政策的訊號，增加市場對央行希望盡量減少干預債息、部署退出負利率政策的預期。如果日本央行結束負利率政策，導致日圓大幅波動，可能會引起套息交易拆倉活動，增加資產市場的波動性。

另一邊廂，**歐洲及中國經濟前景較弱，均可能較早放鬆貨幣政策，有望為當地股債市場帶來支持。**歐洲通脹略為反彈，不過主要源自歐洲能源補貼結束，而且整體經濟表現疲弱，歐洲央行有望較其他主要央行早減息以紓緩經濟下行壓力。而中國經濟增長動力減慢，物價表現疲弱，人民銀行有機會在第一季減息或降準以支持經濟增長及穩定金融市場，若中國經濟回穩，有望為中國股債市場帶來支持。

上調主權及投資級別債券觀點　維持略為看好美股

我們上調主權及投資級別債券觀點至略為看好。市場預期聯儲局或已完成加息，預料債息大幅回升的機會降低，或吸引部分資金從貨幣市場資產重投固定收益，有利整體定息債券表現，其中主權及投資級別債券孳息率較十年平均水平有較大溢價，存續期亦較長，或較能受惠減息周期。整體債券市場的信貸息差均有所收窄，並低於十年平均，不過估值並非太過昂貴。另外，若金融市場對減息預期過於樂觀，通脹未能快速回落，或令減息行動有所推遲，屆時債息不排除會調頭回升，債市表現或會再次變得波動。

我們維持略為看好美國股市。過去數年，美國股市市值最大的新興經濟股份盈利高速增長下，市場不斷上調其盈利預測及估值，同時亦支持美股表現。美國經濟基調短期內未必會大幅轉弱，利率有望見頂回落，加上人工智能相關科技發展，有望繼續支持美股表現。市場對大型新興經濟股份盈利預測較為進取，這些企業的盈利增速能否達到市場預期的幅度，或成美股最大的不明朗因素之一。

資產類別投資觀點及展望

股票

成熟市場

美國 看淡 ↑ 看好　**歐元區** 看淡 ↑ 看好　**日本** 看淡 ↑ 看好

美國經濟基調短期內未必會大幅轉弱，利率有望見頂，加上人工智能相關科技發展，有望繼續支持美股表現。美股市值最大的新興經濟股份，可望繼續受惠於其增長前景及利率見頂或有較好表現；其他股份則可能較為容易受到利率高企及經濟基本面轉弱所拖累，我們維持美國股市略為看好。

歐洲經濟表現疲弱，歐元區製造業活動連續十八個月收縮，服務業活動收縮也持續了五個月， 或限制歐洲股市表現。不過歐洲央行今年有望減息，或為歐元區股市帶來支持。我們維持歐元區股市中性觀點。

日本國債孳息率上升加上股市交易暢旺，有利日本金融機構盈利增長。半導體及人工智能相關行業發展，有利當地創科企業發展。我們略為看好日本股市。不過日本央行今年有機會調整貨幣政策，加上日圓回升，或將是日本股市的一大風險。

亞洲市場

香港[1] 看淡 ↑ 看好　**中國內地** 看淡 ↑ 看好　**其他亞洲市場** 看淡 ↑ 看好

中國經濟復甦步伐不穩，內房及地方債務繼續發酵，美、日等國續對華科技實施限制，持續困擾香港股市及內地A股表現。不過，我們相信內地經濟會在2024年見底回穩，從而支持企業盈利前景改善，但轉捩點何時出現尚難以預料，短期內避險氣氛仍會濃厚。當美國利率見頂回落，或有助紓緩股估值的下行壓力。

我們維持其他亞洲市場觀點審慎看好。南韓股市實施禁止股票賣空，短線有利南韓股市表現。印度經濟增長領先其他主要經濟體，加上人工智能及電動車概念有利相關行業發展，或支持印度、台灣及南韓等股市表現。

[1] 包括香港上市的香港和中國股票（H股、紅籌及民企）

其他新興市場

看淡 ↑ 看好

美匯由高位回落，新興市場貨幣反彈，推動拉丁美洲股市等新興市場表現。不過環球製造業下行壓力持續，或繼續拖累商品需求，我們對這些亞洲以外的新興市場看法維持中性。

債券

主權 看淡 ✗ ···> ↑ 看好　**投資級別企業** 看淡 ✗ ···> ↑ 看好　**高收益企業** 看淡 ↑ 看好

我們上調主權債券及投資級別企業債券觀點至略為看好。市場預期聯儲局有望最快3月減息，美國十年期國債債息顯著回落，或有利較長存續期的主權及投資級別企業債券；加上兩者收益率均高於十年平均，收益相對吸引。另外，高收益企業債券的存續期較短，在利率下降時受惠較少，而美國經濟若轉弱，高收益債券信貸息差有再度擴闊的可能，我們維持高收益企業債券中性觀點。

新興市場 看淡 ↑ 看好　**亞洲** 看淡 ↑ 看好

美國國庫券孳息率有所回落，亦帶動新興市場美元債券表現。新興市場債券存續期較長，與主權債及投資級別企業債相若，在預期減息的環境下或相對有利，惟中國內地經濟復甦不穩，不排除相關債券信貸息差可能回升，我們維持新興市場債券中性觀點。內地經濟動力仍然較弱，加上有大型資產管理公司宣布破產，或不利或影響市場對中國信貸的信心。我們維持亞洲債券中性觀點。

其他資產

商品

黃金 看淡 ↑ 看好　**原油** 看淡 ↑ 看好

聯儲局有望今年減息，帶動金價企穩每盎司2,000美元以上。實質利率由10月高位顯著回落，若中東地緣政治局勢再度升溫，可能增加避險需求，或繼續支持黃金表現，我們維持黃金略為看好的觀點。不過，若果美國經濟維持穩健，通脹降速可能放慢，聯儲局或維持利率在限制水平更長時間，若實質利率調頭回升，可能影響金價表現。

聯儲局年內有望減息，惟環球經濟受到高利率影響持續放緩，加上中國內地復甦動力不均，有大型中東油企亦下調油價，或蓋過石油輸出國組織減產的影響，限制油價表現。我們維持原油觀點至中性。

資料來源：彭博、大新銀行，截至2024年1月10日。

各類資產/貨幣表現

股票

資產類別	基準指數	表現						估值			盈利能力	
		年初至今	一個月	三個月	六個月	一年	三年	股息率	預期市盈率	相對十年平均	股本回報	市場預期盈利增長
環球市場	**MSCI環球淨回報美元指數**	**+22.2%**	**+4.8%**	**+11.0%**	**+7.3%**	**+22.2%**	**+18.3%**	**2.1%**	**16.8x**	**+5%**	**13.6%**	**+10.0%**
成熟市場	**MSCI世界淨回報美元指數**	**+23.8%**	**+4.9%**	**+11.4%**	**+7.6%**	**+23.8%**	**+23.4%**	**2.0%**	**17.6x**	**+6%**	**14.3%**	**+8.0%**
亞洲（日本除外）	**MSCI亞洲（日本除外）淨回報美元指數**	**+6.0%**	**+3.5%**	**+6.4%**	**+2.9%**	**+6.0%**	**-18.9%**	**2.5%**	**12.4x**	**-2%**	**9.1%**	**+28.6%**
新興市場	**MSCI新興市場淨回報美元指數**	**+9.8%**	**+3.9%**	**+7.9%**	**+4.7%**	**+9.8%**	**-14.5%**	**2.7%**	**11.8x**	**+0%**	**10.8%**	**+23.4%**
成熟市場												
美國	標普500淨總回報指數	+25.7%	+4.5%	+11.6%	+7.8%	+25.7%	+31.2%	1.5%	19.7x	+11%	17.9%	+11.0%
歐元區	MSCI歐元區淨回報美元指數	+22.9%	+4.5%	+12.4%	+4.3%	+22.9%	+14.7%	3.1%	12.5x	-12%	10.3%	+2.8%
英國	MSCI英國淨回報美元指數	+14.1%	+4.5%	+6.9%	+5.2%	+14.1%	+28.7%	4.1%	11.0x	-16%	15.9%	-8.4%
日本	MSCI日本淨回報美元指數	+20.3%	+4.4%	+8.2%	+6.5%	+20.3%	+2.0%	2.2%	14.8x	+0%	8.6%	+8.6%
亞洲（日本除外）												
香港	恒生淨總回報指數	-10.6%	+0.2%	-3.9%	-8.0%	-10.6%	-31.3%	4.1%	8.0x	-26%	9.7%	+18.2%
香港（中國）	恒生中國企業淨總回報指數	-11.0%	-1.40%	-6.0%	-8.2%	-11.0%	-41.1%	4.0%	7.0x	-12%	10.4%	+15.4%
中國A股	滬深300淨總回報指數	-9.4%	-1.8%	-6.8%	-9.7%	-9.4%	-30.2%	2.8%	10.4x	-14%	11.0%	+24.2%
中國（MSCI）	MSCI中國淨回報美元指數	-11.2%	-2.4%	-4.2%	-6.1%	-11.2%	-45.7%	2.7%	9.1x	-20%	9.8%	+21.7%
南韓	MSCI南韓淨回報美元指數	+23.2%	+6.6%	+15.3%	+7.6%	+23.2%	-20.3%	1.5%	11.2x	+11%	5.2%	+63.9%
台灣	MSCI台灣淨回報美元指數	+30.4%	+5.5%	+17.4%	+8.7%	+30.4%	+15.5%	3.2%	16.0x	+14%	12.5%	+20.1%
印度	MSCI印度淨回報美元指數	+20.8%	+8.1%	+11.9%	+14.9%	+20.8%	+40.4%	1.2%	22.3x	+20%	12.7%	+31.2%
東盟	MSCI東盟淨回報美元指數	+0.5%	+5.2%	+4.0%	+2.5%	+0.5%	-3.8%	4.0%	13.2x	-11%	11.0%	+14.5%
新興市場												
歐洲、中東及非洲	MSCI新興歐洲、中東及非洲淨回報美元指數	+8.2%	+4.8%	+8.4%	+6.4%	+8.2%	-8.5%	3.5%	10.6x	+12%	14.8%	+10.6%
拉丁美洲	MSCI新興拉丁美洲淨回報美元指數	+32.7%	+8.3%	+17.6%	+12.0%	+32.7%	+32.8%	4.9%	9.3x	-23%	17.8%	+4.6%

債券

資產類別	基準指數	表現						估值				利率風險
		年初至今	一個月	三個月	六個月	一年	三年	收益率	十年平均	信貸息差（基點）	十年平均	存續期
環球債券	**彭博環球多元債券指數**	**+6.0%**	**+4.1%**	**+8.1%**	**+4.4%**	**+6.0%**	**-15.0%**	**3.73%**	**2.14%**	**57.6**	**65.0**	**6.6**
主權債券	彭博環球政府債券指數	+4.3%	+4.1%	+8.0%	+3.8%	+4.3%	-18.2%	2.91%	1.37%	16.4	18.2	7.3
投資級別	彭博環球企業債券指數	+9.6%	+4.3%	+8.8%	+5.9%	+9.6%	-11.4%	4.68%	2.89%	114.8	126.9	6.2
高收益	彭博環球高收益企業債券指數	+13.5%	+3.7%	+7.7%	+7.7%	+13.5%	+1.1%	7.59%	6.14%	359.5	436.6	3.6
新興市場（美元）	彭博新興市場美元債券指數	+9.1%	+4.2%	+8.1%	+5.6%	+9.1%	-9.1%	7.04%	5.39%	296.7	325.2	6.3
亞洲（美元）	彭博新興市場亞洲美元債券指數	+7.5%	+3.3%	+6.7%	+4.2%	+7.5%	-8.1%	5.87%	4.33%	174.7	228.5	5.4

其他資產/貨幣

資產類別	基準指數	表現					
		年初至今	一個月	三個月	六個月	一年	三年
商品	**彭博商品指數**	**-12.6%**	**-3.1%**	**-5.9%**	**-2.8%**	**-12.6%**	**+26.4%**
紐約期油	紐約商品交易所西德州中級原油活躍期貨合約	-10.7%	-5.7%	-21.1%	+1.4%	-10.7%	+47.7%
倫敦期油	ICE布蘭特原油活躍期貨合約	-10.3%	-7.0%	-19.2%	+2.9%	-10.3%	+48.7%
現貨黃金	現貨黃金	+13.1%	+1.3%	+11.6%	+7.5%	+13.1%	+8.7%
美元	**美匯指數**	**-2.1%**	**-2.1%**	**-4.6%**	**-1.5%**	**-2.1%**	**+12.7%**
歐元	歐元兌美元	+3.1%	+1.4%	+4.4%	+1.2%	+3.1%	-9.6%
英鎊	英鎊兌美元	+5.4%	+0.8%	+4.4%	+0.2%	+5.4%	-6.9%
澳元	澳元兌美元	-0.0%	+3.1%	+5.9%	+2.2%	-0.0%	-11.5%
紐西蘭元	紐元兌美元	-0.5%	+2.7%	+5.4%	+3.2%	-0.5%	-12.0%
加拿大元	加元兌美元	+2.3%	+2.4%	+2.5%	-0.0%	+2.3%	-3.8%
瑞士法郎	瑞郎兌美元	+9.9%	+4.0%	+8.8%	+6.4%	+9.9%	+5.2%
日圓	日圓兌美元	-7.0%	+5.1%	+5.9%	+2.3%	-7.0%	-26.7%
人民幣	境內人民幣兌美元	-2.9%	+0.5%	+2.8%	+2.2%	-2.9%	-8.1%
新興市場貨幣	MSCI新興市場貨幣指數	+4.8%	+1.3%	+4.3%	+3.8%	+4.8%	+1.2%

資料來源：彭博、大新銀行，截至2023年12月31日。「表現」為總回報包括股息/債息再投資，按美元計算（除恒生指數、恒生中國企業指數及滬深300指數表現按當地貨幣計算）。其他資產/貨幣表現為相關時期的價格變動。

央行貨幣政策會議

	美國聯儲局	歐洲央行	英倫銀行	澳洲儲備銀行	紐西蘭儲備銀行	加拿大銀行	瑞士國家銀行	日本銀行
最新政策利率	5.50%	4.00%	5.25%	4.35%	5.50%	5.00%	1.75%	-0.10%
貨幣政策會議								
2024年1月	1月31日	1月25日				1月24日		1月23日
2024年2月			2月1日	2月6日	2月28日			
2024年3月	3月20日	3月7日	3月21日	3月19日		3月6日	3月21日	3月19日
2024年4月		4月11日			4月10日	4月10日		4月26日
2024年5月	5月1日		5月9日	5月7日	5月22日			
2024年6月	6月12日	6月6日	6月20日	6月18日		6月5日	6月20日	6月14日
2024年7月	7月31日	7月18日			7月10日	7月24日		7月31日
2024年8月			8月1日	8月6日	8月14日			
2024年9月	9月18日	9月12日	9月19日	9月24日		9月4日	9月26日	9月20日
2024年10月		10月17日			10月9日	10月23日		10月31日
2023年11月	11月7日		11月7日	11月5日	11月27日			
2024年12月	12月18日	12月12日	12月19日	12月10日		12月11日	12月12日	12月19日

資料來源：彭博、大新銀行，截至2023年12月31日。

資產類別投資觀點闡釋

本文件頁三「資產類別投資觀點及展望」列出之資產類別，與頁五各類資產的基準指數相對應。「觀點」代表我們對相關資產類別的基準指數（例如美股基準為標普500淨回報指數）相對其所歸屬、涵蓋面較廣的市場基準指數（例如美股所屬的成熟市場，以MSCI世界淨回報指數為基準）未來三至六個月的潛在走勢的看法，主要參考影響不同資產類別的基本因素（包括相關宏觀條件、政策取向、企業盈利前景等）以及估值（包括歷史和預測市盈率或市賬率、孳息率或信貸息差等指標）。

- 「看好」代表相關資產類別未來三至六個月跑贏其所歸屬的市場基準指數的機會大於跑輸。
- 「中性」代表相關資產類別未來三至六個月跑贏其所歸屬的市場基準指數的機會大致相若。
- 「看淡」代表相關資產類別未來三至六個月跑輸其所歸屬的市場基準指數的機會大於跑贏。

大新銀行經濟研究及投資策略部

温嘉煒
首席經濟及策略師

黃世康
高級市場策略師

莫靄欣
市場策略師

除非情況另有所指，否則本文件只提供一般參考性資訊，本文件並沒有考慮投資者的個別需要及狀況。此外，雖然本文件內容所載資料取自獲相信為可靠的資料，但大新銀行有限公司（「本行」）並未就有關資料進行獨立核對。本行不能擔保本文件之任何資料、推測或意見或任何此等推測或意見之基礎的公正性、準確性、完整性或精確性，亦在沒有欺詐、疏忽及故意失責的情況下不會承擔任何法律責任。本行有權修改本文件的內容資料而毋須另作通知。任何人因使用或依賴本文件所提供的資料而引致的任何損失，本行概不負責。除非情況另有所指，本文件並不構成對任何人就申請或購買任何投資產品或其他投資，及與產品或投資有關之任何期權、期貨或衍生工具或任何交易作出招攬、邀請或建議，亦不構成對未來單位價格變動的任何預測。本文件所提及之投資項目未必適合所有投資者。投資者必須根據其各自的投資目的及經驗、財務狀況、風險承受能力及其他需要作出投資決定。如有需要，投資者請尋求獨立專業意見。

投資涉及風險。有關未來之陳述有可能不會實現，及投資者請了解有關產品或其他投資如果有任何收益，均有機會變動。投資之價值及任何收入均可升可跌，甚至可能會變成毫無價值。過往表現並不代表將來之表現。投資可能出現虧損。外幣匯率可能有損本文件中所提及的產品（如有）、或其他投資之價值、價格或收入。投資者在投資前應考慮稅項對該投資之影響，及應根據個別情況向獨立稅項專家尋求稅務意見。本文件並不是指出本文件內提及之產品（如有）、或投資項目可能涉及的所有風險。投資者作出任何投資決定前，敬請細閱及明白該等投資的所有銷售文件，包括但不限於其所列載的風險披露聲明及風險警告。

除非作者表明有關觀點來自本行，否則有關意見僅代表該作者之個人觀點。

本行及其聯繫公司可隨時就本文件中提及的產品（如有）或投資進行買賣、從交易獲利、收取經紀佣金及費用、持有或充當市場莊家或顧問、經紀或銀行家。

本文件由本行於香港刊發，只供收件人閱覽。本文件及其全部或部份內容不得翻印或作進一步刊發。

本文件並未經香港證券及期貨事務監察委員會或任何其他香港的監管機構審核。