



BEA 東亞銀行

Live every moment
活出每刻

潮起帆扬

东亚睿智 2024 第三季

2024 年第三季度市场展望



目录

- 3 序言
- 5 宏观策略
- 16 宏观经济
- 28 全球股市
- 48 全球债市
- 63 外汇市场
- 80 免责声明



序言

2024 年二季度，全球股市持续上涨，但波动幅度有所加大。以 MSCI 全球指数为例，呈现出先抑后扬的震荡走势，截至 6 月 15 日，指数继续在 800 点附近的历史高位附近徘徊。自 2022 年四季度以来，该指数七个季度中有六个季度实现上涨。

二季度美国通胀数与就业市场依然呈现反复，市场对于美联储年内降息的次数预期有所降低。中国方面，虽然一季度经济增长超预期，但四五月的国民经济数据依然显示中国经济内生动力依然不强，仍有待进一步政策刺激。两国的债市继续稳步走升。从十年期国债收益率看，二季度均呈现震荡走低态势。

同样，由于全球地缘政治格局日趋复杂导致投资者避险情绪上升以及对于全球央行将逐步步入降息周期的憧憬，黄金、白银等贵金属资产表现持续受到提振，虽然短期涨高后面临震荡，但中长期处于上升通道的格局没有改变。原油仍然处于区间震荡。

进入三季度后，投资者又将关注哪些焦点？我们认为有以下几个：

第一，全球经济增长预期继续恢复。继 IMF 之后，世界银行也调高了今年全球的经济增长预期至 2.6%。全球经济增长的主要动力来自于发达经济体，其中美国经济 2023 年经济维持较快增长，而 2024 年欧洲经济体也有望从增长低谷走出。通胀率稳步回落，但回落幅度有所放缓且距离央行 2% 的政策目标仍有一定距离，部分制约了央行大幅放松货币政策的实施空间。从目前全球主要央行的货币政策执行情况来看，瑞士、加拿大以及欧元区等发达经济体央行已经先后首次调低政策利率，而美联储在今年晚些时候也有望开启首次降息。全球经济对高利率的适应程度超出预期，一旦货币政策有所松动，

或将进一步对经济形成强支撑。当然，在经历长时间高利率环境后步入宽松周期对企业盈利的影响仍有待市场验证。

第二，人工智能浪潮继续席卷全球资本市场。自 2022 年底 OpenAI 公司推出 ChatGPT 以来，以大模型为代表的人工智能迅速从实验室外溢到千行百业。目前看，AIGC 和 AI 芯片两大行业最先享受到人工智能技术发展的红利，受到投资者的热烈追捧。目前市值超过 3 万亿美元的三家全球巨头都是和 AI 技术绑定最紧密的，而 AI 所带来的盈利增长也将在未来快速释放。展望未来，投资者可以继续关注高度收益 AI 发展的相关行业龙头企业：例如服务器、光模块、液冷等等。而对于其他行业的竞争格局，能否利用好 AI 的赋能或也将成为该行业未来发展的重要因素，关注 AI+ 医疗、AI+ 金融等。此外投资者也可密切关注 AI 行业发展对其他区域资本市场的影响，比如在芯片产业链中占据重要低位的韩国、中国台湾等亚洲地区的相关个股。总体而言，人工智能将成为未来投资市场上的一条重要主线。

第三，美国大选逐步临近，投资者对于各地选举以及地缘政治格局的关注程度将有所提高。6 月 9 日，欧洲议会选举落下帷幕，从媒体公布的初步计票结果来看，欧洲右翼势力显著加强，左翼与中间派席位有所下降。面对此结果，法国总统马克龙迅速宣布解散原本将于 2027 年才到期的本届议会并重新举行大选。预计法国将于 6 月 30 日和 7 月 7 日分别举行国民议会选举的两轮投票。由于投票结果不确定性较高，影响了整体欧洲市场的短期表现。无独有偶，印度股市在 6 月 1 日结束了大选投票后也出现了大幅度波动。根据 6 月 4 日印度选举委员公布的最终计票结果，莫迪领导的人民党与全国民主联盟分别赢得 240 和 295 个人民院席位，但得票数大幅低于预期，同时也低于上一届选举的席位。消息公布后，印度 Sensex30 与 Nifty50 指数单日一度都下跌超过 8%，但

随后尽数收复失地并创出历史新高。此外，中东局势以及俄乌冲突等地缘政治事件也对市场造成持续性影响。

面对复杂多变的宏观环境，三季度投资者应该如何应对并调整自身的持仓组合？我们提供以下几点供投资者参考：

首先我们认为仍然要保持投资。虽然地缘政治局势复杂多变，但对于市场的影响往往都是短期的，一旦市场反映超出预期反而能提供阶段性买点。从历史经验看，孤立的地缘政治事件往往不会改变市场运行的趋势。同样今年由于选举等各类事件引发的短期波动也是投资者逢低介入的机会。

其次是可以适当加大风险资产的配置比例。虽然美联储尚未进入降息周期，但整体全球主要央行边际宽松的大方向依然较为确定。而宽松的流动性环境对股市和债市都将构成较大支撑。结合人工智能的迅速发展，虽然成长股短期涨幅不低，

但中长期的向上趋势仍将保持。而在降息环境下，债市也有望从低位反弹。

最后是做好一定的风险防范。全球通胀形势仍有不确定性，经济增长速度或也将较长时间落后于疫情前，去全球化与去美元化或将成为未来投资者需要长期面对的重要变量。无论是全球央行还是投资者对于黄金的配置需求都将加大，贵金属的价格中枢有望得到明显抬升。黄金在整体资产配置当中的重要性也将不断增强。

美国大选临近伴随地缘政治格局不稳定因素交织，预计三季度市场波动仍会较大，但市场对美联储进入降息周期的预期也将部分改善投资者的风险偏好。**大潮将起，船帆飘扬，投资者仍然需要兼顾回报与风险，做好行业分散与股债平衡，才能在投资市场中劈波斩浪，立于不败之地。**

A full-page background image of a sunset over the ocean. The sun is low on the horizon, creating a bright orange and yellow glow that reflects on the water's surface. A small sailboat is visible in the lower middle ground, sailing towards the viewer. The sky transitions from a deep orange near the horizon to a lighter yellow at the top.

第一部分

宏观策略篇

上季标题是《万流归宗》。当时我们提到，在今年全球多场选举中，美国总统大选将压轴出场，拜登及特朗普两人在选战上再度交锋势成全球焦点。在投票日之前，美国的民主和共和两党将会各出奇谋争取选票，民调走向及其所延伸出的国际局势变化将影响各类资产走势。中国方面，在3月“两会”上释出的信息看，经济上稳扎稳打的操作将有利经济有序走出阴霾。经济、战事及选举迭加的复式效应或会带来市场波动，风险管理尤其重要。但万流归宗，虽然各国所处经济环境不同，但政策方面（多数国家或会进入降息周期）都将同出一源，投资者或也能从中洞悉先机。

本季标题是《潮起帆扬》。全球经济增长预期继续恢复，继 IMF 之后，世界银行也调高了今年全球的经济增长预期至 2.6%。全球经济增长的主要动力来自于发达经济体，其中美国经济 2023 年经济维持较快增长，而 2024 年欧洲经济体也有望从增长低谷走出。人工智能浪潮继续席卷全球资本市场。自 2022 年底 OpenAI 公司推出 ChatGPT 以来，以大模型为代表的人工智能迅速从实验室外溢到千行百业。人工智能将成为未来投资市场上的一条重要主线。美国总统大选的选战进入最后阶段，两党为了胜利将会各出奇谋。短期风险资产将可得益于刺激措施，投资者可适当加大投资风险偏好。大潮将起，船帆飘扬，投资者需要兼顾回报与风险，做好行业分散与股债平衡，才能在投资市场中劈波斩浪，立于不败之地。

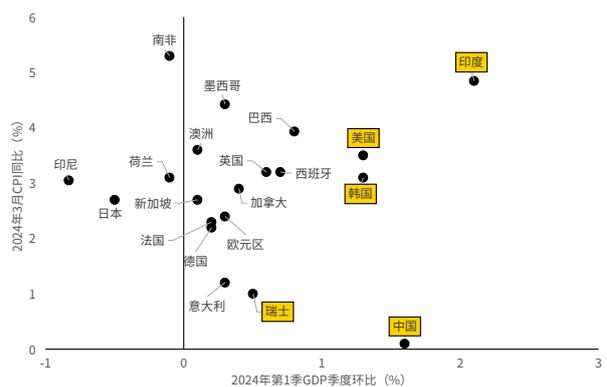
市场回顾：投资者风险偏好有所改善

虽然中东以及俄乌冲突有所升温，美联储也尚未开启降息周期，全球主要经济体表现也呈现分化态势，但风险资产年内表现亮丽，个别股市更屡创新高。究竟环球经济未来走向如何？资金偏向避险 (risk-off) 还是逐险 (risk-on) ？

■ 世界经济企稳向上

过去 4 个季度，本章节均以季度 GDP 及年度消费物价指数 (CPI) 同比数据制作矩阵图，以更清楚呈现全球 20 大经济体每季度的经济变化，并预测全球经济政策方向及相关投资策略。综合过去四个季度数据观察得出两大结论：第一，以 GDP 除以 CPI 作为比较各国经济表现的“相对指标”，数据显示各国连续 4 季连续下降，暗示全球经济出现放缓。第二，各国指标的相关性持续攀升，反映经济命脉互相紧扣，财经政策愈趋一致，亦暗示地域分散投资风险的效果可能不佳。

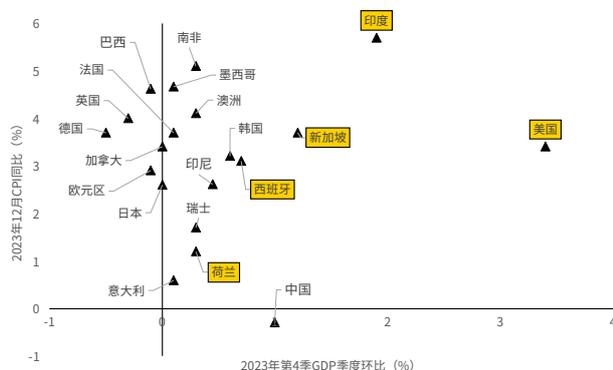
各国 GDP 与 CPI 矩阵 (2024 年第 1 季)



数据来源：彭博，东亚中国财富管理，数据截至 2024 年 5 月 31 日

注：印度及阿根廷 GDP 更新至 2024 年 12 月

各国 GDP 与 CPI 矩阵 (2023 年第 4 季)



数据来源: 彭博, 东亚中国财富管理, 数据截至 2024 年 5 月 31 日

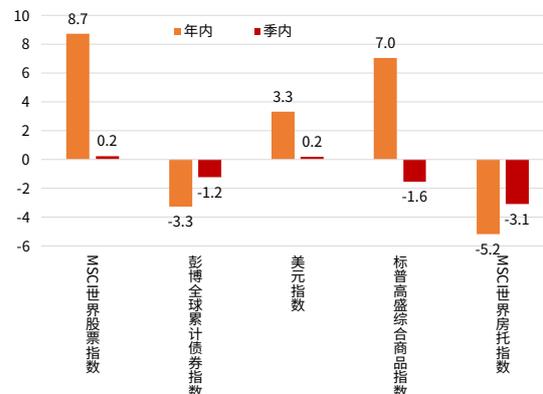
注: 印度及阿根廷 GDP 更新至 2023 年 9 月

直到今年首季, 矩阵图开始出现变化。截至 5 月 31 日, 全球 20 大经济体中, GDP 出现负值的国家由去年第 4 季的 5 个下跌至今年首季只有 3 个, 同期全体平均 CPI 由 3.18% 下降至 2.94%, 而高于 CPI 平均值的国家由 12 个减少至 11 个。上述 3 项结果反映全球经济初现好转。同时, 各国经济的相关性有所下降, 分散投资在经济表现前列的国家将有助增加回报, 经济表现最佳的前 5 个国家依次分别是中国、瑞士、印度、韩国及美国。

■ 资金转移实属谨慎之举

截至 5 月 31 日, 以 MSCI 世界股票指数、彭博全球累计债券指数、美元指数、标普高盛综合商品指数及 MSCI 世界房地产信托指数分别代表全球股市、债市、汇市、商品及楼市表现, 结果显示年内及季内表现差异颇大。股市及商品市场年内表现强劲, 一骑绝尘, 但在第二季却呈现另一光景, 两者表现皆令人失望。股市年内累升 8.7%, 但季内只升 0.2%, 反映大部分涨幅来自首季。商品市场落差更大, 年内升 7.0%, 单计第二季则下跌 1.6%。美联储暂仍按兵不动, 高利率影响债市及楼市, 但两项资产在年内或季内跌幅皆约在 5%, 表现仍属可控范围之内。

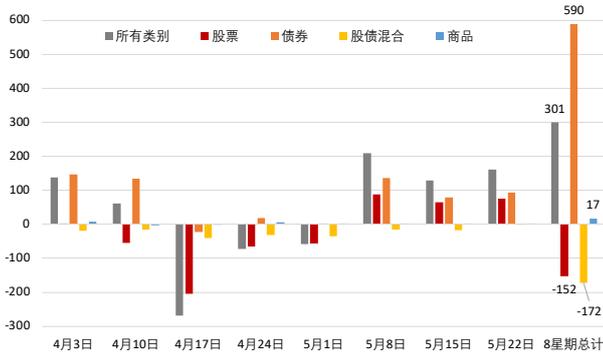
各资产指数年内及季度内表现 (%)



数据来源: 彭博, 东亚中国财富管理, 数据截至 2024 年 5 月 31 日

由美国投资公司协会提供在美注册长线基金及交易所买卖基金 (ETF) 的资金流数据显示, 截至 5 月 22 日的第二季, 所有基金 (包括股票、债券、混合及商品 4 大类别) 合计录得 301 亿 (美元, 下同) 净流入, 但单计股票基金则录得净流出 152 亿, 反映资金对股市有所保留, 其中最大净流出为 4 月 17 日当周。该周所有类别的 ETF 录得共 269 亿净流出, 其中股市的净流出 204 亿, 占总数 76%。美国在 4 月 25 日公布了首季 GDP 由 3.4% 下滑至 1.6%, 显示资金已预料 GDP 数据将会大幅下跌, 并在数据公布前迅速撤出股市, 相关的抛售潮直到 3 周后才见企稳。反观债券 ETF 除了在 4 月 17 日当周录得 23 亿净流出外, 季内 8 周中有 7 周出现净流入, 合计 8 星期有 590 亿的净流入, 是所有类别 ETF 总计的 2 倍以上。除了抵销股票及股债混合的 ETF 净流出外, 亦反映资金正通过长线基金及 ETF 涌进债市。股债混合的 ETF 受到抛售, 期内总流出是所有类别中最大, 净流出总额达 172 亿, 更是唯一类别连续 8 周录得净流出, 反映由基金经理进行股债配置的操作并未受投资者青睐。

美国注册 ETF 及长线基金今年第 2 季周度资金流 (亿美元)



数据来源:美国投资公司协会, 东亚中国财富管理, 数据截至 2024 年 5 月 31 日

综合上述分析, 二季度股票及商品指数的回落佐证资金有序套现获利, 亦与上季《股票》章节内预测相若。当美国 GDP 数据不尽人意, 资金逐步流向债市避险, 尚算谨慎之举。后市需观察多项因素, 包括利率、GDP 预测、地缘政治格局发展及美国总统大选战况等再作部署。

市场前景：总统大选与货币政策或主导资金流向

■ 美国总统大选：激烈的角逐

开宗明义, 下半年最重要的宏观因素是 11 月 5 日举行的第 60 届美国总统大选, 同时为众议院全部 435 个席位及参议院其中 33 个议席进行改选。

当前两党为了赢得选战料将势成水火, 本届美国总统大选将是一场激烈的角逐。

经济学人智库 (EIU) 发表报告, 列出未来两年 5 大风险因素及对全球 GDP 影响, 表列如下:

报告指出, 倘若特朗普胜出大选, 将导致美国的外交、贸易、能源、移民、气候变化及对外援助政策出现剧变, 例如威胁提高关税以加剧全球紧张局势和提高贸易成本, 同时有可能将阻碍协议续签, 甚或退出国际组织, 例如《美墨加协议》(USMCA) 及印太经济框架, 更大可能的是宣布对中国实施新的贸易制裁。外交上将令中东紧张局势加剧, 虽然不会退出北约 (NATO), 但或将要求欧洲国家提高自主军备支出。

风险情景	机率 ^x	影响程度 ^{xx}
特朗普重掌美国总统并扰乱全球贸易与安全联盟	非常高	非常高
绿色科技补贴竞赛演变为全球贸易战	中	高
气候变化导致极端天气事件并干扰全球供应链	中	高
台海局势迫使突发性全球脱钩	低	非常高
以哈冲突升级为地区性冲突	中	高

^x未来两年发生的机率, 并分为“非常高” (大过 40%)、 “高” (31 至 40%)、 “中” (21 至 30%)、 “低” (11 至 20%)、 “非常低” (0 至 10%)

^{xx}对全球年度 GDP 基本预测的影响, 并分为“非常高” (大过 2%)、 “高” (1 至 1.9%)、 “中” (0.5 至 0.9%)、 “低” (0.2 至 0.5%)、 “非常低” (0 至 0.1%)

数据来源:经济学人智库, 东亚中国财富管理, 数据截至 2024 年 4 月 18 日

以上结果或将令近年跟随拜登政府步伐的国家，包括欧盟、英国、澳洲及日本等造成困扰。

另外，特朗普在“封口费”刑事案中被控的 34 项罪名，遭由 12 人组成的陪审团一致裁定全部罪名成立，法官将于美国时间 7 月 11 日判刑，有可能判处监禁和巨额罚款，这次判决使特朗普成为美国史上首位被定罪的前总统，也是第一位被定罪的主要政党候选人。

受智库报告及刑责等负面消息打击，特朗普选情理应受到冲击，但民调结果却并非如此。参考美国民调机构 Real Clear Politics (RCP) 综合各方民调的结果显示，年内特朗普在民意调查中从未输给拜登。截至 5 月 31 日，即公布特朗普罪名成立之后一天，特朗普与拜登的支持度差距由判决公布前的 1.2% 下降至 0.8%，反映裁决对特朗普虽有负面但未至于出现翻天覆地的影响。两者支持度最大及最小差距分别在 1 月 26 日及 4 月 10 日出现，分别报 4.3% 及 0.2%，均是特朗普领先。事有凑巧，这两天是公布去年第 4 季（1 月 25 日）及今年第 1 季 GDP 数据（4 月 25 日）前后出现。

Real Clear Politics 提供美国总统候选人综合民调结果 (%)



数据来源: 彭博, 东亚中国财富管理, 数据截至 2023 年 5 月 31 日

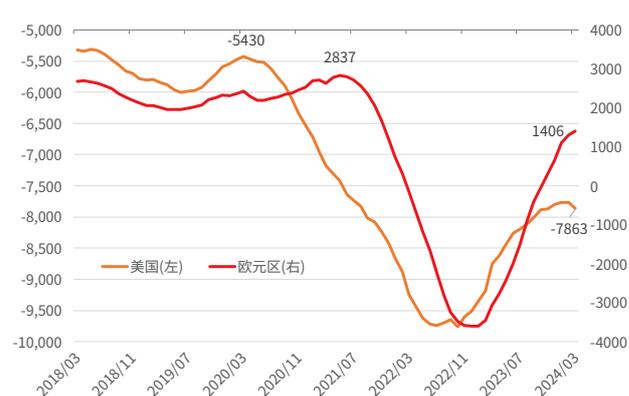
过去引以为傲的经济表现是拜登连任的关键，但随着美国 GDP 环比折年率由疫后峰值增长 4.9% 降至 3.2%，再到 5 月底向下修订今年首季 GDP 为 1.3%，同时核心个人消费开支 (PCE) 迟迟未见明显回落，加上财政纪律欠佳、贸易赤字扩大、国内基础建设严重老化，贫富悬殊等问题，都反映出拜登政府正面对十分严峻的内政问题。

中美贸易摩擦：无助解决美国核心问题

美国财长耶伦 4 月初访华后表示，全球对中国工业产能过剩及行业补贴的担忧日益加剧。经济学中产能过剩 (over-capacity) 意谓供过于求 (over-supply)，理论上市场自然会通过降价达至供需平衡。不过，欧美主张通过关税或制裁令中国产品加价，藉以打击需求以达到平衡，不但可能打击消费意愿，亦将阻碍本地行业发展。

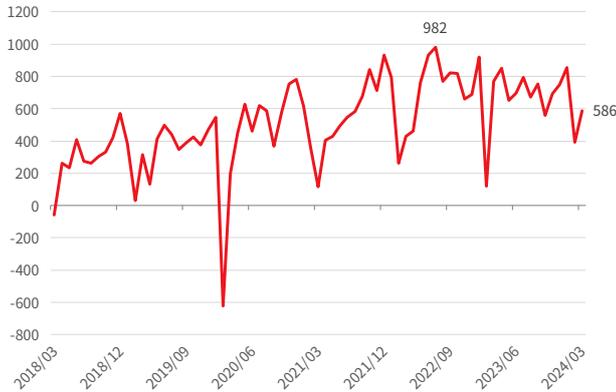
根据美国、欧元区及中国月度贸易平衡数据，截至今年首季，自 2018 年中美贸易摩擦以来，美国贸易逆差飙升。疫情期间医疗用品缺乏下，逆差更是急剧恶化。2022 年起，拜登积极“去中国化”，逆差明显改善，但与疫前水平仍有近 3 成（美国）及 5 成（欧元区）的差距。同期中国贸易平衡数据与欧美走势相反，2018 年起整体数据拾级而上，直到 2022 年明显逆转，由高位约 982 亿美元持续下降至今年 3 月报 586 亿美元，跌幅近 4 成。但事实上，中国企业只要简单地把生产线迁移到墨西哥、越南、印度等“友岸”，便可绕过制裁，并能受惠更便宜的劳动力。数据上，中国出口下挫，但实质上对中国企业的冲击却未如想象般大。

美国及欧元区月度贸易平衡账 (亿美元)



数据来源: 彭博, 东亚中国财富管理, 数据截至 2023 年 5 月 31 日

中国月度贸易平衡账 (亿美元)



数据来源: 彭博, 东亚中国财富管理, 数据截至 2023 年 5 月 31 日

再参考美国国际贸易管理局的数据显示, 美国仍对 106 个国家出现多边商品贸易逆差。以双边贸易量计算, 中国只是排名第 3, 前两位分别是墨西哥及加拿大, 反映即使成功打压对华贸易, 也无法解决美国整体的逆差问题。

中美贸易制裁的最终结局, 将取决于中国在寻找新市场及欧美重振本土工业之中, 谁更能行稳致远。

自 2018 年开始, 美国从未间断地对华商品加征关税, 但国际货币基金组织 (IMF) 早在 2019 年公布的报告中表示, 加征关税有可能会转嫁给美国消费者, 虽然对通胀的直接影响较小, 但进口价格上涨对美国本土企业的竞争力造成更广泛的影响。

去年 3 月美国国际贸易委员会 (USITC) 的研究指出, 美国进口商“几乎全部”承担着特朗普时期所施加的关税, 关税每增加 1%, 进口价格便上涨约 1%。简单而言, 加征关税是对美国企业和消费者额外加税, 无疑是美国核心通胀居高不下的重要原因之一。

中国官方媒体引述世界贸易组织公布的 2023 年全球货物贸易数据显示, 全球货物出口在 2021 及 2022 年连续两年增长后, 再次出现下降。去年中国出口占全球份额约 14.2%, 连续 15 年保持全球第一。至于进口则占全球份额约 10.6%, 较 2022 年微升, 连续 15 年位处全球第二。数据引证中国是全球贸易的大熔炉, 不论进出口都手执牛耳, 并渗入由政府到商业再到民生的各个领域。科技领域上欧美仍冠绝全球, 但与中国

的优势差距正在收窄, 6G 通讯、再生能源, 甚至航天领域, 足已证明中国在科技上“超英赶美”正在不断前行。再者, 资本自然会流向有潜力的市场, 虽然通过高利率可短暂地留住投资者, 但换来的代价是本土商业活动疲弱, 从美国首季 GDP 细项数据便可知一二。

■ 降息或成“防患于未然”之举

世界经济论坛总裁布伦德 (Borge Brende) 在接受采访时表示, 世界经济将处于近十年最低的增长率, 同时债务风险急速上升。全球债务比率已接近 1820 年代以来最高水平, 占 GDP 比例近 100%。他亦警告一些主要经济体存在像上世纪 70 年代经济放缓的情况, 发达经济体更存在滞胀风险。

IMF 指出, 过去两年全球债务和财政赤字迅速增长。去年不少经济体的财政政策普遍转为扩张, 只有一半经济体收紧财政政策, 低于 2022 年的约 7 成。全球公共债务占 GDP 比例已升至 93%, 相较疫前高出 9 个百分点。另一份名为《选举大年的财政政策》报告更是直接指出美国的财政赤字问题, 当赤字进一步扩大将影响全球财政稳定。同时, 债务攀升推高国债收益率, 债息波动加剧并外溢至其他地区。中、美两国的公共债务预计将超过历史高峰, 导致全球公共债务到 2029 年预计将接近 GDP 的 99%, 报告呼吁各国应更重视保障中期财政的可持续性。

美国经济的问题核心源于财政纪律。上季已分析两位总统候选人在财政货币政策上南辕北辙。拜登通过财政政策, 增加开支以刺激消费。特朗普则主打货币政策, 通过不断加息提升流动性。两者虽然政策取向不同, 但其实最终是殊途同归, 均通过大举发债来填补财政赤字。

拜登在任期间多次发布政策豁免学生贷款。单看上季纪录, 4 月 12 日豁免 27.7 万名借款人, 共 74 亿 (美元, 下同) 的学生贷款; 5 月 22 日再次豁免额外超过 16 万名借款人, 合共 77 亿学生贷款, 令拜登任内豁免总额高达 1,670 亿, 受惠人数达 475 万。如果计算包括公共服务贷款等其他贷款豁免和直接刺激住房等民生消费项目, 配合约 4 至 6 倍的经济乘数效应, 即近 6,680 至 10,020 亿的流动性注入了经济体, 几乎抵销了美联储近年来缩表近万亿的努力。

但与此同时，美国债务总数拾级而上，特朗普时期由 20 万亿（美元，下同）升至 27.8 万亿，升幅约 39%；拜登时期则由 27.8 万亿升至 34.6 万亿，升幅近 25%；两届总统累计升幅高达 73%。财政赤字方面，因受到疫情影响，期内赤字占 GDP 最高值是负 18.1%。如剔除 2020 年与 2021 年数据，二人之财政赤字峰值分别为负 4.7% 及负 10.5%。美国国会预算办公室的预测中警告，美国债务占 GDP 比例将从去年 97% 上升至 2034 年的 116%，甚至比二战期间还要高。

面对高企的债务问题，发行债券是必然选择。上一季度已分析过去 50 年数据中，当联邦基金利率见顶约 4 个季度后，美国 GDP 环比折年率便会出现负值，而且 6 次大型利率周期中有多达 5 次佐证此结果。如以去年 7 月为基础，今年三季度便是第 4 个季度了。GDP 已由去年第 3 季 4.6% 跌至第 4 季的 3.4%，再跌至今年首季 1.3%。上季已分析过去 50 年由停止加息至首次减息之间维持月数，超过 12 个月维持利率不变的情况只有两次，分别是 1998 年及 2007 年。历史上该两次次年便出现全球性经济及金融危机。如果今年 7 月再度维持利率不变，便进入第 12 个月。

更多数据包括工业生产同比由 0.1% 跌至今年首季负 0.4%；全美独立企业联盟对中小企信心调查显示，数据跌至近 11 年新低；美国全国公共广播电台指出，美国信用卡债务及拖欠率创近年新高。另外美国失业率年内由 3.7% 升至 3.9%，如第 2 季 GDP 再度下跌，这将是失业率升穿 4% 的预兆。美联储货币政策或将更加宽松。

滞胀意指通胀偏高甚至持续上升，同时经济增长停顿或者下跌。历史上滞胀普遍由总供应变化引发，所谓“成本推动型”通货膨胀，例如石油危机或战争导致全球供应链震荡。物价持续上涨令生产力下降，拖累产品及投资量。进而企业出现倒闭导致失业率上升，最后国民收入下降形成衰退的恶性循环。同时，高通胀影响财富分配并扭曲资产价格，扩大贫富悬殊。虽然政府可通过多种财政金融政策稳住总需求，但对降低总供应波幅作用有限。

历年滞胀如何出现？又如何影响投资市场？根据过去 50 年美国按季 GDP 连续两季出现负值定义为“技术性衰退”，再以同期 CPI 及核心 CPI 同比高过该 10 年滚动平均值定义为“通胀偏高”，结果显示历年只有 5 个季度出现滞胀，机率非常之低，但每次出现都伴随环球地缘政治或公共卫生事件。整体数据如下：

季度	季度 GDP	失业率	联邦基金利率	同比		十年滚动平均值	
				CPI	核心 CPI	CPI	核心 CPI
31/12/1974	-1.5	6.6	1.75	12.3	11.1	7.9	5.6
31/03/1975	-4.8	8.2	2.00	10.3	11.4	8.6	6.4
30/09/1980	-0.5	7.7	0.25	12.6	12.0	11.3	10.1
31/03/1991	-1.9	6.6	1.00	4.9	5.2	5.1	4.8
30/06/2022	-0.6	3.7	5.50	9.1	5.9	4.3	3.5
平均	-1.9	6.6	2.1	9.8	9.1	7.4	6.1
标准偏差	1.7	1.7	2.0	3.1	3.3	2.8	2.5
最大值	-0.5	8.2	5.5	12.6	12.0	11.3	10.1
最小值	-4.8	3.7	0.3	4.9	5.2	4.3	3.5

数据来源：彭博，东亚中国财富管理，数据截至 2024 年 6 月 5 日

1973 年爆发第 4 次中东战争，石油输出国组织实施石油禁运以打击以色列及其盟国，简称第 1 次石油危机。结果通胀偏高及由 1973 年第 3 季至 1975 年第 1 季的七个季度中，有六个季度出现负值。美国的失业率在 1975 年 5 月达到 9.0% 峰值后，才逐步下降。

1979 年伊朗与伊拉克爆发“两伊战争”，伊朗石油禁运减少对美国的供应，当时油价由约 15 美元大幅上升至约 39 美元，简称第 2 次石油危机。美联储大幅加息以对抗通胀，导致经济重挫。自 1979 年起，12 个季度中有 6 个季度的 GDP 为负值，最低是 1980 年第 2 季报负 8.0%，失业率峰值报 10.8%，而且连续 10 个月高于 10%。

1990 年伊拉克入侵科威特，中断石油供应及袭击沙特石油设施，油价由 21 美元倍升至 46 美元，简称第 3 次石油危机。美联储同样以加息对抗通胀，当时衰退持续 9 个月，GDP 最低是 1990 年第 4 季度报负 3.6%，失业率峰值报 7.8%。

2022 年受疫情大流行影响，不再赘述。

美国出现滞胀大都与中东战事、油价飙升、美联储持续加息后出现衰退有关，最后演变成滞胀。而从当今地缘政治事态与经济数据看，滞胀危险也不容忽视。中东冲突或中美磨擦如有任何闪失，下一步便会令经济出现衰退。配合上文描述因供应链紧张造成的成本推动型通胀，第二年便可能会出现滞胀。参考过往经验，经济危机大约需时 6 至 9 个季度才能修复。

今天有两项焦点值得投资者关注，第一是联邦基金利率。历年滞胀期间，只有 2023 年时联邦基金利率高见 5.5%，如果未来衰退迹象有所显现，美联储其实大有空间以减息支撑经济。第二是选举契机。今年与 1980 年同样是总统大选年，里根总统当年以“里根经济学”化解经济危机，最后胜出大选。故此，拜登、特朗普二位总统候选人谁能抛出为经济化险为夷的方案，将有利选情。

综合上文分析，眼前通胀胶着，GDP 增速快速回落虽然技术性衰退概率不高，且即使发生最快也要到今年第 4 季，但未雨绸缪总是长策，预期减息乃防患未然之举。

最后，细观大选年因素，抽取近 10 届总统大选时第 3 季经济数据分析，结果如下：

选举年的第 3 季	按季 GDP	失业率	联邦利率	按年 CPI	按年核心 CPI
	1984	-3.2	-0.1	0.0	0.1
1988	-3.0	0.0	-0.5	0.2	-0.1
1992	-0.4	0.0	0.0	-0.1	-0.5
1996	-3.2	-0.2	0.0	0.2	0.0
2000	-7.1	0.1	-0.8	-0.2	0.1
2004	0.7	-0.2	0.0	-0.8	0.1
2008	-4.5	0.7	0.4	-0.1	0.1
2012	-1.2	-0.2	2.0	0.3	-0.2
2016	1.6	0.0	-1.0	0.5	0.0
2020	62.8	-4.2	-3.0	0.8	0.5
平均	4.3	-0.4	-0.3	0.1	0.0
标准偏差	20.7	1.4	1.3	0.4	0.3
最大值	62.8	0.7	2.0	0.8	0.5
最小值	-7.1	-4.2	-3.0	-0.8	-0.5
负值占比 (%)	70	50	40	40	30
剔除 2020 年疫情时数据					
平均	-2.3	0.0	0.0	0.0	-0.1
标准偏差	2.7	0.3	0.9	0.4	0.2
最大值	1.6	0.7	2.0	0.5	0.1
最小值	-7.1	-0.2	-1.0	-0.8	-0.5
负值占比 (%)	70	40	30	40	30

数据来源：彭博，东亚中国财富管理，数据截至 2024 年 6 月 5 日

2020 年疫情大流行与经济直接关系不大，而且该年数据偏向极端，因此剔除有助分析。结果显示，选举年第 3 季 GDP 有近 7 成机率出现环比下跌，平均跌幅约 2.3%，而失业率和通胀等数据则持平。最重要是联邦基金利率剔除 2020 年数据后平均变化为 0，剔除 2022 年后减息次数为 3 次，稍高于加息次数的 2 次，折射迄今美联储举棋不定只是历史写照。如果 7 月公布第 2 季 GDP 再次明显下跌，预期美联储将在 7 或 9 月宣布减息，毕竟历史证明经济衰退甚至出现滞胀的代价，远高于通胀的考虑。



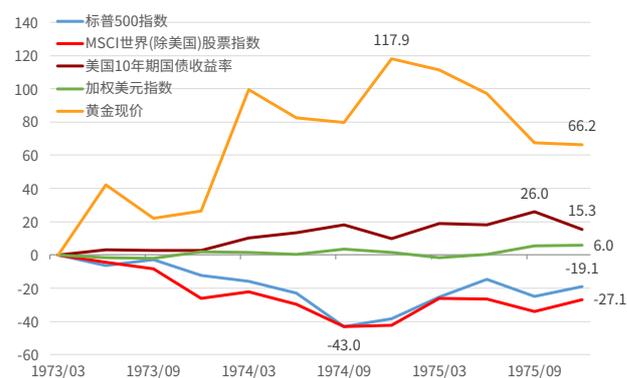
投资策略：宜长短线部署兼备

综合全文分析，两大风险因素将主宰未来投资策略：长线的滞胀风险及短线的总统选举。投资者应如何提早部署？首先关注滞胀风险。

虽然滞胀看似仍较为遥远，但风险不容忽视，应留一手作长线部署。传统投资概念中，滞胀有利黄金、短期债券、现金、货币基金等避险资产。股市中有利非周期性行业包括公共事业、医药及基本消费品等，并且不利高贝塔值行业例如金融、房地产和非必需消费品。

撇开疫情数据，过去3次石油危机时各资产表现其实大同小异，抽取反应最大的第1次危机时各资产走势作分析。

第1次石油危机时各资产表现 (%)



数据来源: 彭博, 东亚中国财富管理, 数据截至 2023 年 5 月 31 日

不难理解股市是最直接承压的资产，走势持续低迷，不论美股或是非美股市，最大跌幅近 43%，全期分别下跌近 19% 及 27%。加息压抑高通胀，债券收益率持续上升，以百分比计最高上升 26%，全期都有近 15%，暗示债市普遍表现欠佳。美元表现较好，全期最高上升 6%。黄金价格更是井喷式爆发，最高升近 1.2 倍，全期则上升近 66%。总括而言，各资产表现十分吻合传统投资概念。

如单纯抽取滞胀当季的资产表现，同样剔除 2022 年疫后极端数据，结果显示当滞胀出现后按季股市反而明显反弹，债息和美元没有明显变化，黄金表现一枝独秀。结果表列如下：

季度	资产变化 (%)						
	标普 500	MSCI 世界 (除美国)	美国国债收益率			贸易加权美元指数	黄金现价
			2 年期	10 年期	10 减 2 年期差距		
31/12/1974	7.9	0.8	0.0	-0.5	不适用	-1.9	21.1
31/03/1975	21.6	28.3	0.0	0.6	不适用	-3.0	-3.1
30/09/1980	9.8	6.1	3.2	1.8	-1.4	0.0	2.0
31/03/1991	13.6	6.8	-0.2	0.0	0.2	3.6	-7.1
30/06/2022	-16.4	-15.5	0.6	0.7	0.5	不适用	-6.7
平均	7.3	5.3	0.7	0.5	-0.2	-0.3	1.3
标准偏差	14.3	15.7	1.4	0.9	1.0	2.9	11.7
最大值	21.6	28.3	3.2	1.8	0.5	3.6	21.1
最小值	-16.4	-15.5	-0.2	-0.5	-1.4	-3.0	-7.1
剔除 2022 年疫情时数据							
平均	13.2	10.5	0.7	0.5	-0.6	-0.3	3.2
标准偏差	6.1	12.1	1.6	1.0	1.1	2.9	12.5
最大值	21.6	28.3	3.2	1.8	0.2	3.6	21.1
最小值	7.9	0.8	-0.2	-0.5	-1.4	-3.0	-7.1

数据来源: 彭博, 东亚中国财富管理, 数据截至 2024 年 6 月 5 日

至于短线部署方面，焦点落在美国总统大选。早在今年首季已分析近 10 届总统选举年间，美股完胜其他地区股指。加上美股手执人工智能热潮的牛耳，因此美股仍是今年首选。更精准地分析美国总统大举年内第 3 季或投票日前各资产表现，结果如下：

选举年的 第 3 季	按季表现 (%)							
	标普 500	MSCI 世界 (除美国)	美国国债收益率			贸易加权 美元指数	黄金现价	纽约期油
			2 年期	10 年期	10 减 2 年 期差距			
1984	8.4	0.4	-1.1	-1.4	-0.3	5.9	-7.9	-0.3
1988	-0.6	0.0	0.4	0.1	-0.4	4.5	-8.9	-11.8
1992	2.4	0.5	-1.0	-0.8	0.3	-2.4	1.9	0.5
1996	2.5	-0.3	0.0	0.0	0.0	-0.3	-0.5	16.5
2000	-1.2	-7.9	-0.4	-0.2	0.2	4.1	-5.3	-5.1
2004	-2.3	-0.3	-0.1	-0.5	-0.4	-1.5	6.1	34.0
2008	-8.9	-21.1	-0.7	-0.1	0.5	5.9	-5.9	-28.1
2012	5.8	6.5	-0.1	0.0	0.1	-3.2	10.9	8.5
2016	3.3	5.7	0.2	0.1	-0.1	0.6	-0.5	-0.2
2020	8.5	4.3	0.0	0.0	0.0	不适用	5.9	2.4
平均	1.8	-1.2	-0.3	-0.3	0.0	1.5	-0.4	1.6
标准偏差	5.3	8.1	0.5	0.5	0.3	3.6	6.6	16.5
最大值	8.5	6.5	0.4	0.1	0.5	5.9	10.9	34.0
最小值	-8.9	-21.1	-1.1	-1.4	-0.4	-3.2	-8.9	-28.1
负值次数	4	4	6	5	4	4	6	5

数据来源：彭博，东亚中国财富管理，数据截至 2024 年 6 月 5 日

不论美股还是非美股市，季度整体表现向好，2008 年量宽时代后股市更全线上，但需注意上升几率和波幅同样偏高。国债收益率下降概率偏高，10 年内有 5 或 6 年都有减息，暗示有利债市走势。虽然平均降幅相同，但 10 较 2 年期的最大值较高，假设未来一旦启动减息，投资者应有序提升债券存续期以赚取更高回报。美元变动不大，但黄金及石油价格大机率下跌（5 至 6 成），虽然平均回报徘徊 2%，但最大及最小差距近 2 成至 6 成，暗示财政金融政策及国际局势变化明显左右商品市场走势，投资者要注意风险管理。

进入大选前最后冲刺阶段，数据显示，投票日前全球投资市场仍会向好，投资者可适量提高投资风险，但注意波动率同样偏高，故须灵活调配资产，切勿守株待兔，严控风险为上策。美国有线电视新闻网（CNN）及美国广播公司（ABC）确定拜登和特朗普将参加分别于 6 月 27 日及 9 月 10 日举行的电视辩论。而美国总统辩论委员会（Commission on Presidential Debates）分别于 9 月 16 日在德克萨斯州、10 月 1 日在弗吉尼亚州，以及 10 月 9 日在犹他州举办共 3 场总统辩论。投票日将于 11 月 5 日举行，投资者需密切关注。

第二部分

宏观经济篇

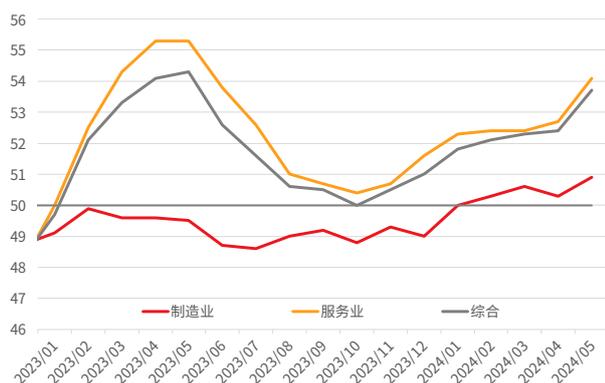


全球经济展望

■ 全球经济复苏形势好转，紧缩周期接近尾声

环球不同地区增长动力有所增强。自 2024 年以来，环球经济的韧性超出预期，一方面服务业活动延续疫后需求释出所带动的强劲增长势头，另一方面制造业活动在商品贸易回升下恢复扩张，更多地区呈现增长动力增强的良好态势。同时，尽管主要央行长期维持利率于较高水平，各地劳动力市场保持大致稳定，为私人消费提供有力支撑。随着全球经济整体复苏格局渐趋平衡，国际货币基金组织于今年 4 月上调了今年全球经济增长预测至 3.2%，与 2023 年持平，并较年初的预测上调 0.1 个百分点。

全球采购经理人指数



数据来源：彭博，东亚中国财富管理，数据截至 2024 年 6 月 18 日

通胀总体回落，但物价潜在压力依旧高企。虽然今年上半年环球通胀总体回落，但其走势时有波动，并持续高于政策目标。高利率制约需求、供应链活动大致正常运作、劳动力供应增加及大宗商品价格稳定均是引导通胀回落的主要因素。然而，此前一段时间工资保持较快增长，其对最终物价的传导将继续体现，并成为推高物价的潜在压力。再者，欧洲和中东地区军事行动未见降温，国际航运费用在今年第 2 季再次上升，为通胀下一步走势带来不确定性。

环球更多央行相继展开减息。今年第 2 季，欧洲、加拿大、瑞典和丹麦央行等展开减息，预料英国央行也会在今年第 3 季前后减息，美联储则预料在今年第 3 季末或第 4 季启动减息，亚洲央行将随之有较大减息空间，料环球经济将进入利率正常化的新阶段。日本情况较为特殊，日本央行自今年 3 月结束负利率政策后，未来或会进一步退出宽松货币政策。若未来通胀回落进展良好，欧美主要央行有望逐步开启降息周期，料可刺激私人消费信心和企业投资意愿，为环球经济带来进一步提振。

展望 2024 年下半年，环球经济有望稳中求进。在各主要经济体中，预计美国经济可在强韧的劳动力市场和稳健的私人消费带动下保持稳定的增速；欧洲复苏步伐将逐步巩固；随着政策支持力度增强，中国经济的增长动力将稳步加强，并惠及中国香港以及亚洲经济的复苏进程。风险方面，地缘政治紧张局势、世界多地进行大选及保护主义升温等影响值得继续关注。

美国经济展望

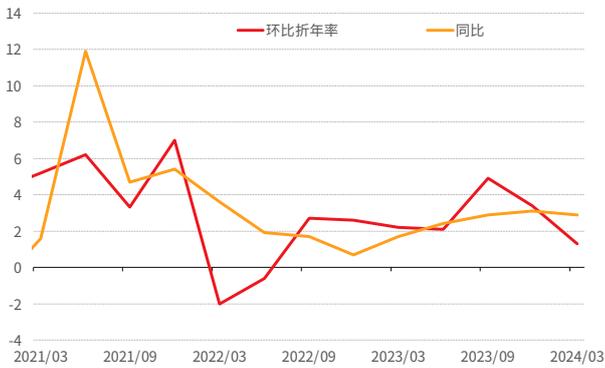
经济大致实现软着陆，
减息预期略微推迟



美国经济增长略有放缓。继 2023 年下半年加速增长后，美国经济于 2024 年起逐步放缓，第 1 季增长放缓与净出口和库存变动有关，但私人需求仍大致保持稳固。近期，美国劳动力市场正从过热走向供求平衡；高储蓄率及早前政策宽松的效果也逐渐过去，加上高通胀所带来的生活成本压力，料私人消费将略微放缓。另外，高息环境也继续对房地产市场活动带来影响。整体而言，美国经济仅温和放缓，家庭和企业财政状况良好，增长动力有望进一步延续，为软着陆提供基础。

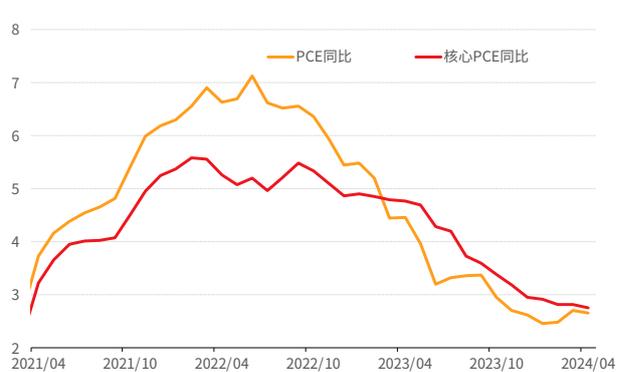
心通胀再度升温，直至第 2 季才恢复温和和放缓。从通胀组成部分来看，服务价格（包括：住房、医疗、交通及金融等）仍具黏性，能源价格的基数效应亦逐渐消退，显示通胀前景仍不明朗。现时，劳动力市场显示工资压力正在缓和，但其传导至最终物价的效应普遍有所滞后。综合各方因素，预期美国通胀尚有进一步回落空间，但是地缘政治紧张局势、企业成本走势、工资增长、消费需求状况等均可能阻碍其有序回落的进程，返回政策 2% 的目标仍需时日。

美国实际 GDP 增长率 (%)



数据来源: 彭博, 东亚中国财富管理, 数据截至 2024 年 6 月 18 日

美国 PCE 与核心 PCE 同比走势 (%)



数据来源: 彭博, 东亚中国财富管理, 数据截至 2024 年 6 月 18 日

通胀走势反复，返回政策目标的最后一公里需时较长。2023 年美国通胀降温曾取得良好的进展，但 2024 年上半年美国通胀呈先高后低走势，第 1 季持续高于预期，一度引发市场担

美联储料将于第 3 季末或第 4 季开始减息。其在 6 月议息会议上维持利率不变，并上调了 2024 年个人消费开支物价核心指数的预测中位数 0.2 个百分点至 2.8%，显示委员们认为通

胀放缓速度较预期慢。同时，点阵图预测显示今年将减息1次，较3月预测减少2次，反映委员们普遍希望观察更多经济和通胀数据，才更有信心启动减息。不过，在点阵图分布中，共有4位委员认为今年利率维持不变、7位预期减息1次、其余8位预期减息2次。若未来通胀数据符合预期，美联储仍有机会减息多于1次，并于今年第3季末或第4季开始温和减息。

2024年经济料大致实现软着陆。随着利率长期处于较高水平，货币政策紧缩效果已逐步浮现，但对比以往加息周期，本次高利率环境对美国经济影响较预期为少。展望下半年，私人消费仍是美国经济的重要支撑，预测今年全年经济增长将从2023年2.5%轻微回落至约2.1%，大致实现软着陆。然而，美国总统大选、地缘政治风险、通胀反复、联邦政府财政，以至商业房地产及中小型地方银行状况等引发的忧虑，或都将对下半年经济走势构成影响。|

欧洲经济展望

欧洲经济增长动力逐渐增强



欧洲经济逐步重拾增长动力。在出口增长和通胀降温的带动下，欧元区经济走出停滞不前的局面。在 2023 年第 3 季和第 4 季欧元区经济均录得收缩，但在 2024 年第 1 季，该区域经济整体恢复环比增长。同时，欧元区复苏范围逐步扩大。按季度计，区域内最大经济体德国在今年第 1 季重回增长区间，表现超出预期；西班牙经济则保持强劲增长势头，法国和意大利经济增长加快。英国方面，在服务业复苏强劲的推动下，今年第 1 季经济增长理想。值得一提的是，近期欧元区及英国综合采购经理指数均企稳于扩张区间，反映企业信心持续增强，预料欧洲经济复苏势头有望更为稳固。

年第 2 季回落至 3% 左右。然而，前期工资增长高企将会对欧元区和英国的服务价格构成压力，拖慢通胀返回政策目标的步伐，并为未来通胀降温进程带来不确定性，预计欧洲通胀仍需要一段时间才能返回央行政策目标水平。

欧洲央行展开减息，英国央行减息步伐稍微滞后。今年 6 月，欧洲央行下调其政策利率 25 个基点，为历时接近两年的加息周期划上句号。然而，欧洲央行强调减息主要考虑货币政策环境具有足够紧缩性，但是通胀前景仍有较大不确定性，其货币政策走向将以数据为依据，下一步减息行动要视通胀降温的情况。至于英国，由于服务价格持续高企，且通胀及经济表现均超出预期，英国央行需要更多数据以确认通胀正进一步降温，才会跟随欧洲央行启动减息周期。

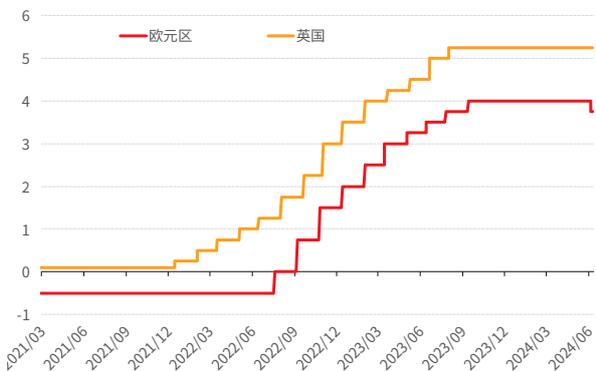
欧元区及英国经济季度环比增长 (%)



数据来源: 彭博, 东亚中国财富管理, 数据截至 2024 年 6 月 18 日

欧洲通胀温和放缓。随着货币紧缩政策持续、能源价格保持平稳运行，加上去年高基数的影响，欧元区和英国通胀于今

欧元区及英国政策利率 (%)



数据来源: 彭博, 东亚中国财富管理, 数据截至 2024 年 6 月 18 日

展望未来，预计欧洲及英国经济动力有望逐步改善，特别是通胀回落和工资上升将有助提升家庭实际收入并稳定私人消费表现，而减息预期逐渐形成亦会对投资、房地产市场和企业信心带来更大的支持，法国和英国大选短期料不致于影响

经济复苏的进程。对比其他主要经济体，欧洲则面对较大的地缘政治风险，特别是区域内冲突和中东地区的军事行动一旦升级，欧洲供应链或会出现受阻、延迟或面临成本大幅上升的冲击。|

亚洲经济展望

出口延续升势，
带动亚洲经济稳健复苏

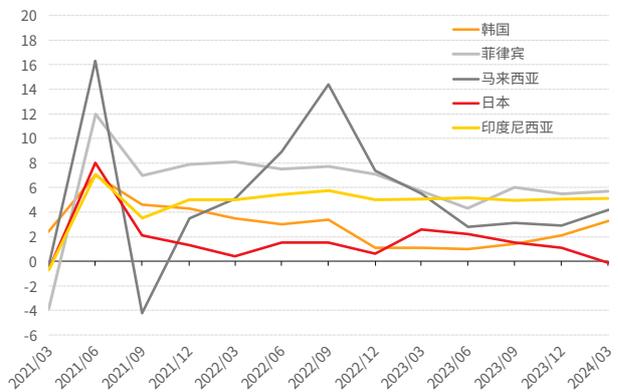


随着环球私人消费平稳增长，加上人工智能产业链快速扩张，环球商品需求保持回升势头，带动 2024 年以来亚洲多个主要出口和制造业基地的经济体实现稳健增长。与此同时，区域内旅游活动更趋活跃，而且美元强势令不少亚洲货币汇率转弱，进一步提升亚洲旅游热点的竞争力，为亚洲服务出口的复苏势头注入动力。

半导体出口强劲，亚洲发达经济体普遍受惠。今年第 1 季韩国和中国台湾的经济录得平稳增长，日本经济则在实际工资下跌和年初大地震及车生产短暂中断等影响而出现收缩。进入下半年，亚洲发达经济体出口表现有望保持稳定。另外，劳动力市场健康将有助支持私人消费稳步复苏，如日本于今年春季劳资谈判决定大幅上调平均工资 5.28%，远高于通胀和前 1 年的 3.58% 增幅，料可引领日本经济恢复增长。

内部需求稳固，支持亚洲新兴经济体增长。今年第 1 季东盟经济体保持大致平稳增长，一方面区内消费市场潜力广阔，中产阶级的崛起继续促进内需扩张。另一方面旅游业进一步复苏，带动不少服务业活动延续平稳增长。

亚洲经济体 GDP 同比增速 (%)



数据来源: 彭博, 东亚中国财富管理, 数据截至 2024 年 6 月 18 日

亚洲通胀压力可控，然而食物及能源价格可能对部分经济体带来波动。日本、韩国及中国台湾等发达经济体的消费物价通胀持续放缓至 3% 以下。不过，部分东盟经济体如越南、印度尼西亚、菲律宾的通胀走势较为反复，主要受到食物及电力价格上升所推动，但其核心消费物价通胀仍保持稳定。

货币政策方面，除印度尼西亚和日本央行外，今年第 2 季亚洲央行普遍维持政策利率不变。鉴于美元持续走强，4 月印

印度尼西亚央行宣布上调政策利率 25 个基点至 6.25%，以稳定印尼盾汇价。另外，日本央行在结束负利率政策后，其货币政策会议继续维持政策利率不变，并表示将缩减购买日本国债规模。日本央行预料经济将逐步复苏、通胀预期温和上升，未来会进一步退出宽松货币政策。整体而言，在美联储启动减息前，以及亚洲央行对调整货币政策将维持审慎态度，以稳定息差、汇率及资金流向。

展望 2024 年下半年，全球经济保持增长将进一步推动亚洲制造业和出口活动，稳定区域内劳动力市场及改善民众收入预期，并对私人消费带来扎实的支持。然而，地缘政治局势持续紧张或会影响区域内供应链合作、航运、大宗商品价格及营商信心等，成为亚洲经济前景的不确定性因素。|

亚洲经济体的政策利率 (%)



数据来源: 彭博, 东亚中国财富管理, 数据截至 2024 年 6 月 18 日

中国经济展望

宏观政策力度加大，
有利中国实现经济增长目标



2024 年第 1 季中国经济开局良好。受惠于外需好转提振出口表现，加上消费、工业和投资持续扩张，中国经济从 2023 年第 4 季同比实际增长 5.2% 加快至今年第 1 季 5.3%，反映中国经济复苏持续向好。

可稳步扩大。此外，随着大规模设备更新政策持续推进，数字化、绿色化改造及安全水平提升等，将带动先进和绿色设备投资需求增加，令制造业投资保持较快增速。未来各项政策效应将陆续释放，为消费及投资注入更大的动力。

中国 GDP 增速 (%)



数据来源: 彭博, 东亚中国财富管理, 数据截至 2024 年 6 月 18 日

中国国民经济数据走势 (%)



数据来源: 彭博, 东亚中国财富管理, 数据截至 2024 年 6 月 18 日

踏入第 2 季，经济延续回升向好趋势。工业生产表现领先零售销售及固定资产投资，其中高技术制造业进一步加快，4、5 月份达到两位数的同比增长，反映工业转型升级有序推进。社会消费品零售额保持平稳扩张，特别是节日期间消费和餐饮需求依然旺盛。再者，消费品以旧换新政策陆续出台，加上电商平台提前为“618 购物节”进行促销，带动电子产品和家电等升级类商品销售明显加快。固定资产投资温和增长，然而房地产开发投资持续收缩。基建投资保持平稳增长，未来在各地加快重要项目开工建设的推动下，相关投资规模料

房地产市场持续处于调整转型阶段。2024 年 1 至 5 月，房地产市场主要指标仍处于低位，包括：商品住宅销售额、房地产开发企业到位资金及住宅新开工面积等均录得两位数跌幅。年初以来，管理层加大房地产政策支持力度，积极统筹消化存量房产及优化增量住房、推进“保交楼”、稳定优质房地产开发商的资金链，并加快构建“市场 + 保障”房地产发展新模式，具体措施包括：设立保障性住房再贷款以加快推动存量商品房去库存、推出房地产项目融资白名单以“保交楼”，以及取消住房贷款利率下限、最低首付比例和放宽限购政策

等以释放有效需求。随着政策力度加大，房地产市场料将逐步回稳。

宏观政策力度增强，着力扩大内需及发展新质生产力。今年4月底中央政治局会议指出，要继续实施积极的财政政策及稳健的货币政策，巩固和增强经济回升向好态势。财政政策方面，财政部自5月中起启动发行超长期特别国债，以支持国家重大战略和重点领域安全能力建设，为推进中国式现代化、高质量发展和把握发展主动权提供资金。货币政策方面，

政治局会议提出要灵活运用利率、存款准备金率等政策工具，降低社会综合融资成本。另外，人民银行设立5,000亿元人民币的科技创新及技术改造再贷款，加大对科技型中小企业及重点领域技术改造的金融支持力度。整体而言，各项政策措施料将平衡短期稳增长及长期高质量发展的需要。在宏观政策发力的支持下，中国经济料将实现今年5%左右的政府工作目标。 |

中国香港经济展望

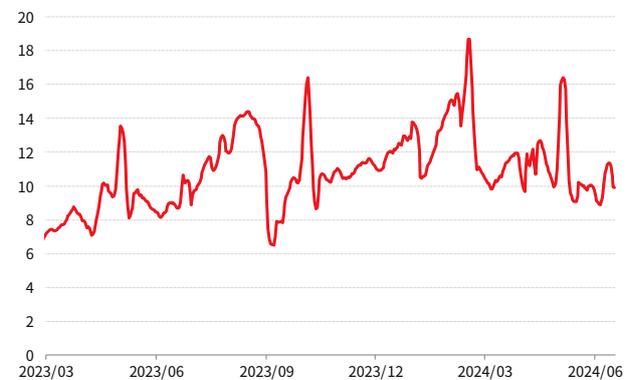
中国香港经济延续温和增长态势



中国香港经济步入疫后复常第 2 年。继 2023 年增长 3.3% 后，2024 年第 1 季香港经济同比增长 2.7%，增长动力由去年消费需求释放及旅游业复苏推动，转为今年受惠于商品贸易改善和旅游业持续扩张，但在高基数及利率高企下，私人消费和投资开支表现滞后。此外，香港居民出境旅游需求强劲，亦对部分本地零售和餐饮构成一定竞争。同时，政府开支有所下滑，反映疫后政府开支复常的态势。因此，在疫后复常第 2 年，香港经济动力趋于平稳，未来发展前景仍然广阔，特别是中央政府和特区政府积极加大稳经济政策的力度，料可支持香港经济维持温和增长态势。

商品贸易和服务输出成为 2024 年香港经济的重要支撑。随着外围需求回暖，加上低基数效应，香港商品贸易恢复增长势头。今年前 4 个月，香港整体商品出口同比增长 11.9%，进口则增长 6.9%，贸易逆差同比大幅收窄 36%。旅游业继续是另一重要增长动力。今年 1 月至 5 月访港旅客共约 1,800 万人次，达到 2018 年同期约七成水平。自今年 5 月起，个人游计划扩展至 59 个内地城市，且特区政府计划于下半年推出逾 100 项盛事活动。另外，香港航空运力预计于本年底全面复常，料可迎来更多长途旅客，进一步带动旅游业复苏。

香港旅客每日入境人次（7 天移动平均，万人次）

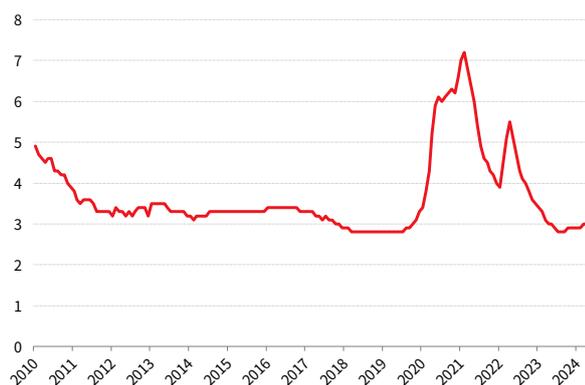


数据来源: 彭博, 东亚中国财富管理, 数据截至 2024 年 6 月 18 日

劳动力市场稳固，支持政策效果继续显现。受去年高基数、资本市场整固及香港居民出境外游需求增加影响，香港零售业表现相对低迷，2024 年前 4 个月零售销售货值同比下跌 4.7%。然而，劳动力市场表现稳固，失业率一直处于约 3% 左右的接近全民就业水平，就业收入维持扩张，今年第 1 季全职雇员每月就业收入中位数同比上升 5.4%。另一方面，中国积极加大政策落实及协调力度以稳定经济增长和信心，其正面溢出效应料将惠及香港。再者，中国推出一系列巩固和

提升香港金融市场措施，如跨境理财通的优化措施于今年2月底正式启动，内地个人投资者通过跨境理财通持有港澳投资产品总值大幅增加，显示市场反应热烈。今年4月，中国证监会推出推动香港资本市场发展和优化互联互通机制的新措施，为香港金融市场注入新动力。

香港失业率 (%)



数据来源:香港政府统计处,东亚中国财富管理,数据截至2024年6月18日

楼市气氛回稳、交投量显著回升。特区政府于2024年2月全面放宽需求管理及按揭贷款措施以来，香港住宅物业市场从低位企稳，今年4月官方私人住宅楼价指数连续两个月回升，并较去年底轻微下跌0.8%，其租金指数则较去年底微升0.5%。虽然开发商贴近市价推出多个新盘制约了整体房价表现，但住宅物业交投保持活跃，4月和5月住宅物业成交宗数分别达到8,551和5,546，高于过去5年每月平均4,678宗，显示置业需求释放。不过，利率高企仍使部分潜在买家维持观望态度。随着全球主要央行进入减息周期，香港住宅楼市有望于今年较后时间逐步复苏，全年表现将呈现前低后稳趋势。

香港住宅售价及租金指数 (2010年1月为基数100)



数据来源:差饷物业估价署,东亚中国财富管理,数据截至2024年6月18日

香港经济全年增长料可达成特区政府增长预测区间。展望下半年，全球经济改善将有利于外贸进一步改善，市场亦普遍预期主要央行将于今年下半年开始有序减息，香港货币环境有望渐趋宽松，若资本市场能逐步复苏的话，将有望利好市场气氛、创造正面财富效应、促进私人消费和投资信心恢复。总括而言，我们预期香港经济可实现特区政府全年2.5%至3.5%的增长预测区间。|

第三部分

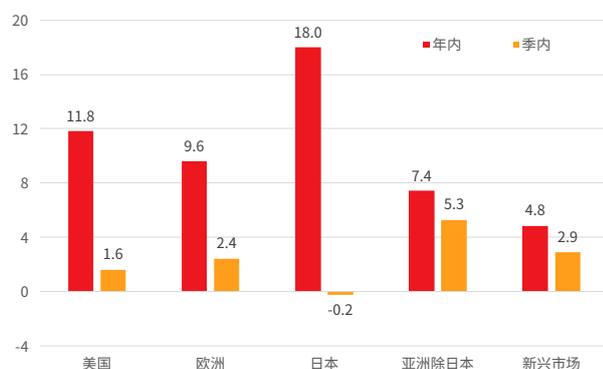
全球股市篇



市场回顾：资金流主导全球股市走向

上半年的投资策略核心是地缘政治局势不确定性越高，资金越会涌进发达市场或总市值较大的市场。除了地缘冲突，中美贸易摩擦及金融博弈使资金流出亚洲，尤其是 A 股与 H 股市场。截至今年 2 月 29 日，全球市场总市值第一名是美国，高达 52.6 万亿（美元，下同），第 2 位是中国近 11.5 万亿，但规模只是美国两成；第 3 名是约 6.5 万亿的日本。《财富》杂志发布的 2023 年全球 500 强企业当中，全球前 10 位中有 6 家企业在美国上市。

MSCI 国家及地区指数表现 (%)



数据来源：彭博，东亚中国财富管理，数据截至 2024 年 5 月 31 日

上半年各地股市的表现吻合上述提及的投资策略核心。参考 MSCI 各地区指数，年内表现最好依次是日本、美国及欧洲，亚洲及新兴市场明显落后。不过，单计上季各地区指数表现，日本股市由首位跌至末位，截至 6 月 6 日的第 2 季录得 -0.2% 的回报，年内及季内之表现落差高见 18.2 个百分点，显示年内大部分升幅皆集中在第一季度。

投资者对欧美股市的亢奋情绪亦有所降温，美股年内及季内表现差距超过 10 个百分点。我们之前曾经预测，当美国经济趋弱，便是欧美关系出现变化之时。加之技术分析预示调整临近，日本、美国及欧洲 3 地股市回调符合预期。反观亚洲除日本及新兴市场，年内表现虽较落后，但整体表现平稳，第 2 季的表现更胜各发达市场，尤其是 A 股与 H 股在季内一度升幅超过 10%，引领亚洲除日本股市地区。

参考美国投资公司协会提供在美注册长线基金及交易所买卖基金（ETF）的资金流走向，整体数据如下：

日期 (以周度计)	所有类别 (亿美元)	股票 (亿美元)		
	总计	总计	美国本土	全球
2024 年 5 月 1 日	-54	-55	-26	-29
2024 年 5 月 8 日	213	90	69	21
2024 年 5 月 15 日	128	66	63	2
2024 年 5 月 22 日	161	76	72	4
2024 年 5 月 29 日	-98	-80	-82	2
总额	351	97	97	0

数据来源：美国投资公司协会，东亚中国财富管理，数据截至 2024 年 6 月 3 日

所有类别（即包括债券基金等全部数据）与股票基金的资金流向同步。5 月首周及末周皆呈现流出，两周的股票基金净流出额分别占总流出额的 103% 及 81%，反映所有类别基金的资金流出量差不多由股票基金全部包办。中间 3 周则录得净流入，股票基金的占比却分别只有 42%、51% 及 47%，反映股票并非投资者的首选。集中分析股票基金，5 月总计仍录得净流入 97 亿，同期美国本土股票的基金净流入都是 97 亿，同时非美股市的资金波动偏低，反映美国依然是全球股市的焦点。

另一研究机构 EPFR (Emerging Portfolio Fund Research) 在 6 月 6 日公布的数据显示，投资者普遍采取观望立场，股票、债券和货币市场基金的净流入量（以资产管理规模百分比计算）分别为 0.01%、0.07% 和 0.08%。进入 6 月，投资者再从日本股票基金撤资，是自 3 月初以来的第 12 次资金外流，资金转为流入中国股票基金。欧洲股票基金则遭遇 6 周以来最大的流出。按揭抵押债券基金录得连续 22 周流入，银行贷款基金则录得年内第 18 次净流入。股票指数表现及整体资金流走势与上季预测相若。|

美股前瞻：指数料拾级而上

请注意以下将分成两个情景进行分析。第一个是基本情景，预期美国经济未来将会走弱，不排除面临衰退，并预期在投票日前拜登民望进一步下跌，迫使美联储下半年启动首次降息。第二个是极端情景，触发点是“以哈冲突”趋向地区性及美国经济步向滞胀边缘。

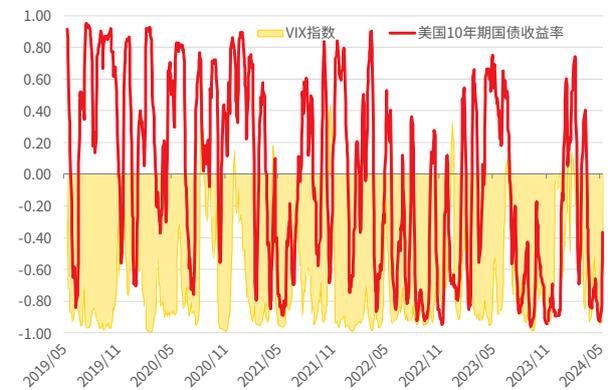
首次降息对指标及指数的延伸影响

我们在前文中已分析美国总统大选年间，美股第 3 季的表现普遍向好，差异只是涨幅多少。我们也预期美国经济趋弱时，美联储将于下半年在高通胀下启动首次降息，我们认为利率拐点更多将取决于国内生产总值（GDP）而非消费物价指数（CPI）的表现。

利率改变将牵动 VIX 指数及美国国债收益率。市场普遍认为收益率上升将不利美股，而 VIX 指数与美股走势理应背离。作为美股两大风向标，数据上能否支持以上论述？

市场多以“相关系数”（correlation）表达两项数据走势的相关性。截至 5 月 31 日，分析过去 5 年每天标普 500 指数与 VIX 指数的相关系数，结果显示负值占比高见 95.7%，暗示超过 9 成时间两者呈相反走势，佐证“VIX 主导美股走势”的论述。值得注意的是，VIX 指数在 5 月 31 日高见 14.47 后走势反复，虽然未重返 4 月 15 日时约 19.23 的较高水平，但走高之势暗示美股或有另一波的调整。

两项指数与标普 500 指数的相关系数



数据来源：彭博，东亚中国财富管理，数据截至 2024 年 5 月 31 日

同样分析套用在美国 10 年期国债收益率，结果却截然不同。两者的负值占比只有 48.8%，暗示将近一半时间美股与收益率间出现相反走势，反映“债息主导美股走势”的论述并不尽然。不过，其中呈现了另一项启示，相关系数出现负值同时收益率上升及下跌的天数分别各占约 24%，意味每当收益率出现变化，足以抑制标普 500 指数走势。换句话说，收益率愈波动（不一定是升或跌），美股压力愈大。但注意此结论只有 5 成机率，可靠性一般。

最后，同样的分析套用在标普科技行业指数，结果大同小异。与 VIX 指数及收益率之相关系数出现负值的占比分别是 93.2% 及 55.6%，整体上 VIX 指数更可靠。其次与收益率的相关系数出现负值，同时收益率上升及下跌天数各占约 27%，合共近 55%，故只要收益率出现变化，都足以压抑科技行业指数表现。同样其机率只稍高于一半，论述成效存疑。

注意相关系数只是显示两者走势的客观关系，并非因果关系。

降息延伸的另一个论述是降息会较有利中小企业及公用股。参考自 1992 年行业数据初始之际，并以连续 4 季加息定义为“加息周期”的准则，再抽出之后首次降息当季起，连续 4 季各指数的表现。结果如下：

日期 (季度计)	%		指数变化 (%)			
	联邦利率	变化	罗素 2000	标普 500	标普 500 科技	标普 500 公用
1995 年 9 月 29 日	5.75	-0.25	9.5	7.3	5.2	4.3
1995 年 12 月 29 日	5.5	-0.25	1.8	5.4	-5.8	7.1
1996 年 3 月 29 日	5.25	-0.25	4.7	4.8	5.2	-3.2
1996 年 6 月 28 日	5.25	0.00	4.6	3.9	9.5	3.5
2001 年 3 月 30 日	5	-1.50	-6.8	-12.1	-25.9	-7.6
2001 年 6 月 29 日	3.75	-1.25	13.9	5.5	12.3	-6.3
2001 年 9 月 28 日	3	-0.75	-21.1	-15.0	-34.0	-18.6
2001 年 12 月 31 日	1.75	-1.25	20.6	10.3	34.7	-4.1
2007 年 9 月 28 日	4.75	-0.50	-3.4	1.6	6.1	1.2
2007 年 12 月 31 日	4.25	-0.50	-4.9	-3.8	-0.1	6.8
2008 年 3 月 31 日	2.25	-2.00	-10.2	-9.9	-15.4	-10.7
2008 年 6 月 30 日	2	-0.25	0.2	-3.2	2.3	7.1
2019 年 9 月 30 日	2	-0.50	-2.8	1.2	3.0	8.4
2019 年 12 月 31 日	1.75	-0.25	9.5	8.5	14.0	0.0
2020 年 3 月 31 日	0.25	-1.50	-30.9	-20.0	-12.2	-14.2
2020 年 6 月 30 日	0.25	0.00	25.0	20.0	30.1	1.8
平均回报			0.6	0.3	1.8	-1.5
标准偏差			14.3	10.4	18.0	8.2
最大回报			25.0	20.0	34.7	8.4
最小回报			-30.9	-20.0	-34.0	-18.6
正数比率			56.3	62.5	62.5	50.0

数据来源:彭博, 东亚中国财富管理, 数据截至 2024 年 6 月 8 日

符合上述条件的季度分别出现在 1995、2001、2007 及 2019 年, 结果显示罗素 2000 的平均回报及最大回报皆高于标普 500 指数, 中小型股表现在减息时较有优势的结论成立。不过, 从标准偏差及最小回报方面来看, 皆显示其风险相对较高, 尤其是最大与最小回报差距高达 55.9 个百分点, 反映投资者只求回报而忽视风险的代价可能非常昂贵。

同样分析用在增长型的科技行业指数及价值型的公用行业指数, 结果显示科技股在平均回报及最大回报有着明显优势, 但公用股的波动性则明显偏低。公用股的标准偏差及极端回报差距分别报 8.2 及 27 个百分点, 反观科技股分别报 18 及 68.7 个百分点, 结果存在巨大差异。

■ 基本情景下美股的行业选择

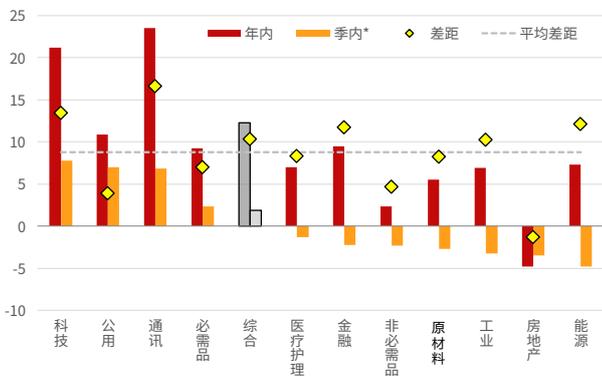
世界著名投资者比尔·格罗斯 (Bill Gross) 在 4 月接受媒体访问时表示, 随着美国 GDP 数据趋弱及美国国债收利率飙升, 建议投资者坚持价值型股票, 避免投资于科技股。科技股升势逆转、预测经济走弱及看重价值型股票的观点上, 与上季本章节的分析不谋而合。

参考上季表现优异的行业指数, 与上季本章节内的建议名单中大致相同。

上季强调科技股并非一股不留, 但更应分散于价值且防守型股份。参考标普 11 项行业分类指数的上季表现, 优于综合指

数的4大行业中，科技股当然名列前茅，而紧随其后的是公用、通讯及必需品股票。值得一提的是，公用及通讯股与科技股的表现只差0.7及0.8个百分点，反映科技股并非投资者唯一选择。另外，上季建议行业名单中的医疗护理行业，其表现紧次于综合指数表现，排名第5。简单而言，上季建议的行业名单表现占据前5位，预测成绩斐然。再观察年内与季内表现差距，公用、必需品及医疗护理行业皆低过所有行业的平均差距，反映这3大行业的稳定性更胜一筹，在经济环境波动时更显重要。

标普 500 指数及其行业指数表现 (%)



数据来源: 彭博, 东亚中国财富管理, 数据截至 2024 年 6 月 6 日

注:* 季内指由 4 月 1 日至 6 月 6 日期间

本季又应如何作行业部署? 我们认为在基本情景下维持上季策略不变, 即科技股配搭价值且具备防御性股票。

人工智能 (AI) 热潮席卷全球, 资金源源不绝地涌入占领行业金字塔顶端的 7 家科技公司, 市场称之为“美股七雄” (The Magnificent 7, M7)。截至 2 月 29 日, 美国总市值合计近 52.6 万亿 (美元, 下同) 成为全球市值之冠, 单计 M7 的市值已高达 13.1 万亿, 占美股总值近四分之一, 市值计仅次于美股总市值并跑赢全球其他市场。该 7 只股票的表现主导整体美股, 甚至影响全球资金流动, 市宽之狭窄及风险集中度之高前所未有。

然而树大招风, 欧洲议会有意立法规范 AI 发展, 包括禁止 AI 企业藉漏洞操纵或剥削用户, 保障消费者的投诉权利等。美国司法部和联邦贸易委员会也将对 AI 及其相关芯片生产商在行业的主导地位展开反垄断调查。

面对种种不利因素, 为何仍要投资科技股? 主要还是因为盈利。迄今 AI 及相关的半导体技术, 由硬件制造到软件研发, 只由少数企业掌控。加上全球需求殷切, 订单应接不暇预示了未来可观的盈利增长。只要技术上的“护城河”一日未被攻克, 资金在别无他选之下唯有继续高追, 其中尤以上游企业能受惠。

参考标普 500 行业分类指数未来 3 季的盈利预测, 科技股仍然亮丽, 平均值约 16%。盈利支持下即使即使政府出台一定政策规范, 科技股的表现依然将维持稳定。另外, 值得注意的是, 除科技股外, 在盈利预测中优于综合指数的行业还有医疗护理、原材料及通讯股。在此重申本季的核心策略, 价值且防御型股票依然值得配置。顺带一提, 所有盈利预测数据中只有两个出现负值, 换句话说, 未来各行业出现盈利增长的机率高近 94%, 侧面支持“美股第 3 季整体表现向好”的预测。所有数据表列如下:

行业指数	盈利增长预测 (%)			
	今年第 3 季	今年第 4 季	明年第 1 季	平均
医疗护理	17.4	23.8	42.4	27.9
原材料	8.8	22.4	20.4	17.2
科技	14.9	15.8	17.7	16.1
通讯	12.1	17.4	8.6	12.7
综合	8.2	12.7	14.0	11.7
工业	8.9	5.4	17.2	10.5
非必需品	3.8	14.2	10.6	9.5
公用	9.9	7.9	3.4	7.1
能源	-0.9	1.4	17.7	6.1
房地产	4.6	9.1	3.9	5.9
必需品	5.0	5.4	4.5	5.0
金融	-0.2	8.7	3.4	4.0

数据来源: 彭博, 东亚中国财富管理, 数据截至 2024 年 6 月 8 日



基本情景假设美国经济在下半年持续走弱，迫使美联储启动首次减息。沿用上文的分析套路，参考自 1992 年行业数据初始之际，以连续 4 季加息作为“加息周期”的准则，再抽出之后首次减息的季度表现，反映高利率结束后各行业当季表现作分析。结果如下：

首次减息季度	当时利率 (%)	减息幅度 (%)	标普 500 行业分类指数表现 (%)										
			科技	公用	能源	医疗护理	非必需品	必需品	工业	金融	通讯	房地产	原材料
1995 年 9 月 29 日	5.75	-0.25	5.2	4.3	1.2	13.2	2.2	6.8	5.8	14.9	16.8	N/A	2.4
2001 年 3 月 30 日	5.00	-1.50	-25.9	-7.6	-6.7	-15.0	-0.2	-10.2	-10.8	-10.0	-1.2	N/A	-6.2
2007 年 9 月 28 日	4.75	-0.50	6.1	1.2	9.4	0.6	-6.5	4.2	5.4	-4.9	1.4	2.3	4.4
2019 年 9 月 30 日	2.00	-0.50	3.0	8.4	-7.2	-2.7	0.2	5.4	0.5	1.4	1.8	6.9	-0.7
平均回报			-2.9	1.6	-0.8	-1.0	-1.1	1.5	0.2	0.4	4.7	4.6	0.0
标准偏差			15.4	6.8	7.8	11.6	3.8	7.9	7.7	10.8	8.2	3.3	4.6
比例			-0.2	0.2	-0.1	-0.1	-0.3	0.2	0.0	0.0	0.6	1.4	0.0
最大回报			6.1	8.4	9.4	13.2	2.2	6.8	5.8	14.9	16.8	6.9	4.4
最小回报			-25.9	-7.6	-7.2	-15.0	-6.5	-10.2	-10.8	-10.0	-1.2	2.3	-6.2
比例 (绝对值)			0.2	1.1	1.3	0.9	0.3	0.7	0.5	1.5	14.3	3.1	0.7
按年排名前 3 位次数			1	1	1	1	1	1	1	1	2	1	1
按年排名末 3 位次数			1	0	2	3	2	0	1	1	0	0	2
排名差距			0	1	-1	-2	-1	1	0	0	2	1	-1
正值回报次数			3	3	2	2	2	3	3	2	3	2	2
结果			1	3	0	0	0	2	1	1	4	3	1

数据来源: 彭博, 东亚中国财富管理, 数据截至 2024 年 6 月 8 日

上述分析中设立了 4 大指标，包括平均回报与标准偏差比例（愈高愈好）、最大及最小回报比例（愈高愈好）、排名次数差距（愈高愈好）及正值回报次数（愈多愈好），最后在各指标中排名前 3 位者给予 1 分。最终得出综合得分前 3 高的行业分别是通讯、公用及房地产。

过去 10 届美国总统大选年间，美股在第 3 季的表现完胜其他资产，因此本季维持增持美股的策略。用同一方式分析行业，由于只有自 1992 年以来的行业数据，故共有 8 届数据。整体表现数据如下：

选举年的第 3 季	标普 500 行业分类指数表现 (%)										
	科技	公用	能源	医疗护理	非必需品	必需品	工业	金融	通讯	房地产	原材料
1992	-3.9	4.8	6.2	-3.3	1.8	2.0	8.0	6.5	N/A	1.2	-4.1
1996	9.3	-4.8	0.9	6.4	4.0	-1.7	1.6	-10.4	N/A	7.5	4.4
2000	-14.0	31.9	8.0	-0.5	8.5	-5.3	1.7	-11.2	N/A	23.3	-8.3
2004	-10.0	5.7	10.4	-5.7	-0.5	-1.4	-6.1	5.5	4.6	-0.2	3.0
2008	-12.1	-18.7	-24.9	0.0	-9.1	-1.0	4.1	-15.7	0.9	-0.1	-22.9
2012	7.0	-1.5	9.5	5.6	3.0	7.1	3.1	6.8	0.4	6.4	4.5
2016	12.4	-6.7	1.6	0.5	3.6	2.5	-3.3	-6.6	-2.9	4.0	3.2
2020	11.7	5.2	-20.9	5.4	12.0	14.9	9.6	8.7	1.2	3.8	12.7
平均回报	0.1	2.0	-1.2	1.0	2.9	2.1	2.3	-2.0	0.8	5.8	-1.0
标准偏差	11.2	14.6	13.9	4.4	6.2	6.3	5.2	9.9	2.6	7.6	10.9
比例	0.0	0.1	-0.1	0.2	0.5	0.3	0.4	-0.2	0.3	0.8	-0.1
最大回报	12.4	31.9	10.4	6.4	12.0	14.9	9.6	8.7	4.6	23.3	12.7
最小回报	-14.0	-18.7	-24.9	-5.7	-9.1	-5.3	-6.1	-15.7	-2.9	-0.2	-22.9
比例 (绝对值)	0.9	1.7	0.4	1.1	1.3	2.8	1.6	0.6	1.6	96.3	0.6
按年排名首 3 位次数	3	2	3	2	3	2	2	2	1	3	1
按年排名尾 3 位次数	3	4	2	2	1	1	2	3	2	1	3
排名差距	0	-2	1	0	2	1	0	-1	-1	2	-2
正值回报次数	4	4	6	4	6	4	6	4	4	6	5
结果	0	1	2	0	3	2	2	0	0	4	0

数据来源: 彭博, 东亚中国财富管理, 数据截至 2024 年 6 月 8 日

沿用上述 4 大分析指标，最终得分最高前 5 位的行业，分别是金融，工业，以及同得 2 分的能源、非必需品和必需品。综合上述不同分析，列出表现优异的行业指数，表列如下：

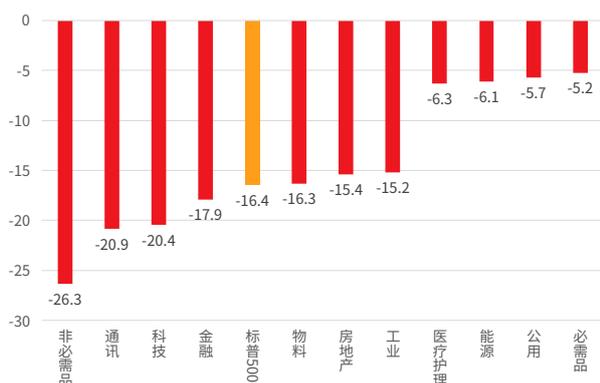
分析范围	优异表现行业				
盈利增长预测	医疗护理	原材料	科技	通讯	--
首次减息	通讯	公用	房地产	--	--
大选年	金融	工业	能源	非必需品	必需品

综合结果非常有趣，全数 11 个行业分类皆出现在上表当中，但只有通讯行业出现多于 1 次，预期在基本情景下，各行业表现仅录得轻微差异。迭加宏观分析，重申维持上季策略不变：科技股配搭价值且防御性股票。

■ 极端场景：滞胀风险升温

过去 50 年美国只出现过 5 次滞胀，而大多与中东战事及能源危机有关，分别出现在 1974、1975、1980 及 1991 年。其中只有 1 次与战事或能源危机无关，便是 2022 年第 2 季疫情大流行后出现短期滞胀，详情不在此赘述。由于标普 500 行业分类指数始于 1992 年，历史上唯有参考 2022 年当季数据。

2022 年美国滞胀时当季标普 500 及其行业指数表现 (%)



数据来源：彭博，东亚中国财富管理，数据截至 2024 年 6 月 8 日

标普 500 指数在该季急挫 16.4%，跌幅较综合指数更大的行业依次序分别是非必需品、通讯、科技及金融。除通讯行业外，其余皆为周期或高贝塔值行业。跌幅只有个位数依次分别是必需品、公用、能源及医疗护理。除能源外，其余皆为非周期或低贝塔值行业。滞胀期间行业间表现壁垒分明，反映滞胀期间的投资策略无须花巧。历史上滞胀出现时，全球避险情绪高涨，各地股市表现不济，美股亦不能独善其身。需要留意的是，美国在 7 月下旬将公布上季 GDP 数据，如果延续跌势，更要果断地加强防御性策略。

■ 预测本季标普 500 指数最高为 5,886 点

在基本情景下，综合未来盈利增长预测、大选年间及首次减息的分析，料美股升势将会持续。假设没有极端事件发生，参考 6 月 7 日标普 500 指数收市报 5,347 点，其时预测市盈率为 22.1 倍，以过去 3 年预测市盈率最高前两位数值作为投资者可接受的估值范围，即分别是 23.4 及 24.0 倍，推算标普 500 指数本季的目标范围介乎 5,661 至 5,807 点。

标普 500 指数及其预测市盈率



数据来源：彭博，东亚中国财富管理，数据截至 2024 年 6 月 8 日

同时，参考 6 月 7 日标普 500 指数的每股盈利 (EPS) 报 228.06 美元，配合上述未来 3 季盈利增长约 11.7%，即约 254.74 美元。再配合估值范围，推算预期目标价约为 5,961 至 6,114 点。最后，简单计算 4 组目标价的平均值，报约 5,886 点，并作为本季标普 500 指数的目标水平。

非美地区：预期欧日股市走势各异

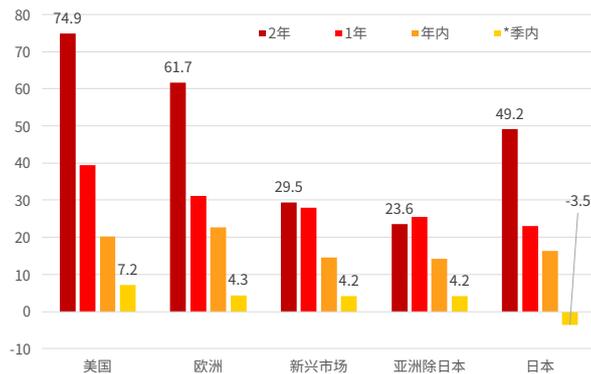
■ 亚洲科技股潜力巨大

近期科技股的表现的确如日中天，堪称行业翘楚的芯片制造商一举跃升为全球市值前列企业。无疑，国际焦点绝大部分都放在美股的科技股之中，但不同市场都有科技股，美股以外是否也有机会？

以 MSCI 美国、欧洲、亚洲除日本、日本及新兴市场的科技股指数作为 5 大国家及地区性代表，并以两年期、1 年期、年内及上季 4 个不同时段的表现进行分析。结果显示，2 年回报中发达市场（欧、美、日）的平均回报高达 61.9%，亚洲除日本及新兴市场则为 26.5%，高下立判。

半导体行业近年外溢至其他地区，尤其是亚洲市场，例如中国台湾、韩国及印度，刺激当地相关股价持续攀升。虽然各时段的前 2 位最佳表现者，依然是欧美股市，但与其他 3 个地区的差距明显收窄，反映非欧美地区的科技股潜力更大。例如，亚洲除日本及新兴市场的科技股指数，年内与欧美表现差距只有 6 至 8 个百分点，季内更只有 3 个百分点。

MSCI 各地区之科技股指数表现 (%)



数据来源: 彭博, 东亚中国财富管理, 数据截至 2024 年 6 月 8 日

* 季内指由 4 月 1 日至 6 月 6 日期间

表现较令人失望的是日本，除了上季是唯一出现负回报的市场之外，年内较亚洲除日本指数亦只高出 2.1 个百分点，比较 2 年前差距达 25.6 个百分点，反映曾贵为全球科研大国的日本，近年受亚洲区内其他国家及地区追赶，已不复当年之勇。

亚洲除日本及新兴市场的表现旗鼓相当。翻查 MSCI 提供截至 5 月 31 日的相关科技股指数的基金浏览，发现投资占比前 4 位的股市依次同样是中国台湾、韩国、印度及中国，合共占比为 99.51% 及 98.93%，两者相差只有 0.58 个百分点，最大的差异在于余下不足 1% 的分配，分别投资于泰国 (0.37%) 及沙特 (0.40%)。

综合而言，欧美以外具潜力的科技股着实稀缺，大部分集中于亚洲。不过，科技股后起之秀表现良莠不齐，投资者在选股上更要小心。

■ 欧股：短线乐观但中线黯淡

虽然欧元区 CPI 仍高于目标 2% (5 月报 2.6%)，但 6 月 6 日欧央行宣布减息。市场除了关注欧元区未来利率走向，更重要是经济能否摆脱衰退的威胁。欧元区最大经济体德国自 2022 年第 1 季起 GDP 环比长期徘徊在衰退边缘，法国亦只曾在去年第 2 季报 0.6%，自 2022 年第 4 季起各季度皆徘徊在 0.2% 以下，较美国首季 GDP 报 1.3% 明显落后。

欧央行自 2022 年 7 月首次加息以来，欧股表现不但未受影响，反而势如破竹。截至今年 6 月 7 日，欧斯托克 50 指数累计升幅约 47%，更胜同期标普 500 指数的 42%。以当地总市值除以其 GDP 总体量计算的“巴菲特指数”显示，欧洲报 62.93%，反映过去两年欧洲经济虽然徘徊衰退边缘，但经济体量仍足以支撑当地股市升势。反观美国报 188.90%，是仅次于中国台湾股市（报 288.42%），排名全球次席，反映实体经济未能支撑现时股市估值。

另外，参考过去 30 年欧元区官方利率与欧斯托克 50 指数的月度数据显示，2008 年金融海啸之前的 20 个月滚动相关系数，正值占近 75%，反映利率处正常情况时，欧股表现与利率算是同步。如今处于加息周期后首次减息，截至 6 月 7 日，其相关系数又高见近 65%，暗示未来进一步减息有可能抑制欧股升势。

欧元区官方利率、欧斯托克 50 指数及两者之相关系数



数据来源: 彭博, 东亚中国财富管理, 数据截至 2024 年 6 月 9 日

各地区代表性股票指数表现 (%)



数据来源: 彭博, 东亚中国财富管理, 数据截至 2024 年 6 月 9 日

去年第 2 季分析欧美高举“去中国化”旗帜，全方位向中国施压，其中“金融博弈”直接冲击 A 股与 H 股表现。例如去年 5 月美国上市公司会计监督委员会 (PCAOB) 公布 2022 年报告后，决意对在美上市的中概股展开新一轮审计检查，以及去年 11 月宣布把 A 股与 H 股从美国联邦退休基金中剔除。市场普遍认为当时全球股票组合跟随美国禁令，由 A 股与 H 股流出并转投欧、日股市。比较欧斯托克 50、日经 225、恒生指数及沪深 300 指数，由去年 3 月起走势明显出现背离。更有趣的是，今年 4 月起欧、日股市出现明显调整，同一时期恒生指数却出现绝地反弹。如此巧合，资金流向显而易见。

上文中我们预测欧美经济差距进一步扩大、欧洲领导层换届、联合国大会就中东决议的投票结果出现姿态上的分歧，以及近月欧洲领导人与中国政府高层频密接触后，欧美关系出现近年来少见的裂痕。截至 6 月 10 日，欧洲议会选举看似尘埃落定，固有利团体大概率将继续执掌，但极右阵营趋势抬头，法国总统马克龙随即宣布提前大选也一度引发市场波动。

市场预期欧美以邻为壑的操作将受到掣肘，部分资金可能会流出，不利欧股走势。

最后，早前分析美国总统大选年间，美股在风险考虑后的表现完胜其他地区股市。距离 11 月大选只差约 1 季，进入最后冲刺期，过去 10 届的第 3 季各地股市表现又是如何？分析结果如下：

美国总统选举年的第 3 季	指数表现 (%)				
	标普 500	欧斯托克 50	MSCI 亚洲除日本	东证指数	MSCI 新兴市场
1988	6.4	-0.6	-6.6	-1.5	0.0
1992	-8.4	2.4	-4.5	6.0	-3.7
1996	1.7	2.5	-3.4	-5.0	-4.1
2000	-4.5	-1.2	-16.2	-7.6	-13.4
2004	-3.0	-2.3	5.7	-7.4	7.4
2008	-9.4	-8.9	-23.9	-17.6	-27.6
2012	8.4	5.8	8.3	-4.2	7.0
2016	4.8	3.3	9.4	6.2	8.3
2020	-1.3	8.5	9.8	4.3	8.7
平均回报	-0.6	1.0	-2.4	-3.0	-1.9
标准偏差	6.3	5.0	12.0	7.7	12.2
比例	-0.1	0.2	-0.2	-0.4	-0.2
最大回报	8.4	8.5	9.8	6.2	8.7
最小回报	-9.4	-8.9	-23.9	-17.6	-27.6
比例 (绝对值)	0.9	1.0	0.4	0.4	0.3
按年排名首 2 位次数	5	4	4	1	4
按年排名尾 2 位次数	4	2	4	5	3
排名差距	1	2	0	-4	1
正值回报次数	4	5	4	3	5
结果	4	3	2	0	3

数据来源：彭博，东亚中国财富管理，数据截至 2024 年 6 月 9 日

因数据所限只能自 1988 年起分析，沿用上述 4 大分析指标，得分最高首 3 位分别是标普 500、欧斯托克 50 及 MSCI 新兴市场指数，结果预测欧股在美国选举年第 3 季仍会向好。

综合所有分析，中线而言，欧洲经济仍能支持当地股市，但长线来说，持续减息传统上不利股市走势，加上与美国关系转差亦有可能触发资金流出欧股。历年美国总统大选年的第 3 季数据显示，欧股表现突出，短期内欧股走势料能向好，但预期升幅有限。

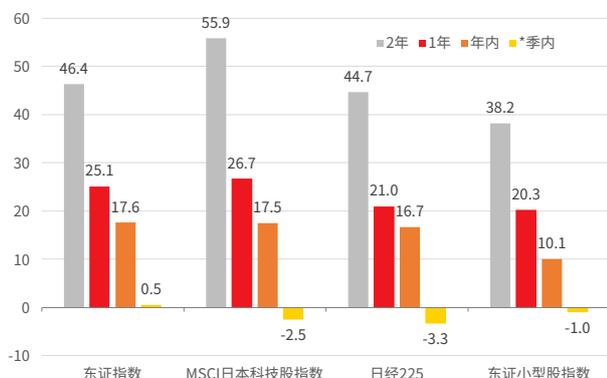
■ 日股：弱日元优势逐渐褪色

过去两年日股成为全球资金焦点，缘于美元兑日元由近 130 持续爬升至近 160 水平、“股神”巴菲特增持日股、去年 G7 广岛峰会后各科技“大君”（Taikun）加大日本投资，以及久违多个年代的通胀重临等利好因素支撑下，令日股气势如虹。截至 6 月 11 日，东证指数报约 2,784 点，与在 1989 年 12 月 18 日的峰值 2,884 点，仅一步之遥。

问题是未来美元兑日元会否突破 160 水平？巴菲特会否持续加注？科技巨头会否遵守投资承诺？通胀重临是天使还是魔鬼？更重要是资金在日股升至 35 年峰值时，应当抛售离场，还是高追加仓？如今投资者面对的是长达逾 30 年周期的经济及投资考虑，撇除短炒，以中长线角度来看，需要有更大的理据才能支持日股维持估值，甚至突破 35 年的高位。

近月股指的走势已非常直白：资金流亢奋后回归基本面分析。

日本各代表性股票指数表现 (%)



数据来源：彭博，东亚中国财富管理，数据截至 2024 年 6 月 11 日

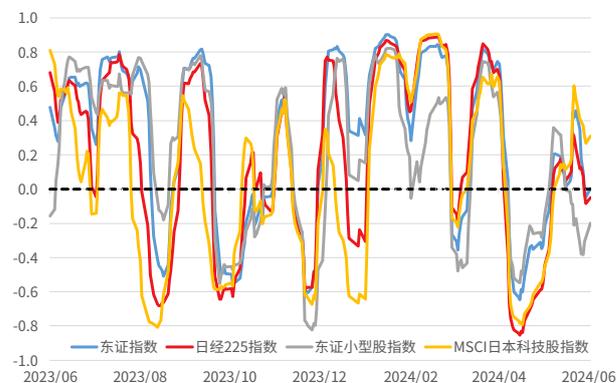
* 季内指由 4 月 1 日至 6 月 10 日期间

参考日本 4 大股票指数，包括最具国际代表性的东证和日经 225 指数，增长或科技股代表的东证小型股和 MSCI 日本科技股指数，通过两年期、1 年期、年内及季内表现共 4 个时段作分析。结果显示，日股的升势约始于两年前，当时全球半导体需求激增，日本在研发及代工位处世界前列，及受惠岸田政府的政策支持，4 大指数中两年期表现以 MSCI 日本科技股指数最为突出，全期升近 56%，较大型股为主的东证指数高出 9.5 个百分点。观察 4 大指数之后的表现，即使期间出

现调整，各走势大致相若，表现差距都在 5 个百分点之内。唯一需注意的是小型股指数在 1 年及年内与其他指数表现差距逐步扩大，反映市场波动时资金投入大型股偏多。但意料之外的是，季内各指数表现差距进一步扩大，只有东证指数微升 0.5%，其余皆录得跌幅，或与日本财金政策及国际格局有关。

根据上述 4 大指数过去两年与美元兑日元之相关系数，并按日数据显示，东证、日经 225 及东证小型股指数的正值占比分别是 65.8%、63.1% 及 63.3%，反映日元走势对他们的影响相当。但 MSCI 日本科技股指数报 49.7%，即受日元走势影响不足一半，反映其受科技热潮影响更大。另外，观察各系数近年走势，当美元兑日元自去年 1 月 13 日报 128 之后，持续上升至今年 4 月 26 日近 158 之际，4 大指数之相关系数升至 74.8%、70.7%、71.3% 及 57.1%，反映弱日元更有力支持各指数走势。

日本各股票指数与美元兑日元的相关系数



数据来源：彭博，东亚中国财富管理，数据截至 2024 年 6 月 11 日

对外资而言，日元贬值是投资日股的最大隐忧。根据上述之指数及时段，扣除期间日元贬值后的总回报，表列如下：

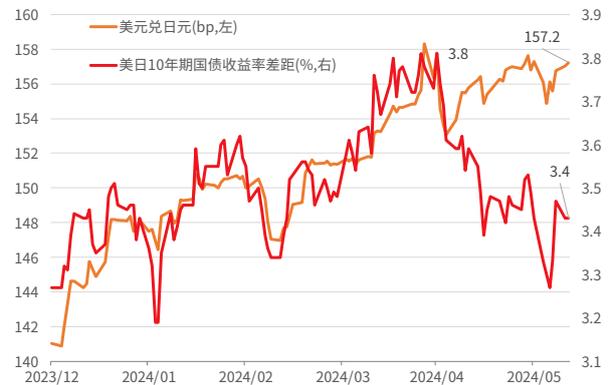
时段	美元兑日元表现 (%)	扣除日元表现后之总回报 (%)			
		东证指数	日经 225 指数	东证小型股指数	MSCI 日本科技股指数
2 年	16.8	29.5	27.8	21.4	39.0
1 年	12.7	8.3	4.2	3.4	9.8
年内	6.7	0.7	-0.2	-6.8	0.7
季内	3.8	-16.3	-20.1	-17.8	-19.4

数据来源：彭博，东亚中国财富管理，数据截至 2024 年 6 月 11 日

结果显示，两年内共 16 组数据中有 6 组出现负值，即期内不论何时投入 4 项指数，负值占比近 38%。缩窄范围至今年年内表现，8 组数据中更有 6 组出现负值，比例近 75%。季内表现更是不佳，总回报全数录得两位数下跌，最大值更见负 20.1%，反映虽然指数迭创新高，但投资者回报并不尽如人意。下一个问题是，日元会否进一步走弱？从中线来看，需考虑财政策的底层逻辑，及其他央行举措的互动影响。

日元持续贬值的核⼼原因是官方利率长期远低于欧美等主要经济体，造就过去数十年的利差交易，大量日本国民甚至政府的储蓄外流，把利差收益回馈企业以至社会经济。日央行当然有其责任，但更是时势所迫。去年底美联储会议纪录表示今年内将启动首次减息，当时点阵图还显示年内将减息 3 次。美联储如此信誓旦旦，为避免美国减息后日元有可能大幅升值，日央行便在 3 月 19 日宣布结束持续 11 年的负利率政策及收益率曲线控制 (yield curve control, YCC)。怎料宣布之后，美联储依然按兵不动，其主席鲍威尔及委员们还不断放出“鹰派”言论，导致日元急速下滑至近 158 水平。日本首相岸田文雄在 4 月和韩国总统尹锡悦更一同致电华盛顿，对两国本币大幅贬值向美国提出“严重关切”。加上日本政府曾公开呼吁市场不要沽空日元，数据上亦显示日央行曾大手干预，只是成效不彰。

美元兑日元与美日 10 年期国债收益率差距



数据来源：彭博，东亚中国财富管理，数据截至 2024 年 6 月 11 日

然而美国 4 月份首季 GDP 表现有所放缓，市场出现对经济衰退，甚至出现滞胀的忧虑。美国 10 年期国债收益率高见 4.7% 后持续下跌，同时日央行取消 YCC 的效果渐现，日本 10 年期国债收益率由 4 月约 0.7% 持续向上，更曾突破 1.0% 水平。截至 6 月 11 日，数据上美元兑日元与息差走势相若，此消彼长下，美日收益率差距由高位 3.8 个百分点，持续下滑至 3.4 个百分点，汇率与利差明显背驰，反映 155 以上水平的汇率或将难以维持。

美联储在 6 月点阵图中下修至年内减息 1 次，令美国债券收益率进一步下跌。即使未来日本债券收益率维持不变，按 6 月初的利差比例计算，都足以把美元兑日元由高位近 160 水平拉落至近 140 水平。若果真如此，将对日股构成压力，重演去年强劲气势的难度将比较高。

■ 日股：适宜“重个股轻指数”

截至 6 月 12 日，日经 225 指数预测市盈率为 22.4 倍，2019 年疫前至今的平均值约 21.8 倍，而疫后最高值为 26.4 倍。以 6 月 12 日指数报 38,877 点计算，按比例推算的预测指数范围应是 37,836 至 45,819 点。

日经 225 指数及其预测市盈率



数据来源: 彭博, 东亚中国财富管理, 数据截至 2024 年 6 月 11 日

日经 225 指数及其 14 天 RSI



数据来源: 彭博, 东亚中国财富管理, 数据截至 2024 年 6 月 12 日

另外, 同样以 6 月 12 日的 38,877 点, 配合现价市盈率约 28 倍, 并以两年平均值 28.4 倍作起点, 推算每 1 倍市盈率波动之相对指数水平, 表列如下:

现价市盈率	推算指数
30.4	42,209
29.4	40,821
28.4 (两年平均值)	39,432
27.4	38,044
26.4	36,655

数据来源: 彭博, 东亚中国财富管理, 数据截至 2024 年 6 月 12 日

最后把最高与最低范围打平均, 预测日经 225 指数本季目标范围应在 37,246 至 44,014 点, 反映上升空间较下跌空间大, 日股值博率仍然偏高。

再以 14 天相对强弱指数 (RSI) 作为市场极端状况指标来量度下跌风险。数据显示, 过去 1 年当指数冲破 40,000 点时, 14 天 RSI 最高值约 82.2, 相对 6 月 12 日报 52.2, 反映市场仍未过热或短期内下跌机会及空间有限, 与上述分析结果相若。另外, 全期高于 70, 所谓“超买”水平的日数只有约 15%, 反映虽然日股过去 1 年屡屡破顶, 但其实市场并未过热。

最后, 行业选择中以未来 3 季盈利增长预测作指标, 表列如下:

综合及行业	盈利增长预测 (%)			
	今年第 3 季	今年第 4 季	明年第 1 季	平均值
原材料	10.6	23.6	303.2	337.4
金融	17.8	29.0	132.3	179.0
医疗护理	29.0	27.1	86.4	142.5
科技	23.3	48.7	5.8	77.8
必需品	12.0	31.4	34.1	77.4
日经 225	13.7	8.1	28.2	50.0
工业	-3.3	-5.7	44.4	35.4
房地产	-3.8	18.7	20.3	35.3
非必需品	-4.6	6.9	6.6	8.9
能源	8.1	19.9	-62.6	-34.6
公用	-64.0	-67.3	90.8	-40.6
通讯	0.0	-18.4	-64.3	-82.7
平均	2.3	10.4	54.3	--
标准差	24.7	31.6	102.2	--
最大值	29.0	48.7	303.2	--
最小值	-64.0	-67.3	-64.3	--
正值比例	54.5	72.7	81.8	--

数据来源: 彭博, 东亚中国财富管理, 数据截至 2024 年 6 月 12 日

未来 3 季平均盈利预测增长高于综合指数的行业分别有原材料、金融、医疗护理、科技及必需品，该 5 大行业所有的盈利预测平均增长为 54.3%，表现相当亮丽。更重要是低于综合指数的行业，大部分表现偏弱，盈利增长预测负值比率高见 50%，平均值为负 4.4%，最大盈利倒退 67.3%，反映投资于这些行业风险颇高，亦折射出日股各行业的股价表现分化严重。

仅观察本季整体盈利增长表现，平均只有 2.3%，但波动非常大，不只标准差报 24.7%，远高于平均值，最大及最小值相差近 93 个百分点，而且最小值是最大值的 2.2 倍，下行风险非常大。换句话说，投资日股时不宜简单地投资在综合指数身上，更应选择盈利增长有望优于指数的行业作为投资目标。

综合上述所有分析，日股总市值占 GDP 比例高见 153%，排名世界第 3 位，显示股市正偏离经济基本面。日元持续贬值其实是双刃剑，弱日元有利外贸，但同时蚕食国民购买力。利率政策正刺激国债收益率上升，美日利差缩窄不利日股中线走势。短期内日股大幅下跌的机率及幅度偏低，本季日经 225 指数的目标范围在 37,246 至 44,014 点，反映上升空间更大，但盈利分析中显示应“重个股轻指数”。

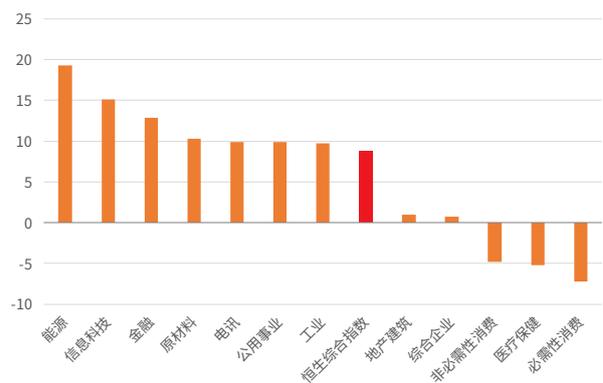
■ A 股与港股展望：修成正果

在 4 月至 5 月中旬，中国多个政府部委承接两会时提出的经济发展主线，陆续发布了针对房地产、消费、工业和资本市场等领域的提振措施或改革政策。例如大幅下调首套及第二套房的首付比例和按揭利率、放松一线城市住房限购令、设立 3,000 亿元人民币保障性住房再贷款予地方政府收购已建成未售房屋、发行超长期特别国债、开展新一轮新能源车以旧换新补贴、修订监管 A 股市场之“国九条”、建议扩大港股通投资范围等。另外，根据外媒报道，内地投资者经港股通买入港股未来亦有可能获免征股息税。受到利好政策驱动，市场风险偏好情绪大举修复，引发恒生指数在短短 5 周内从期内低位 16,044 点大幅上升至 19,706 点，累计升幅高达 23%，不仅大幅跑赢同期沪深 300 指数约 5% 的升幅，同时亦超过欧美各主要股票市场。值得一提的是，港股此轮升势之日均成交额亦增加至约 1,300 亿港元，其中港股通资金为主要推动力量，占大市整体成交比例平均接近 20%。

然而，进入 5 月中下旬后，由于政策博弈行情气氛减弱，加上港股业绩期内企业盈利逊于预期的比例仍然高企，令恒生指数的升势无以为继。同时，美债收益率攀升、欧美对华商品加征关税、地缘政治局势等一系列外围风险因素加重了港股在严重超买下的回调压力，恒生指数一度从高位下调约 10%，最低见 17,752 点。6 月中下旬，多名中央主要财经官员出席陆家嘴论坛，提出了“科创板八条”和央行国债流动性管理操作等措施。与此同时，沉寂一时的国家队资金再度入场撑市，国新投资宣布认购了 3 只港股通央企红利 ETF，有助于舒缓大市的抛压。

截至 6 月 25 日，港股表现在季内较 A 股市场略胜一筹，恒指及沪深 300 指数分别上升 9.3% 及下跌 2.3%。港股板块表现方面，能源、信息科技、金融、原材料、电讯、公用事业及工业均可跑赢大市，能源板块更已连续两季排名榜首，季内累计升 19%。另有 3 个板块录得下跌，包括非必需性消费，医疗保健，以及跌幅约 7% 的必需性消费。至于上季建议的重点关注板块，其中评为“看好”的中资电讯股，股价表现继续势如破竹，屡创多年新高。同样评为“看好”的本地高息概念股表现有所分化，整体走势受累于美债收益率高企；至于评为“审慎乐观”的工业设备板块和网络游戏板块，皆能跑赢大市。

恒生行业指数表现 (%)



数据来源：彭博，东亚中国财富管理，数据截至 2024 年 6 月 24 日

我们认为经过多月以来国内稳增长政策持续发力，中国房地产和消费等较经济薄弱环节可能已抵达转折点，本季公布的经济数据、企业中期业绩若稍有惊喜，两地股市可望延续升势。对于今年初于股市处于低位时默默增持的投资者，可能将会迎来收获时刻。

■ 中央大刀阔斧出招稳楼市，相关产业可择优而取

过去两年，中国房地产行业萎靡不振，一直是港股与A股的最大拖累。去年中央政府以保交楼作提振楼市政策主调，却始终未能扭转量价齐跌的困局，不少深陷财务困局的房企最终发生债务违约。鉴于此，过去一季中央决策层宣布了一篮子房地产宽松政策，政策重心亦转移至消化库存、刺激需求、保障融资等层面上。管理层甚至在记者会中以“政治性”和“人民性”等罕见措辞去形容稳定房地产市场的工作，某种程度上反映了当局稳楼市坚定不移的决心。纵观5月发布的一系列房地产需求提振措施，其中包括取消全国首套房和二套房的按揭利率下限，预期可令房贷利率在年内平均下调30至50个基点，居民每月供款负担可节省约4%至6%。同时将按揭最低首付比例要求下调至历史最低水平的15%（首套房，原本为20%）及25%（二套房，原本为30%），亦将进一步降低了居民的购房门槛。这无论对于刚需自住的买家或投资客均具一定吸引力，更重要的是此宽松措施并无地域限制，意味只要未来一、二线城市的限购政策进一步松绑，楼市交投回升料指日可待，我们同时预期坐拥大量优质土地及项目储备的国企房地产公司将能率先受惠。

除了刺激需求的措施备受关注外，中央政府近月高调倡议的住房去库存政策，例如由人行设立的3,000亿元人民币保障房再贷款计划，其执行进度与成效如何，也是左右A股与港股在本季表现的关键因素。从正面角度看，该计划目的是以1.75%的较低利率，引导银行向地方政府及国企提供额外5,000亿元以上信贷资金，用作收购房企新落成的住房单位存货，由于收购价普遍较市价存在一定折让，令后续用作保障房出租的租金回报率或可高于2.3%，故对于地方国企来说，有一定的吸引力。短期而言，相关措施预期可舒缓部分二、三线城市楼市供过于求的压力，亦有助补充房地产开发商的流动性。然而，现阶段约8,000亿元人民币的收储资金仅能消化约22%的新屋存货或4%的累计未售出住房存货，资金

规模对整体房地产市场实属杯水车薪。管理层在未来数月会否再加大相关贷款金额，或推出更大力度财政支持政策，将会主导房地产去库存以及稳价格的成效。

整体来说，虽然中国房地产行业在多项政策加持下已渐见曙光，过去两年被拖后腿的部分板块或可趁机重整旗鼓。其中较看好的有：一）银行股，主要受惠于新增居民房贷回升，以及资产质量改善；二）保险股，受益于房地产股权及债权资产价值修复，投资组合减值风险降低。至于建筑、机械、建材及物业管理等行业，以往股价表现与房地产升跌周期的关联度也颇高，但在目前政策目标仍以去库存为主，对相关板块未来数月业绩的提振料有限，股价表现仍可能较为反复。

■ 中央稳经济政策料一气呵成，数据表现及企业业绩将主导后市

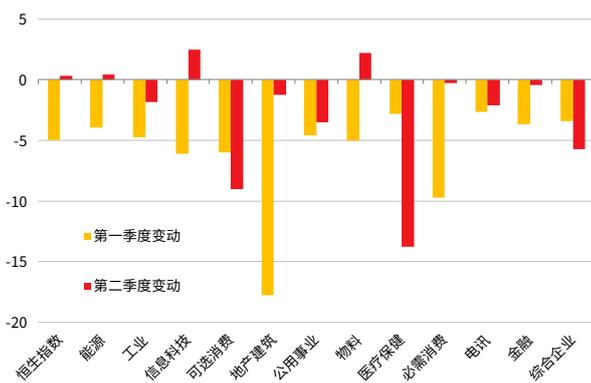
经济政策层面上，中央相关部委在过去一季多措并举，逐步落实国务院总理李强在两会《政府工作报告》中确立的稳增长主线，包括启动1万亿特别超长期国债发行、推出新一轮汽车及家电消费品以旧换新补贴措施、增加对企业设备升级换代的财税支持等。同时，有关培育及发展新质生产力的具体政策亦接踵而来，覆盖氢能、可再生能源、低空经济、人工智能+等领域。另一较震撼市场的是国家集成电路产业投资基金三期正式成立，其注册资本超过3,400亿元人民币，料重点投向国内大型半导体制造厂和受海外政府制裁而被“卡脖子”的设备、材料、零部件等环节。我们认为，A股与港股的政策博弈行情，正在从首季的憧憬阶段，逐渐发展至第2季的初期兑现阶段，期间两地股市的风险溢价明显回落，驱动估值大举修复。进入第3季，我们预期政策兑现阶段将进一步延续，意味上述各项经济及产业支持性政策可一气呵成，甚至有加码空间。投资者不妨留意7月召开的三中全会及中央政治局会议，预期将围绕科技创新、低碳化转型、社会福利保障、提振消费、金融市场改革及化解债务风险等范畴作主要着墨点。若会议释出的信号贯彻过去半年偏向稳增长的大方向，有望成为中资股新一轮估值上调的催化剂。

尽管利好政策相继出台，但截至6月26日，中国在第2季已公布的经济数据表现，只是好坏参半。其中出口、工业生产

及制造业固定资产投资呈现较强势增长，消费物价指数（CPI）及生产物价指数（PPI）延续回升势头，显示通缩压力缓和。但新增信贷规模、零售销售增速、基建与房地产固定资产投资增长则相对疲弱。由此可见，国内经济在多项宽松政策呵护下似乎已走出困局，但行业复苏态势尚欠全面，过度偏重于出口及制造业环节的复苏，对整体港股的盈利预测提振可能只是昙花一现。反之，未来一季市场或更倾向验证其他经济数据表现，例如中国居民消费领域能否及时回稳、CPI 上行趋势能否持续等。若最终达标完成，料有助两地股市触发再通胀交易行情。

再者，上市企业的中期业绩以及管理层对下半年的业务展望也将主导大市走向。我们预期上半年盈利表现较理想的板块包括：信息科技、工业、原材料和能源。根据彭博统计，上述 4 个恒生综合行业指数的 2024 年度盈利预测在第 2 季已成功扭转跌势，中期业绩后可续看高一线。另一方面的非必需消费和房地产板块，市场对其中期业绩的看法则相对审慎。即使如此，其下半年的经营环境或可逐步走出谷底，盈利预测进一步下调的空间料较为有限。

恒生综合行业指数首季及次季的盈利预测变动 (%)



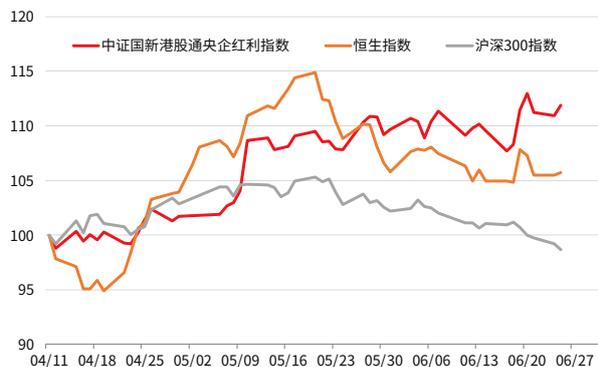
数据来源: 彭博, 东亚中国财富管理, 数据截至 2024 年 6 月 24 日

国内资本市场改革如火如荼，高收益价值型国企股料续领群雄

国务院在 4 月颁布资本市场改革框架的新“国九条”，强调以投资者保障为本，内容大致包括以下范畴：一) 收紧企业上市标准，强化发行承销监管；二) 规范上市公司的高管和大股东进行股份减持；三) 加强交易监管，增加高频交易成本，严格执行退市制度；四) 壮大专业机构投资者，推动中长期资金入市。事实上，中央过去两次（2004 年及 2014 年）发布“国九条”均较聚焦“融资端”改革，而本轮新“国九条”与之前最大的分别是更侧重以投资者为中心。

首先，当局有意强化监管制度，改善 A 股的企业管治质量，以及减少内幕交易、账目造假等严重违法行为，从而提升上市企业的可投资性。对于外资而言，决定超配哪个股票市场，除了审视行业增长前景和企业潜在回报之外，其余包括市场信息披露、监管法规、上市企业的可投资性也属举足轻重之因素。若相关改革措施得以落实，相信假以时日可逐渐挽回外资投资中资股的信心，有利收窄 A 股港股与环球主要股市的估值折让。其次，新“国九条”重申要求合资格上市企业需提高派息分红及股票回购，与过去大半年中央倡议“活跃资本市场，提振投资者信心”的大方向可谓一脉相承，意味在宏观增长动力有待增强、国内利率低位徘徊的投资环境下，利用现金流强劲的企业直接增加股东回报，无疑是提振中资股投资价值最直接可行的手段，我们预期相关高收益价值型的“中特估”概念股票，依然是本季两地股市的主要领头羊。

中证国新港股通央企红利指数、恒指、沪深 300 指数走势 (4 月 11 日 =100)



数据来源: 彭博, 东亚中国财富管理, 数据截至 2024 年 6 月 25 日

■ 港股通扩容成效或有限，红利税减免能否如愿以偿

中国证监会在上季公布 5 项支持香港提升国际金融中心地位措施，其中 3 项与港股通扩容有关，包括放宽交易所买卖基金 (ETFs) 合资格产品范围、纳入房地产投资信托基金 (REITs) 及纳入人民币计价股票，我们预期相关措施将于下半年陆续落实。首先，ETF 产品扩容率先于 7 月 22 日生效，但是不宜过度高估该扩容为港股引入增量资金的规模。毕竟在原先的条件下，南向资金已可通过港股通吸纳 10 只 ETF，当中较活跃的 8 只 ETF 的日均成交额，基本上已占整体 ETF 产品日均成交额约 80%，故其余成交欠活跃的 ETF 即使获纳入至港股通，对内地资金来说可能只是聊胜于无。REITs 亦有相似情况，尽管内地投资者热衷于配置高收益类资产，但在港挂牌的 REITs 数目有限，而且普遍市值偏低和交投量疏落，除个别规模较大的 REITs 受惠外，实际上对整体港股引流的作用较为有限。

反观，传闻中的港股通红利税减免措施更令市场翘首以待，能否于本季落实属大市好淡风向标之一。由于目前国内个人投资者及传统互惠基金通过港股通买入 H 股时，在收取股息时需缴纳介于 20% 至 28% 的红利税，其税率甚至高于直接持有 A 股（持有期超过 1 个月：0% 至 10%），某种程度上是导致 H 股股价较 A 股股价长期存在明显折让的主因之一。事实上，上季市场获悉相关传闻后，已使得沪深港通旗下股票的 A/H 股溢价从约 5 成大幅收窄至约 3 成。未来一旦港股通红利税率可下调至与 A 股市场持平，甚至全部减免，再配合将人民币计价股票纳入至港股通，令内地投资者能免除汇率风险，届时内地中长期资金增持港股的动力将更加积极，料将成为港股短期最大的“强心针”。投资者可重点关注股息率较高，且 H 股较 A 股股价折让较大的板块，例如内银、中资保险、中资电讯、能源、电力、建筑等。

恒生沪深港通 AH 股溢价指数年内表现 (%)



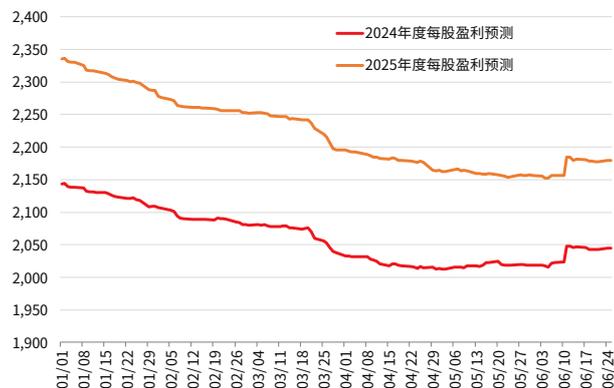
数据来源：彭博，东亚中国财富管理，数据截至 2024 年 6 月 24 日

■ 调低港股盈利预测但上调估值倍数，恒指目标调高至 19,900 点

基于上述分析，中国政府稳增长政策方向预期于本季延续。尽管房地产、通胀及消费等经济数据可能依会阴晴不定，但只要整体经济回暖之势头未变，预期港股今明两年之盈利预测尚有上调空间。再者，“国家队”资金护盘态度坚决，加上港股通扩容改革在即，料有助重新刺激港股的流动性，有望对估值带来一定支撑。然而，美国总统大选在即，候选人在选战期间进行的辩论及政纲演说，或会进一步提出对华加征关税、限制投资中国企业、抵制中国高科技行业等措施，是 A 股于港股未来几个月最大的风险，限制了估值倍数进一步上调的空间。

整体而言，我们将恒生指数 2024 年的每股盈利预测从上季的 2,100 港元下调至 2,075 港元（截至 6 月 26 日，彭博的预测共识约 2,044 港元）。估值方面，恒指经过第二季的显著反弹后，其未来 12 个月预测市盈率已从年初低点 7.8 倍回升至约 8.8 倍，本季或需更多催化剂助估值作进一步修复。我们给予恒指 2024 年的未来 12 个月预测市盈率目标 9.6 倍，并上调恒指今年底目标价至 19,900 点，较第 2 季预测的 18,500 点，上调约 7.6%。

年初至今恒生指数盈利预测趋势（港元）



数据来源: 彭博, 东亚中国财富管理, 数据截至 2024 年 6 月 25 日

恒生指数未来 12 个月预测市盈率 (倍)



数据来源: 彭博, 东亚中国财富管理, 数据截至 2024 年 6 月 24 日

2024 年第 3 季重点关注板块：

行业 / 主题板块	重点投资逻辑	看好程度 #
中资保险	<ol style="list-style-type: none"> 受惠于监管机构从严执行银保销售渠道新规，有望减少寿险行业的非理性竞争，有助降低大型险企的银保佣金开支。寿险产品预定利率下调、产品结构优化等因素预期可进一步改善行业新业务价值利润率。 中国国债收益率料逐步见底回升，加上对 A 股与港股市场下半年看法正面，有望带动险企的投资收益率上升。 房地产企业流动性逐步改善，违约风险降低，有助持有较多房地产资产的险企作估值修复。 中资保险股估值大幅低于历史平均值，加上普遍 H 股较 A 股折让幅度较大，且股息率高达 4% 至 8%，料能受惠潜在港股通红利税减免措施。 	★★★★
本地高息概念 (银行、公用事业、电讯、 交通运输、综合企业)	<ol style="list-style-type: none"> 美联储料最快于本季开始减息，美国 10 年期国债收益率中线下行趋势已成，令本地部分银行、公用、电讯及综合企业的股息率 (5% 至 9%) 更显吸引。 公用事业企业盈利能见度较高，大部分海外项目 (如供电、供水及供气等) 受到利润管制协议保障，收益与通胀率挂钩。同时，公用股的资产负债表稳健，普遍有能力加大派息，并有充裕杠杆空间作收购。 股价波动性较低，较能规避人民币贬值、国内政策变动及中美冲突等风险，有助加强投资组合的防守性。 	★★★★
中资电讯	<ol style="list-style-type: none"> 中资电讯企业正积极开发自家人工智能 (AI) 语言大模型，并加快建设 AI 数据和算力中心，料可吸纳更多政府和国企客户，成为未来收入增长的重要引擎。 5G 业务投资高峰期已过，相关资本开支已见顶回落，有利提升自由现金流，并可用作派息或股票回购。 中资电讯企业的管理层预期未来 2 至 3 年派息比率年可进一步提高，目前行业的 2024 年预测股息率达 6.3% 至 7.0%，高息因素可吸引内地长线资金增持。 	★★★
电力及可再生能源	<ol style="list-style-type: none"> 6 月初国家能源局宣布放宽个别地区可再生能源利用率目标要求 (从 95% 下调至 90%)，意味未来更多新能源安装项目可望获得审批，有利提升风电及光伏新增装机容量。 中国或于年内提出电力市场改革，其中重点之一或放于改善新能源电企的电价形成机制，料有助提升电企盈利能力及稳定性。 国内多地已落实有关新能源设备的以旧换新政策，包括补助电企对单机 1.5 兆瓦以下风电机组的更新换代，料可增加风电项目的内部回报率及降低维护成本，并提振风电设备相关订单。 	★★★

(# 标注：看好程度以 * 数目作为评分，最高 5*，最低 1*。5/4/3/2/1 星分别代表非常看好 / 看好 / 审慎乐观 / 持平 / 看淡)



第四部分

全球债市展望

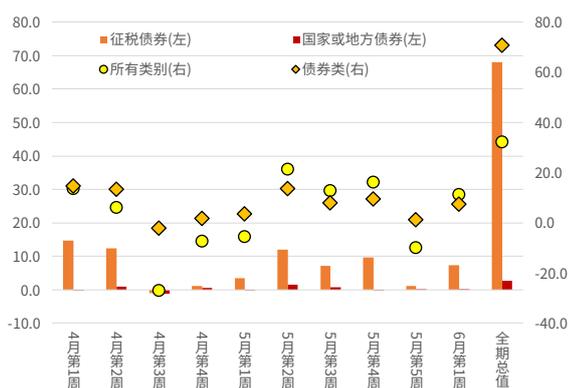
市场回顾：资金持续流入债市

上季预测全球资金将有序流入债市，而且集中于企业债券而非国债市场，在此不再赘述。抽取上季资金流数据，结果正吻合本章预测。

截至 6 月 12 日，参考美国投资公司协会提供在美注册长线基金及交易所买卖基金（ETF）过去 10 周的资金流数据，所有类别（即包括股票等全部类别）总流入量报 322 亿（美元，下同），但单看债券总流入量已录得近 708 亿，超过 1 倍的差距反映期内资金正大量流入债市。

债券类别中，分拆代表企业债券的“征税类”（企债）及代表地方或国债的“地方债类”（国债）。期间企业债表现突出，除了 4 月第 3 周录得流出外，其余 9 周皆呈现流入，最高及最低流入量分别为 121 亿及 11 亿。而国债 10 周中有 4 周录得流出，但全期平均波幅只有 30 亿，最高及最低流量分别是 16 亿及负 12 亿，反映国债交投并不活跃。全期企业债流量占债券类近 96%，而国债只有约 4%，同样反映投资者非常集中于企业债交易。

美国注册 ETF 及长线基金周度资金流（10 亿美元）



数据来源：彭博，东亚中国财富管理，数据截至 2024 年 6 月 15 日

另一研究机构 Emerging Portfolio Fund Research (EPFR) 公布截至 6 月 10 日的数据显示，资金对固定收益（Fixed income）资产的兴趣依然强劲，年内流入资金已突破 3,300 亿，占去年总流入量近 88%，占 2021 年创纪录流入量约 42%。其中超过 30 亿流入高收益债券基金，而新兴市场债券基金则录得自去年第 4 季以来的最大流入量。

欧央行自 2019 年以来首次减息之前，欧洲债券基金录得连续性流入，抵消了英国、瑞士和西班牙债券基金的流出。美国债券基金录得自 2020 年第 4 季以来最大流入，并倾向于企业债券。亚洲债券基金表现突出，而全球新兴市场债券基金则创下第 2 大资金流入纪录。

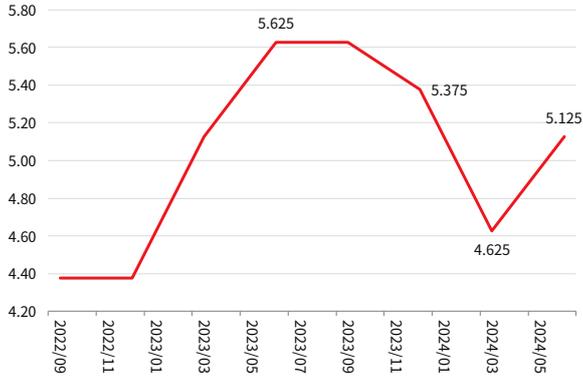
资金为何如此青睐债券？本文早已分析首降前收益率之变化将反映大部份减息的影响，强调投资者应及早而非事后部署，机构投资者当然不会坐失良机。但目前收益率情况下后市空间逐步缩窄。

利率预测：降息步伐逐步临近

“七国集团”（G7）贵为全球最重要的经济集团之一，其利率政策主导全球资金流向。加拿大及欧元区分别在 6 月 5 日及 6 日率先宣布减息，预期英国将在 8 月首降，它们更可能年内减息多于 1 次。只有美国及日本的利率政策仍然不确定性较高，利差牵扯资金流动之影响下，预期美日央行短期内确定方向的概率愈来愈高。

加拿大、德国及英国的核心 CPI 分别是 2.7%、3.0% 及 4.0%，实际 GDP 更只有 0.6%、负 0.2% 及 0.2%。目前虽然通胀未达到政策目标的 2%，但经济却处于衰退边缘。

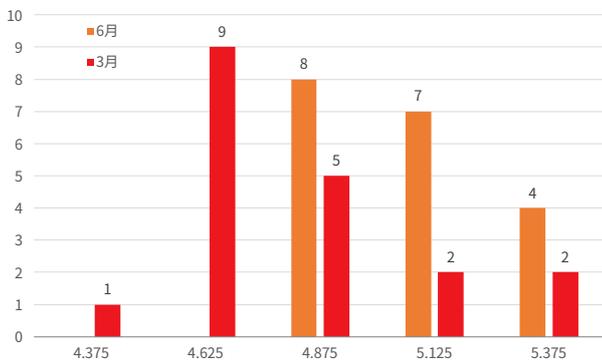
过去我们也多次强调美联储首降或受制于 GDP 而非通常认为的 CPI 走势，历年维持超过 12 个月高息环境后经济表现均较为疲弱。美联储降息步伐或已临近。点阵图中 2024 年利率中位数 (%)



数据来源: 彭博, 东亚中国财富管理, 数据截至 2024 年 6 月 15 日

美联储 6 月位图显示今年中位数由 4.625% 上调至 5.125%，以 25 个基点为准，预示减息由 3 次降至 1 次。这是利率预期自去年 6 月起首次上修。其中释放出两大讯息：第一，投票分布较上季更集中，委员们分歧更少预示延伸出利率预测的波动率将骤降；第二，投票中“维持不变”有 4 人，决定减息则有 15 人，说明三季度开启降息周期的概率较高机率，有利短期美元债市表现。

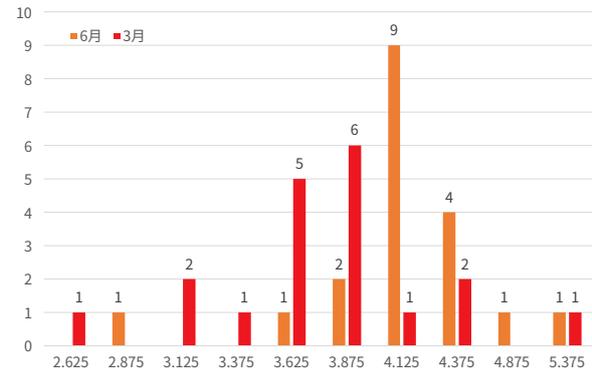
各委员对今年利率中位数的投资结果 (人数)



数据来源: 彭博, 东亚中国财富管理, 数据截至 2024 年 6 月 15 日

中线而言，明年利率中位数由 3.875% 上升至 4.125%，基于两年各中位数之差距计算，暗示明年减息将由 3 次升至 4 次，但两年总次数却由 6 次降至 5 次，加上推升了明年中位数，反映整体债市的乐观气氛将会收敛，同时反映出委员们的两大重要观点：明年美国经济有可能步入衰退，及下届谁入主白宫都不会改变利率下行周期的到来。

各委员对明年利率中位数的投资结果 (人数)



数据来源: 彭博, 东亚中国财富管理, 数据截至 2024 年 6 月 15 日

更长远的利率目标按季持平，前两位投票人数依次序分别都是 2.5% 及 3.0%，反映委员会认为在可见的将来，美国基准利率都不会重回金融海啸时零利率水平，对楼市及长期债券带来标志性启示。数据表列如下：

6 月美联储点阵的投票结果		
更长远联邦利率	6 月	3 月
2.375	1	1
2.500	5	8
2.625	1	1
2.750	3	1
3.000	4	3
3.125	1	1
3.500	2	2
3.625	1	0
3.750	1	1

数据来源: 彭博, 东亚中国财富管理, 数据截至 2024 年 6 月 15 日

除了利率预测上落墨，经济预测亦可见委员们的“心思”，其中核心个人消费支出（PCE）的改动更是画龙点睛。3大指标中有2项其实已经达标，包括核心PCE及失业率，未来只要核心PCE稍微低于或失业率高于目标，美联储将更有底气宣布首次减息。最后关注GDP表现，7月25日将公布第2季GDP数值及8月29日公布其修订值，两者一旦较一季度进一步回软，料美联储宣布首降的机会更高。

两季内3大经济预测及其最新数值表列如下：

指标	美联储预测 (%)		现值 (%)	更新时序
	3月	6月		
实质按年GDP	2.10	2.10	2.90	第1季
核心PCE	2.40	2.80	2.75	4月
失业率	4.00	4.00	4.00	5月

数据来源：彭博，东亚中国财富管理，数据截至2024年6月15日

综合而言，维持预测9月将首次减息。如下半年经济进一步下修，不排除12月再减息多1次。

美国实际GDP环比折年率及失业率 (%)



数据来源：彭博，东亚中国财富管理，数据截至2024年6月15日

收益率预测：首次降息前市场如何变化

截至 6 月 18 日，季内美国 10 年期国债收益率波动介于 4.71% 至 4.22%，与上季预测 3.31% 至 4.01% 大相径庭。美国 GDP 环比折年率由 3.4% 大幅下降至 1.3%，美联储又将减息预期从 3 次下调至 1 次。正如上季中我们所预期的：“如果未来经济大幅波动，或美联储进一步阐述减息的路线图，以上数据才需作出修正。” 同上季一样，如美联储在预测上再次大幅修正，以下预测亦将随之修改。

我们采用的预测模型是利用线性回归分析，以 GDP 环比折年率、核心 PCE 同比及联邦基金利率作自变量，美国 10 年期国债收益率作应变量，并抽取过去 50 年季度数据作分析，配合敏感度因子后的结果表列如下：

GDP=2.0%		核心 PCE (%)							GDP=1.5%		核心 PCE (%)						
		2.90	2.80	2.75	2.70	2.65	2.60	2.55			2.90	2.80	2.75	2.70	2.65	2.60	2.55
联邦利率	5.50	4.48	4.47	4.47	4.46	4.46	4.46	4.46	联邦利率	5.50	4.47	4.46	4.46	4.46	4.45	4.45	4.45
	5.25	4.35	4.34	4.34	4.34	4.33	4.33	4.33		5.25	4.34	4.33	4.33	4.33	4.32	4.32	4.32
	5.00	4.22	4.21	4.21	4.21	4.20	4.20	4.20		5.00	4.21	4.20	4.20	4.20	4.19	4.19	4.19
GDP=1.0%		核心 PCE (%)							GDP=0.5%		核心 PCE (%)						
		2.90	2.80	2.75	2.70	2.65	2.60	2.55			2.90	2.80	2.75	2.70	2.65	2.60	2.55
联邦利率	5.50	4.46	4.45	4.45	4.45	4.44	4.44	4.44	联邦利率	5.50	4.45	4.44	4.44	4.44	4.43	4.43	4.43
	5.25	4.33	4.32	4.32	4.32	4.31	4.31	4.31		5.25	4.32	4.31	4.31	4.31	4.31	4.30	4.30
	5.00	4.20	4.19	4.19	4.19	4.19	4.18	4.18		5.00	4.19	4.19	4.18	4.18	4.18	4.17	4.17

数据来源：彭博，东亚中国财富管理，数据截至 2024 年 6 月 18 日

此回归分析的调整后 R 平方报 0.84 及 F 检验为 0.00，反映此模型显著性可靠。另外，4 项 GDP 分类中共有 84 项结果，总平均值为 4.32%，标准差及峰谷值为 0.11% 及 0.28%。以

此推算，未来 10 年期收益率范围大概率介于 4.21% 至 4.43%，而较大值介于 4.04% 至 4.6%。同一分析技巧套用在 2 年期收益率，预测结果如下：

GDP=2.0%		核心 PCE (%)							GDP=1.5%		核心 PCE (%)						
		2.90	2.80	2.75	2.70	2.65	2.60	2.55			2.90	2.80	2.75	2.70	2.65	2.60	2.55
联邦利率	5.50	4.48	4.47	4.47	4.46	4.46	4.46	4.46	联邦利率	5.50	4.47	4.46	4.46	4.46	4.45	4.45	4.45
	5.25	4.35	4.34	4.34	4.34	4.33	4.33	4.33		5.25	4.34	4.33	4.33	4.33	4.32	4.32	4.32
	5.00	4.22	4.21	4.21	4.21	4.20	4.20	4.20		5.00	4.21	4.20	4.20	4.20	4.19	4.19	4.19
GDP=1.0%		核心 PCE (%)							GDP=0.5%		核心 PCE (%)						
		2.90	2.80	2.75	2.70	2.65	2.60	2.55			2.90	2.80	2.75	2.70	2.65	2.60	2.55
联邦利率	5.50	4.46	4.45	4.45	4.45	4.44	4.44	4.44	联邦利率	5.50	4.45	4.44	4.44	4.44	4.43	4.43	4.43
	5.25	4.33	4.32	4.32	4.32	4.31	4.31	4.31		5.25	4.32	4.31	4.31	4.31	4.31	4.30	4.30
	5.00	4.20	4.19	4.19	4.19	4.19	4.18	4.18		5.00	4.19	4.19	4.18	4.18	4.18	4.17	4.17

数据来源：彭博，东亚中国财富管理，数据截至 2024 年 6 月 18 日



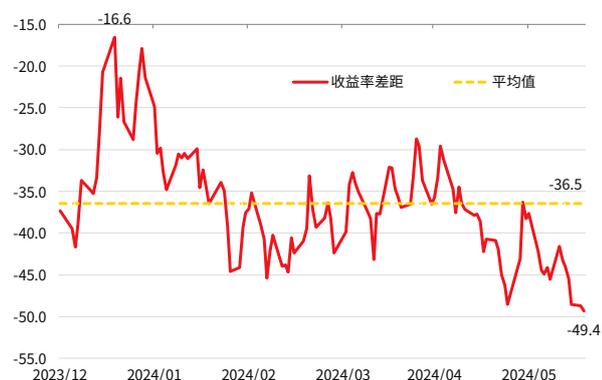
此回归分析的调整后 R 平方报 0.94 及 F 检验为 0.00，反映此模型显著性可靠。另外，总平均值为 4.89%，标准差及峰谷值为 0.17% 及 0.42%。以此推算，未来 2 年期收益率范围大概率介于 4.72% 至 5.06%，而较大值介于 4.47% 至 5.31%。最后通过上述两项收益率预测，再推算收益率曲线倒挂状况，结果如下：

截至 6 月 18 日，10 年期减去 2 年期之利差报负 49.4 个基点，创年内最低水平。上述基本及极端区间数据中，皆低过年内平均及最高值，分别报负 36.5 个基点及负 16.6 个基点，预期倒挂状况不太可能在本季内迅速改善。上季已分析过去 30 年历次首次降息前，收益率曲线倒挂都不会大幅改善，直至首降后 3 至 6 个月才会逐步消失，以上预测正吻合历年表现。

年期	平均值	标准差	峰谷值	基本		极端	
				下限	上限	下限	上限
百分比 (%)							
2	4.89	0.17	0.42	4.72	5.06	4.47	5.31
10	4.32	0.11	0.28	4.21	4.43	4.04	4.60
差距	-0.57	-0.06	-0.14	-0.51	-0.63	-0.43	-0.71

数据来源：彭博，东亚中国财富管理，数据截至 2024 年 6 月 18 日

10 年期减去 2 年期美债收益率差距 (bp)



数据来源：彭博，东亚中国财富管理，数据截至 2024 年 6 月 18 日

投资策略：迷雾中寻求亮点

综合上述各分析结果，首次降息将是扰动下半年整体债市的首要风险因素。减息已成定局，年内是降 1 次或 2 次并非主宰投资策略的主要因素。

早在去年第 4 季强调投资者应有序增持债券，预测收益率将随美联储讨论减息而下降，更在首降前反映大部份未来减息的幅度。截至 6 月 18 日，美国 10 年期国债收益率报 4.23%，非常接近美联储点阵图中明年利率中位数 4.125%，暗示整体债市进一步上行的空间有限，亦与我们的预测非常吻合。策略上持仓者不用急于抛售，当美联储宣布首降一刻，债价作出反应后，才考虑逐步套现。空仓者已错过投入债市的最佳时间，但仍可考虑以下投资机会。

■ 企业债券：首降前高息债券更吸引

参考过去 30 年数据，以持续 3 次加息为“加息周期”，并抽出之后首次减息为分析目标，符合条件者分别出现在 1995 年、2000 年、2007 年以及 2019 年。以首降之前 3 个月为分析时区，并以彭博美元累计信贷息差：投资级别 (IG) 及高息债券 (HY) 的变化为投资两类企债的导向。结果表列如下：

月份	信贷利差 (%)				联邦基金利率 (%)	
	投资级别	变化	高息	变化	水平	变化
31/05/1995	0.65	-0.02	3.47	0.27	6.00	0.00
30/06/1995	0.65	0.00	3.54	0.07	6.00	0.00
31/07/1995	0.64	-0.01	3.23	-0.31	5.75	-0.25
30/11/2000	1.98	0.16	8.29	1.13	6.50	0.00
29/12/2000	1.99	0.01	8.49	0.20	6.50	0.00
31/01/2001	1.71	-0.28	6.87	-1.62	5.50	-1.00
31/07/2007	1.26	0.29	4.13	1.21	5.25	0.00
31/08/2007	1.45	0.19	4.42	0.29	5.25	0.00
28/09/2007	1.45	0.00	4.05	-0.37	4.75	-0.50
31/05/2019	1.28	0.17	4.33	0.75	2.50	0.00
28/06/2019	1.15	-0.13	3.77	-0.56	2.50	0.00
31/07/2019	1.08	-0.07	3.71	-0.06	2.25	-0.25
平均值	1.27	0.03	4.86	0.08	4.90	-0.17
标准差	0.48	0.16	1.89	0.77	1.58	0.31
最大值	1.99	0.29	8.49	1.21	6.50	0.00
最小值	0.64	-0.28	3.23	-1.62	2.25	-1.00

数据来源：彭博，东亚中国财富管理，数据截至 2024 年 6 月 18 日

- 截至 6 月 18 日，IG 及 HY 的信贷利差分别是 0.93% 及 3.16%，两者皆较各平均值为低，HY 更创新低，反映以现水平投资企业债券并非最佳时机；
- 4 个案例里首降前两项信贷利差走势普遍按月“先升后降”，而且首降幅度愈大，此升降幅度便愈大。假设 9 月减息 25 个基点，意味着本季各信贷利差只会小幅波动；
- 利差变化上不论 HY 的标准差及最小值都较其 IG 数据以倍数为高，反映投入 HY 并持有至首降，受惠减息的效果或将较 IG 更大；
- 《股票》章节中预期本季美股升势将会持续，意味着 VIX 波动指数近月的反弹将不能维持。同样参考过去 30 年月度数据，IG 及 HY 的信贷利差与 VIX 走势的相关系数分别是 0.86 及 0.93，暗示当 VIX 随美股走高而下跌时，两项信贷息差大概率将同步下跌，有利债市但幅度上 HY 表现或更佳。

综合分析，在首降前及美股向好之势，预期本季 HY 表现更胜 IG。

实际收益率：10 年期以上更为吸引

实际收益率为名义国债收益率减去核心 CPI 同比变动，例如截至 6 月 18 日，10 年期国债收益率及核心 CPI 分别报 4.22% 及 3.42%，实际收益率为 0.8%。以彭博美元累计（10 年期以上）指数代表长债表现，比较美国 10 年期国债实际收益率，两者走势呈现明显背离，而且数据上相关系数负值比例高达 99%，反映实际收益率下降将大概率利好长债表现。

彭博美元累计（10 年期以上）指数及美国 10 年期实际收益率



数据来源：彭博，东亚中国财富管理，数据截至 2024 年 6 月 19 日

同样分析套用在 2 年期国债，实际收益率及代表指数走势同样出现背离，但相关系数负值比例只有 85%，反映即使核心 CPI 降幅一致，概率长债较短债吸引。而且截至 6 月 18 日，过去 1 年 2 年及 10 年期国债名义收益率的峰谷值差距分别是 1.08% 及 1.28%，反映长债变化更大，暗示首降前收益率变化将更有利长债。

美国总统大选年：简单就是美

前文中我们通过调整风险后回报，在过去 10 届美国总统大选年间，找出最值得投资的资产及类别。现在同样的分析套用在债市，结果如下：

年份	季度表现 (%)							
	全球累计	全球高息	美国累计	欧洲累计	新兴美元累计	美国国债	美国 IG 企债	美国 HY 企债
29/09/2000	-1.2	1.6	3.0	1.2	4.4	2.6	3.0	0.6
30/09/2004	3.4	6.2	3.2	2.7	8.5	3.3	4.3	4.8
30/09/2008	-3.8	-9.7	-0.5	2.3	-5.8	2.3	-7.8	-8.9
28/09/2012	3.3	6.2	1.6	3.7	6.8	0.6	3.8	4.5
30/09/2016	0.8	5.3	0.5	1.0	3.1	-0.3	1.4	5.6
30/09/2020	2.7	4.3	0.6	1.5	2.4	0.2	1.5	4.6
平均值	0.9	2.3	1.4	2.1	3.2	1.4	1.1	1.9
标准偏差	2.9	6.1	1.5	1.0	5.0	1.5	4.5	5.6
比例	0.3	0.4	0.9	2.0	0.6	1.0	0.2	0.3
最大值	3.4	6.2	3.2	3.7	8.5	3.3	4.3	5.6
最小值	-3.8	-9.7	-0.5	1.0	-5.8	-0.3	-7.8	-8.9
比例 (绝对值)	0.9	0.6	6.5	3.8	1.5	11.9	0.5	0.6
按年排名首 2 位次数	0.0	4.0	0.0	1.0	3.0	1.0	1.0	2.0
按年排名尾 2 位次数	1.0	1.0	4.0	1.0	0.0	3.0	0.0	2.0
排名差距	-1.0	3.0	-4.0	0.0	3.0	-2.0	1.0	0.0
正值比例	66.7	83.3	83.3	100.0	83.3	83.3	83.3	83.3
总得分	0	2	3	3	2	3	2	1

数据来源：彭博，东亚中国财富管理，数据截至 2024 年 6 月 19 日

同样设立 4 大指标：平均回报与标准差比例（愈高愈好）、最大及最小回报比例（愈高愈好）、排名次数差距（愈多愈好）及正值回报比例（愈高愈好），最后在 4 大指标中排名前 3 位者给予 1 分。

结果显示如以全球性分类，全球高息债券较好；以地区性分类，欧美债市较好；以美国债市分类，国债表现较好。综合所有得分，前 3 位分别是“美国累计”、“欧洲累计”及“美国国债”指数。换句话说，发达市场中简单地投入美国国债，风险考虑后表现将更加胜出。

■ 非美债市：风险考虑后其实选择不多

美联储对减息态度谨慎，发达市场中欧洲、加拿大、瑞士央行已率先行动以响应本地经济问题。传统上减息有利债市，但眼下标准普尔刚把欧盟第二大经济体法国的主权评级从“AA”下调至“AA-”，声称去年预算赤字占 GDP 约 5.5%，除了显著高于先前预测外，亦预期 2027 年其广义政府债务占 GDP 比例将从去年约 109% 增至约 112%。

地缘政治不确定性持续，现在投入非美债市是否上策？如投，哪个地区较有潜力？以各国 10 年期国债收益率作为指标，并以美国数据作为比较基准。结果表列如下：

国家	信贷评级： 标准普尔	收益率	与美国利差	3 个月变化		
				最低	最高	波幅
百分比 (%)						
印度尼西亚 (美元)	BBB	7.10	2.88	6.61	7.19	0.58
印度	BBB-	6.97	2.75	6.96	7.23	0.26
菲律宾	BBB+	6.81	2.59	6.25	6.81	0.56
新西兰	AA+	4.53	0.30	4.48	4.98	0.50
美国	AA+	4.22	0.00	4.19	4.70	0.51
澳洲	AAA	4.18	-0.05	3.96	4.52	0.56
英国	AA	4.08	-0.14	3.93	4.40	0.47
意大利	BBB	3.91	-0.32	3.61	4.07	0.46
马来西亚	A-	3.85	-0.37	3.83	3.99	0.16
希腊	BBB-	3.60	-0.62	3.34	3.75	0.41
西班牙	A	3.27	-0.95	3.13	3.44	0.31
加拿大	AAA	3.26	-0.96	3.26	3.87	0.61
韩国	AA	3.20	-1.02	3.22	3.70	0.48
法国	AA-	3.18	-1.04	2.79	3.22	0.44
新加坡	AAA	3.13	-1.09	3.04	3.44	0.40
葡萄牙	A-	3.13	-1.09	2.95	3.30	0.35
荷兰	AAA	2.75	-1.47	2.59	2.98	0.39
泰国	BBB+	2.73	-1.50	2.48	2.80	0.32
德国	AAA	2.40	-1.82	2.29	2.69	0.40
中国	A+	2.24	-1.99	2.22	2.34	0.12
瑞典	AAA	2.15	-2.07	2.12	2.57	0.45
日本	A+	0.92	-3.31	0.70	1.07	0.37
瑞士	AAA	0.65	-3.58	0.55	0.81	0.26

数据来源：彭博，东亚中国财富管理，数据截至 2024 年 6 月 19 日

筛选过程及条件如下：

- 高于美国收益率只有 4 个国家，分别是印度尼西亚（美元）、印度、菲律宾及新西兰；
- 退而求其次，选择低于美国但负 1% 以内，分别有澳洲、英国及加拿大等 7 个国家；
- 包含以上 11 国，违约风险考虑下再筛选只有 A 评级或以上国家，结果余下 7 国，包括新西兰、澳洲、英国、马来西亚、西班牙及加拿大；

- 再抽出 3 个月内收益率波幅低过美国，以反映其国债价格相较美国稳定。7 国中只有 4 国符合以上要求：新西兰、英国、马来西亚及西班牙；
- 最后，4 国中规定收益率高过美国者，就只有新西兰。

综合而言，美联储按兵不动期间，探索非美债市或许只能是投资者的另类选择。但在美元主导的资本市场及混沌的国际环境中，投资者更需考虑违约及利率波动风险，较寻求高回报更为重要。 |

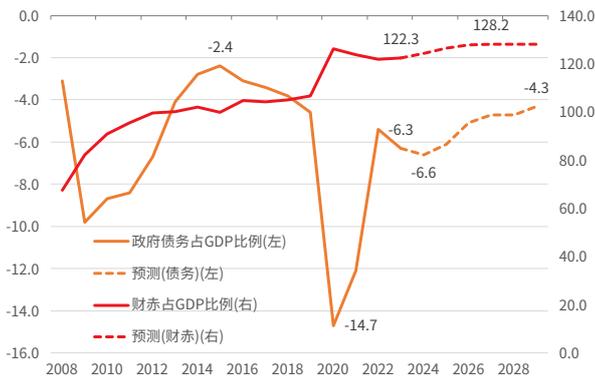
其他分析：美债的长期前景

短期财政金融政策分析以外，投资者需注意更深层次且长期的问题：美国债务比例过高及中美博弈。

■ 财政纪律较利率更重要

去年美国联邦总债务占 GDP 比例达到 122.3%，居全球第 3 位，仅次于前两位的日本（263.9%）及意大利（137.3%）。根据彭博综合预测显示，2029 年前占比将持续恶化，最高可能达到 128.2%。相较全球第 2 大经济体的中国（77.1%），美国债务程度已达至令国际关注水平。国际组织多次警告，美国债务恶化将影响全球。毕竟在美元为轴心的全球资本体系中，债务比例过高将打击全球对美元的信心，间接冲击其他国家的经济，尤其中小型经济体。

美国联邦债务与财政赤字占 GDP 比例及各预测 (%)

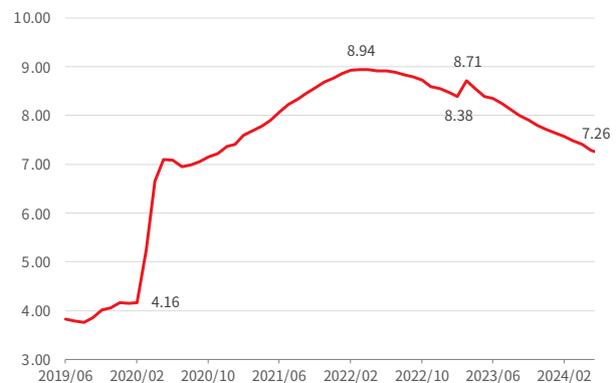


数据来源: 彭博, 东亚中国财富管理, 数据截至 2024 年 6 月 15 日

债务增长主要源于财政纪律失衡。由前任美国总统特朗普到本届拜登，财政赤字占 GDP 比例持续上升，由最低负 2.4%，升至疫情时最高负 14.7%。疫后经济政策恢复常态化，截至去年底报负 6.3%，仍较疫前更低。更有甚者，今年拜登多次推出扩张性财政政策，预期选举前拜登愈失势，政策将愈趋激进。彭博综合预测年内财政赤字占比再度恶化至负 6.6%，暗示财政部需发行更多国债以填补多余开支。

美联储主席鲍威尔接受媒体采访时曾经说：“长远来看美国正走在一条不可持续的财政道路上，债务增速快于经济增长，这是无可争议的。”“我们其实是向后代借贷，但每代人都应该为自己行为付出代价，而非把账单交给我们的子孙。”“政治角度上，这真的不关我们（美联储）的事。但我确实认为，现在是时候重新优先考虑财政的可持续性，而且愈早愈好。”

美联储资产负债表总量 (万亿美元)



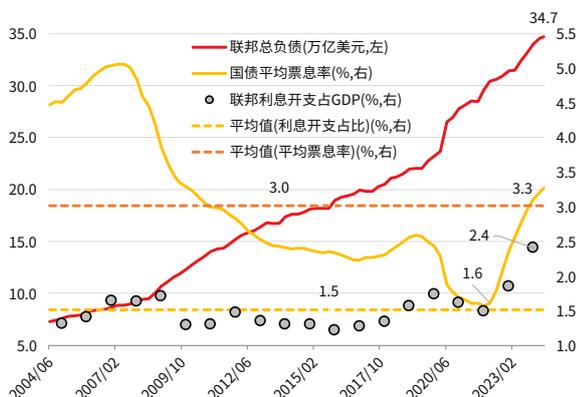
数据来源: 彭博, 东亚中国财富管理, 数据截至 2024 年 6 月 15 日

美联储自 2022 年 6 月起实施“缩表”政策，资产负债表除了去年因拯救本土银行危机而一度轻微反弹外，整体总量确实由最高 8.94 万亿下降至今年 6 月初的 7.26 万亿（美元，下同）。虽然较疫前约 4.16 万亿仍有距离，但美联储 6 月会议中决定减少其购债规模，由每月 950 亿下降至 600 亿，料总量降速将会放缓。

财政失衡及债务比例过高使得美国国债滞销。

参考 5 月底美国财政部拍卖国债纪录，其中 2 年期和 5 年期的市场反应并不理想，成功拍出的收益率都较市价为高，其他拍卖结果也都不尽人意，反映市场忧虑正在滋长，要求稍高于市价的收益率无可厚非。耶伦亦在公开场合上喊话：“长期维持较高利率令美国国债需求变得更难预测，而且稳定财政赤字与利息开支的可控性变得更具挑战性。”她重申经通胀调整的利息开支相对于 GDP 比率，未来 10 年将稳定在约 1.3%，并将把利息开支维持在可负担水平。

美国联邦总负债，国债平均票息率及利息开支占比 (%)



数据来源: 彭博, 东亚中国财富管理, 数据截至 2024 年 6 月 15 日

参考近 20 年美国国债平均票息率及联邦利息开支占 GDP 比率，两者平均值分别是 3.0% 及 1.5%，比较截至今年 5 月底数据，两者分别报 3.3% 及 2.4%。结果显示利率差距其实不大，但利息开支占比却是 20 年新高，亦远超其平均值。反映问题核心不在于利率，而是 20 年来不断攀升的联邦总负债量。

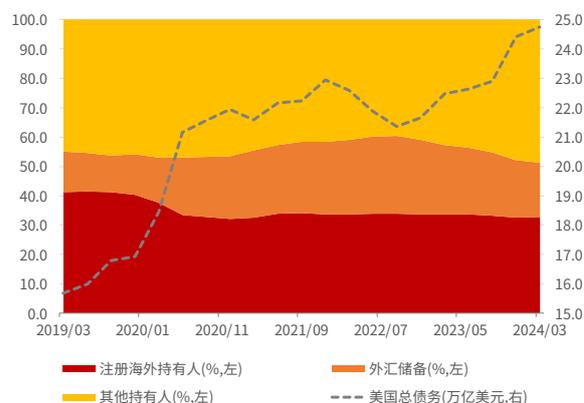
5 月底负债总额约 34.7 万亿（美元，下同），配合同期平均票息率报 3.3%，即利息开支约 1.15 万亿，再除以 2022 年美国 GDP 总量约 25.4 万亿，利息占比约 4.5%。拜登政府执意推行扩张性财政政策，总负债量突破 35 万亿只是时间问题，除非 2023 年 GDP 总量大幅上升，否则其占比难以降至耶伦声称的目标。

目前媒体预测，拜登有可能延续 2022 年通过总值约 4,370 亿预算的《降低通胀法案》，提供首次买房补助计划等刺激经济方案；特朗普亦承诺延长 2017 年时减税政策，并许诺将企业税由 21% 下降至 15%。无论谁入主白宫，美国债务高企的问题或许很难很快解决，而美国继去年 8 月被惠誉下调长期信用评级后再受挑战，这对全球债市可能造成极大扰动。

美债持有人分析

分析美国国债持有量数据可反映当前美债销售的现况。过去 5 年美国国债总量升幅近 6 成，注册海外持有人，包括退休基金或机构投资者，由约 41% 下降至 33%；外汇储备占比由约 14% 反复上升至 19%；其他持有人，包括个人投资者或私募基金，占比由约 45% 升至 49%。

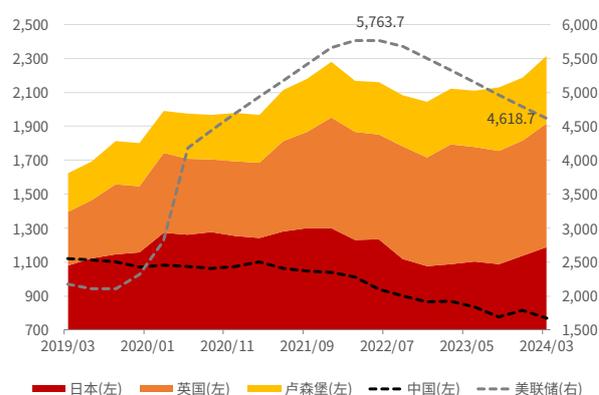
美国国债总量及其持有人占比



数据来源: 彭博, 东亚中国财富管理, 数据截至 2024 年 6 月 18 日

偏向长线持有的注册海外持有人占比持续下降，反映其信心开始动摇。以短期回报为本的其他持有人更多是冲着高收益率而来，截至今年第一季度，两者占比超过 8 成。

美联储及前 4 名国家美国国债持有量 (10 亿美元)



数据来源: 彭博, 东亚中国财富管理, 数据截至 2024 年 6 月 18 日

传统上外汇储备是美国国债持仓的基石。截至今年首季，前 5 名及其持有量，依次序分别是美联储持有 4.6 万亿（美元，下同），日本持有量 1.2 万亿，中国持有量 7,674 亿，英国持有 7,281 亿及卢森堡持有 3,993 亿。中国持续减持已不必争论，5 年跌幅及持有量分别是 32% 及 3,531 亿，期间美国财政部长耶伦多次访华都无阻其“去美元化”的决心。



■ 中美博弈：“去美元化”的冲击

根据国际货币基金组织（IMF）截至去年第 4 季的数据显示，全球近 6 成外汇储备以美元结算；截至今年 4 月，环球银行金融电信协会（SWIFT）系统中超过 5 成国际贸易都是以美元结算。近代史中还从来没有一个国家或货币成功挑战美元地位，加上美国军事实力有着全球压倒性优势，挑战美元地位困难重重。

但俄乌及以哈冲突为“去美元化”造就了契机。俄乌战争爆发至今，美方阵营向俄罗斯及其盟国多次实施贸易制裁及威胁剔除 SWIFT 贸易系统，甚至有意扣押俄罗斯海外资产，最终迫使世界建立另一个国际结算系统：“mBridge”。

根据国际结算银行（BIS）提供的数据显示，该计划旨在提供一个由中央银行和商业银行参与的多方位中央银行数字货币（CBDC）平台，利用虚拟货币及区块链技术，提供实时跨境支付和结算服务。这是自 2021 年开始由国际清算银行创新中心、泰国银行、阿拉伯联合酋长国中央银行、中国人民银行数字货币研究所和香港金融管理局合作的成果，今年 6 月已有 26 个观察成员国。

引述路透社报导，中国除了主导此计划外，还在全球开展大规模的 CBDC 试点，目前覆盖近 2.6 亿人口，涵盖从电子

商务到政府支付等多个场景。印度、巴西和俄罗斯等其他大型新兴经济体也计划在未来两年推出 CBDC。另外，6 月沙特阿拉伯（沙特）央行宣布成为此计划的“全面参与者”，这可能是朝着减少以美元进行世界石油贸易又迈进一步。

以国际货币而言，其功能不外乎“储备”——短期内未有替代方案之前，料外汇储备仍以美元主导，但各国增持黄金将是预期之内；“贸易”——美国国债仍是国际银行体系中最可靠的抵押品之一，短期内企业融资等原因下商界仍需要持有美元。但上述“mBridge”的面世将打破美元贸易的垄断，甚至民间货币交流（例如旅游出行），在可见的将来各国依赖美元程度只会逐步下降；“投资”——科技狂热燃烧着美股的升势，别无他选之下唯有以美元作股票投资。美元债券仍是全球最大的债市，暂时未见对其地位有任何撼动的可能性。但上述 3 大功能的体量依次序是“储备”、“贸易”及“投资”。长远而言，全球对美元需求将会下降，货币贬值导致本土通胀及利率上升，企业盈利增长放缓，债券市场疲软等，最后导致国际秩序重置。当然，这将是年度计算的漫长过程。

全球金融秩序正进入一个新的时代，尽管变化仍有待观察，投资者其实早已置身于“百年未有之大变局”之中。|

中国及亚洲债市展望

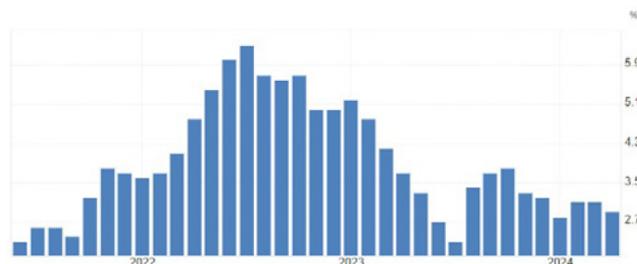
■ 着眼长远利率走势，灵活配置亚洲投资级别和高收益债券

2024 年是选举年。印度、印度尼西亚和台湾等国家及地区已举行大选，紧随其后还有美国总统大选。选举因素迭加地缘政治紧张局势加剧，我们预计今年利率波动有可能会加大，因此我们会着眼长远利率走势，避免受到短期波动影响。不少亚洲市场的经济稳健，其债券的信贷基调良好且收益率吸引。我们认为今年余下时间可以因应市况走势，在亚洲投资级别和高收益债券两者之间灵活配置，从中寻找机会。

■ 对韩国投资级别债券维持乐观；中国科技、媒体和电讯投资级别长存续期债具投资价值

韩国经济和金融市场稳健，当地投资级别金融机构债券信贷基调良好，兼备高收益率。因此，银行、证券和租赁公司债券特别受我们青睐。韩国在今年第 1 季的经济增幅超过预期。国内消费反弹，加上出口强劲，当地经季节性调整的首季经济增长环比上升 1.3%，是自 2021 年第 4 季以来最大的升幅。韩国央行认为，当地今年的经济增长有机会超越之前预期的 2.1%。同时，当地通胀跌幅也较预期快，5 月消费物价指数同比上升 2.7%，为年内最低升幅。另外，韩国金融市场具韧性，万一外围环境变差，或也有足够能力承受风险。

韩国通胀率



数据源：韩国统计局，数据截至 2024 年 6 月 19 日

<https://tradingeconomics.com/south-korea/inflation-cpi>

除韩国的投资级别金融机构债券之外，我们亦看好中国的科技、媒体和电讯投资级别长存续期债券，尤其是电子商务和社交平台营运商的债券。中国科技巨头公布的最新季度业绩，大部分表现出众。加上新债供应少，收益率吸引，投资者对于该板块的债券需求旺盛。同样因供应短缺，中国资产管理

公司的债券也有不俗表现。该板块同时能受惠于中国政府推出的多项房地产措施，有助改善投资者情绪。

■ 对中国高收益房地产债稍为看好 印度尼西亚房地产和工业高收益债券可看高一线

中国连番出招刺激经济和房地产，全国多个城市均已取消限购政策。中国管理层在 5 月进一步推出更多措施刺激楼市。人民银行宣布将提供 3,000 亿人民币再贷款，让地方国企购买闲置的待售房屋，再将之改为保障性住房。同时，央行全面调整住房贷款利率政策，包括取消全国抵押贷款利率下限和降低首付比例。我们估计，政府会用一段时间观察措施成效，倘若刺激效果依然不理想，后期或会推出更多政策。我们认为，新屋销售、房价和开发商盈利均需要时间来改善。不过，从信贷角度而言，银行通过项目贷款或担保债券等方式帮助开发商再融资，对于实力雄厚的地产商确实提供了更坚实的支持。我们认为刺激楼市措施主要惠及投资级别开发商、国企或地方国资委为母公司的开发商，以及拥有足够投资物业作为抵押品的开发商。

中国以外，我们也关注印度尼西亚高收益房地产和工业债券。印度尼西亚今年第 1 季经济表现优于市场预期，同比上升 5.11%。当地经济具结构性增长潜力，例如劳动人口增加和消费力改善。同时，当地政府致力投资基础设施，有助带动经济活动。受印度尼西亚总统佐科维多多（Joko Widodo）支持的国防部长普拉博沃（Prabowo Subianto）于刚落幕的总统选举中胜出，市场预期新任总统将会延续现有的经济政策。作为东南亚最大经济体，印度尼西亚未来的经济发展正面，成功吸引了不少外资。近日一美国科技巨头宣布将于当地投资 17 亿美元发展人工智能和云端技术。印度尼西亚稳健的经济发展同时带动当地楼市，数据显示今年第 1 季当地的住宅市场量价齐升，价格同比微升 1.89%，销售则同比激增 31.16%。印度尼西亚政府大量兴建基础设施，同时利好印度尼西亚高收益工业债券前景。年初迄今，不少印度尼西亚企业提早赎回美元债券或进行债务重组，减少利息支出，资产负债表和信贷基调得以改善。

总体而言，亚洲多国经济平稳发展，债券信贷基本面良好，收益率相比环球同业更为吸引。不过，亚洲债券或多或少受到美国债券表现的影响，美国今年稍后举行总统选举，市况可能因而出现波动。因此，投资者若能着眼长远利率走势，在亚洲投资级别和高收益债券两者之间维持灵活调配，便可受惠变动市况所带来的投资机遇。 |



第五部分

外汇市场篇

美元

外汇 美元

美联储减息预估降至仅一次，但首次减息日期仍未确定

美元指数第 3 季预计波动范围

102.00 至 107.00



美元指数近一年走势



数据来源: 路透, 东亚中国财富管理, 数据截至 2024 年 3 月

美国主要经济数据表现	时段	数值 (%)
国内生产总值 (GDP)	2024 年第 1 季 (终值)	1.4 (环比折年率)
失业率	2024 年 5 月	4.0
零售销售	2024 年 5 月	2.27 (同比)
消费物价指数 (CPI)	2024 年 5 月	3.3 (同比)

数据来源: 路透, 东亚中国财富管理, 数据截至 2024 年 6 月

■ 美国经济相对平稳，美联储有降息空间但不急于减息

美联储一份针对经济健康状况的调查显示，从 4 月初到 5 月中，美国经济活动继续扩张，但在消费者需求趋弱的情况下，企业对未来的看法不如之前乐观，同时通胀继续以温和的速度上升。另外，美国第 1 季 GDP 环比折年率增长 1.4%，对比 2023 年第 4 季 3.4% 的表现明显回落。整体来说，从经济的角度上看，虽然美国经济数据好坏参半，但相比其他发达经济体仍然表现除韧性，这表明美联储今年虽有降息空间，但不急于抢先减息。

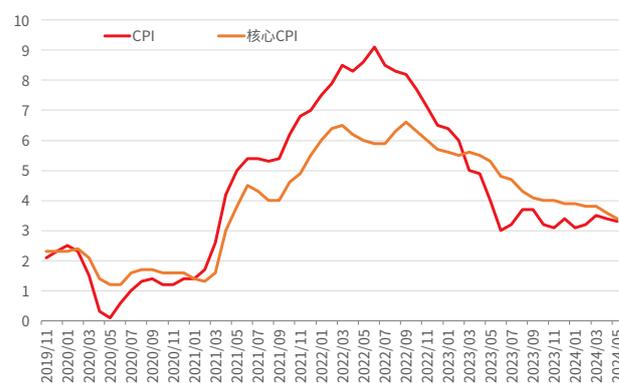
■ 美联储减息预估降至仅一次，可留意 11 月美大选前的会议

美联储于 6 月的议息会议按兵不动，而最新点阵显示年内降息预期大幅降温，对降息次数的预估从 3 月时公布的 3 次下修至仅 1 次，整体立场偏鹰。美联储在政策声明中表示，最近数月在通胀方面取得进一步进展，并重申在他们更确信物价压力将继续缓解之前不宜降息。虽然美联储已落实今年内的减息次数，但仍未确定首次减息日期。如果美联储计划于美国 11 月大选前启动减息行动，则 9 月份的机会较大。根据利率期货价格反映，美联储于 9 月减息的机会为 6 至 7 成。当然，未来的减息步伐仍将取决于美国最新的经济数据表现。

■ 预期通胀仍具黏性，但不影响美联储年内减息部署

美国目前的通胀自从 2022 年中的 9.1% 峰值经历一段较大斜率的下滑后，下降走势已趋于平缓，最新美国 5 月 CPI 为 3.3%。整体通胀水平虽大幅回落，但仍较美联储订下的目标 2% 高出不少。另外，美国供应管理协会 (ISM) 制造业采购经理人指数 (PMI) 亦出现连续第二个月收缩情况，但大宗商品价格上涨使得工厂投入成本仍高于大部分时间的水平，显示制造业仍隐藏通胀走高的压力。因此，目前来说，美国的通胀水平仍具黏性，但即使通胀再回升，幅度也属轻微；料不会影响美联储于年内开始减息的决策。

美国 CPI 同比走势 (%)



数据来源: 路透, 东亚中国财富管理, 数据截至 2024 年 6 月

人民币

外汇 美元兑离岸人民币

人行或选择通过公开市场操作以达利率目标，短期内大幅减息机会不大

美元兑人民币第 3 季预计波动范围

7.1700 至 7.3200



美元兑人民币走势



数据来源:路透, 东亚中国财富管理, 数据截至 2024 年 6 月

中国主要经济数据表现	时段	数值 (%)
国内生产总值 (GDP)	2024 年第 1 季	5.3 (同比)
失业率	2024 年 5 月	5
零售销售	2024 年 5 月	3.7 (同比)
消费物价指数 (CPI)	2024 年 2 月	0.3 (同比)

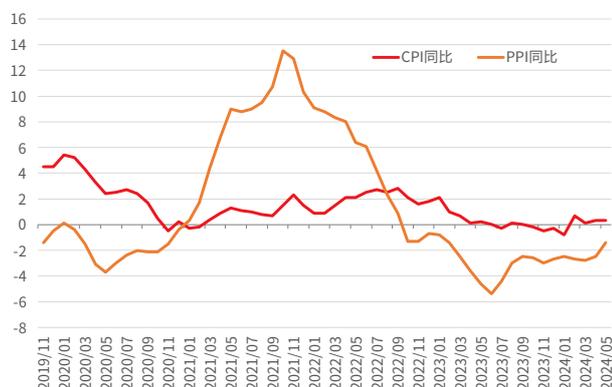
■ 中国经济回升势头年内有望延续

国际货币基金组织此前表示,中国第一季度经济强劲增长后,预计经济今年将有更高的增长,上调此前 4.6% 的增长预期至 5%,到 2025 年将放缓至 4.5%。而世界银行上调今年全球经济增长预测的同时,将中国增长预测亦从 1 月的 4.5% 上调至 4.8%,主要因为中国出口的增长已抵消国内近期需求疲软的影响。由以上两个经济预测可见,中国经济上半年的增长势头有望在今年进一步延续。

■ 中国通缩风险下降,市场等待更多稳健增长信号

受惠经济政策推动,中国经济逐步向好,管理层也在今年年初定下了 5% 的经济增长目标。市场目前正期待相关政策对经济带来加快复苏的效果。中国 5 月物价温和上升,其中 CPI 同比升 0.3%,为连续第四个月上升;而工业生产者出厂价格指数 (PPI) 因受益上游大宗商品价格上涨,同比跌幅亦明显收窄至 15 个月以来最低,但仍处于负值水平。由此可见,中国通缩风险正在逐步降低,但目前并未完全消退。由于国内整体经济表现仍在复苏的过程中,市场仍憧憬即将于 7 月举行的政治局会议和三中全会,会否进一步释放“稳增长”信号。

中国 CPI 和 PPI 同比走势 (%)



数据来源:路透, 东亚中国财富管理, 数据截至 2024 年 6 月

■ 预期人行将通过公开市场操作实现利率目标，短期大幅减息机会不大

中国人民银行行长潘功胜在 6 月份 2024 陆家嘴论坛上明确表示，支持性的货币政策立场不会动摇，同时亦详细阐释了未来的政策框架。他提到未来可考虑明确以央行某个短期操作利率作为主要政策利率，认为 7 天期逆回购操作利率已基本承担这个功能，其他期限货币政策工具利率可淡化政策利率色彩。有关言论令市场认为一年期中期借贷便利（MLF）作为“利率锚”的作用相对弱化，尤其它对贷款市场报价利率（LPR）的引导意义。预期人行将通过公开市场操作，包括逆回购及债券买卖来实现短期利率目标，因此人行短期大幅减息的机会不大。 |

欧元

外汇 欧元兑美元

欧央行已启动减息，进一步行动需看通胀走势

欧元兑美元第 3 季预计波动范围

1.0400 至 1.0900



欧元兑美元一年走势



数据来源: 路透, 东亚中国财富管理, 数据截至 2024 年 6 月

欧元区主要经济数据表现	时段	数值 (%)
国内生产总值 (GDP)	2024 年第 1 季	0.4 (同比)
失业率	2024 年 4 月	6.4
零售销售	2024 年 4 月	0.0 (同比)
调和消费物价指数 (HICP)	2024 年 5 月	2.6 (同比)

数据来源: 路透, 东亚中国财富管理, 数据截至 2024 年 6 月

■ 欧洲央行已启动减息行动，但没有发表将进一步降息的言论

欧洲央行在 6 月的议息会议中宣布减息 25 个基点，将存款利率从 4.0% 下调至 3.75%。虽然他们认为通胀正逐步缓和，但会后声明并未发布 7 月将再次减息的信号。同时，该行还调高了经济增长及通胀预估，令市场调整对该行减息的预期。市场预期欧洲央行于年底前只会减息一至两次，跟欧洲央行官员之前曾表示欧洲央行虽有减息空间，但必须慢慢放松政策的言论一致。

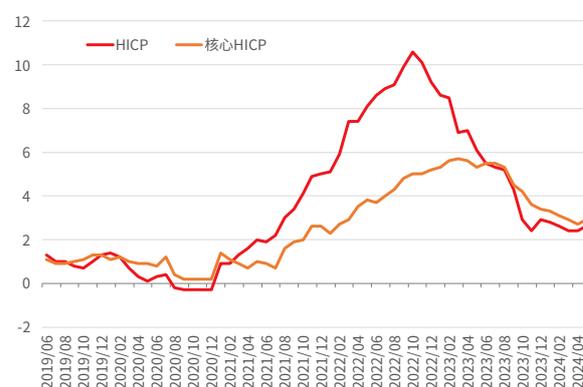
■ 薪资指标上涨或限制央行推行宽松货币政策

欧洲央行官员多次表示该行打击欧元区通胀的行动尚未结束，还预测 2025 年的平均通胀率为 2.2%，这意味着通胀率在明年仍将维持在央行 2% 的目标之上。尽管通胀水平最近数个季度持续回落，但由于薪资增长居高不下，国内物价压力短期料依然强劲。欧元区第一季协商工资增长率为 4.69%，较前季的 4.45% 略有回升。但欧元区关键薪资指标回升，让欧洲央行的后续行动将更加谨慎。因此，我们应关注该区域工资增长的表现，来判断整体通胀率能否持续下降。若往后的工资增长继续保持黏性，将降低央行进一步减息的动力。

■ 欧元区经济正进一步远离衰退边缘

欧元区5月综合采购经理人指数 (PMI) 初值从4月的51.7 攀升至52.3，已是连续第三个月超过荣枯分水岭50水平。作为欧元区最大经济体系的德国，也受到服务业活动强劲推动，该国5月综合PMI也连续第二个月录得高于50的水平，反映欧元区正逐步脱离经济衰退的阴影。若欧元区经济进一步见起色，将减低欧洲央行减息的需求及急切性。

欧元区调和CPI同比走势 (%)



数据来源: 路透, 东亚中国财富管理, 数据截至 2024 年 6 月

英镑

外汇 英镑兑美元

英国经济停滞且通胀回落，将加强央行减息动能

英镑兑美元第 3 季预计波动范围

1.2400 至 1.2900



英镑兑美元一年走势



数据来源: 路透, 东亚中国财富管理, 数据截至 2024 年 6 月

英国主要经济数据表现	时段	数值 (%)
国内生产总值 (GDP) 初值	2024 第 1 季	0.2 (同比)
失业率	2024 年 4 月	4.4
零售销售	2024 年 5 月	1.3 (同比)
消费物价指数 (CPI)	2024 年 5 月	2.0 (同比)

数据来源: 路透, 东亚中国财富管理, 数据截至 2024 年 6 月

■ 英国央行已开启年内减息的大门

继欧洲央行及加拿大央行于 6 月宣布减息后，英国央行在同月举行的议息会议上将利率继续维持在 16 年高位的 5.25% 不变，表示目前不降息这个决定经过了综合考虑。英国央行总裁贝利称当地最新的数据显示，通胀率回到 2% 目标水平，是一个很好的消息，但马上减息还为时过早。英国央行为今年稍后时间推行宽松货币政策打开了大门，市场定价显示英国央行可能最快于 9 月或 11 月的会议上开始减息。

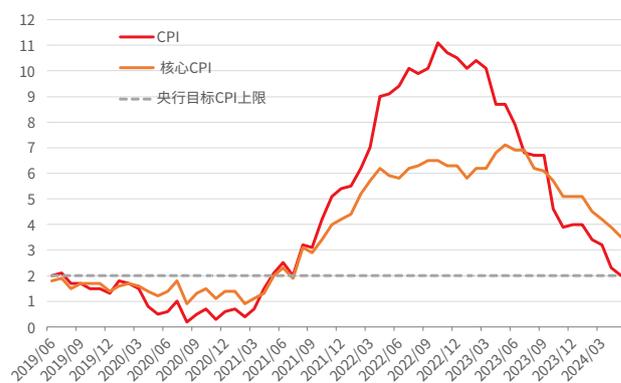
■ 英国通胀回落至目标水平，加大今年减息机会

英国 5 月 CPI 同比升幅降至 2%，为最近三年来首次回到 2% 的目标水平。经济动能方面，英国 4 月 GDP 停滞不前，英国经济在 4 月出现零增长，显示经济前景仍然不确定。英国银行官员曾多次强调，该行短期的货币政策方向将取决于最新的经济表现。如今通胀明显回落且经济仍欠缺动力，料将加大英国央行在年内启动减息计划的决心。

■ 英国提前大选对英镑影响不大

英国首相苏纳克在 6 月突然宣布将于 7 月 4 日举行大选，希望传递经济改善的信息给民众，扭转保守党较落后的民调数字。市场普遍预计工党大概率将在大选中打败保守党胜出。即使最后工党政府上台，预期有关财政及货币政策均不会有太大转变，对英镑的影响有限。 |

英国通胀增速走势 (%)



数据来源:路透, 东亚中国财富管理, 数据截至 2024 年 6 月

日元

外汇 美元兑日元

政府干预未改变日元短期弱势，经济萎缩或减慢加息

美元兑日元第 3 季预计波幅范围

155.00 至 162.00



美元兑日元走势



数据来源: 路透, 东亚中国财富管理, 数据截至 2024 年 6 月

日本主要经济数据表现	时段	数值 (%)
国内生产总值 (GDP)	2024 年第 1 季	-1.8 (环比折年率)
失业率	2024 年 4 月	2.6
零售销售	2024 年 4 月	2.4 (同比)
消费物价指数 (CPI)	2024 年 5 月	2.8 (同比)

■ 经济短期下滑不影响日本央行加息部署

日本央行于 6 月的议息会议中维持超低利率和每月约 6 万亿日元 (相当约 380 亿美元) 购买公债的速度不变, 但将会在 7 月的会议上决定长期缩减计划的细节。日本央行意向在之后的时间减少购债, 以确保长期利率更自由地由金融市场决定。日本央行总裁植田和男曾多次表示日本经济正处于温和复苏的轨道, 仅凭经济短期下滑将不会影响央行在短期内加息的部署, 由此可见日本央行正准备加息的决心。

■ 日本整体经济再现萎缩, 将减慢央行加息步伐

虽然日元疲软提振日本 5 月出口额同比增长 13.5%, 但出口量却同比下降 0.9%, 且为连续第四个月萎缩; 这反映全球对日本出口的需求仍相对疲软。另外, 日本整体经济亦重现萎缩, 当地今年第一季实际 GDP 环比在前一季表现增长后, 亦意外重新出现下跌 0.4% 的萎缩现象。出口表现不如预期, 加上整体经济疲弱, 宏观经济环境或将限制日本央行之后的加息行动。在日本经济基本面表现欠佳的背景下, 预期日本央行年内持续加息的速度不会过于进取。

日本季度 GDP 表现 (%)



数据来源:路透,东亚中国财富管理,数据截至 2024 年 6 月

■ 干预行动或再次被触发，短期较难改变日元弱势

根据日本财务省之前公布的数据，确认日本政府曾在 4 月 29 日和 5 月 2 日斥巨资干预汇市，总共花费约 9 万亿日元（相当于 571.1 亿美元），以阻止日元兑美元跌至 34 年低点 160 的急速跌势。日本财务大臣铃木俊一曾在有关干预行动后表示，日本将采取适当行动应对过度的外汇波动，同时亦强调汇率稳定的重要性。市场关注点已转向当局还会否再次行动，而有关干预的触发点将大概率是日元兑美元之前突破的 160 关口附近。 |

加元

外汇 美元兑加元

加央行率先降息，通胀回落或支持央行进一步行动

美元兑加元第 3 季预计波动范围

1.3400 至 1.3900



美元兑加元一年走势图



数据来源: 路透, 东亚中国财富管理, 数据截至 2024 年 6 月

加拿大主要经济数据表现	时段	数值 (%)
国内生产总值 (GDP)	2024 年第 1 季	1.7 (环比折年率)
失业率	2024 年 5 月	6.2
零售销售	2024 年 3 月	-0.2% (环比)
消费物价指数 (CPI)	2024 年 4 月	2.7 (同比)

数据来源: 路透, 东亚中国财富管理, 数据截至 2024 年 6 月

■ 加拿大央行率先减息，年内或再次下调利率

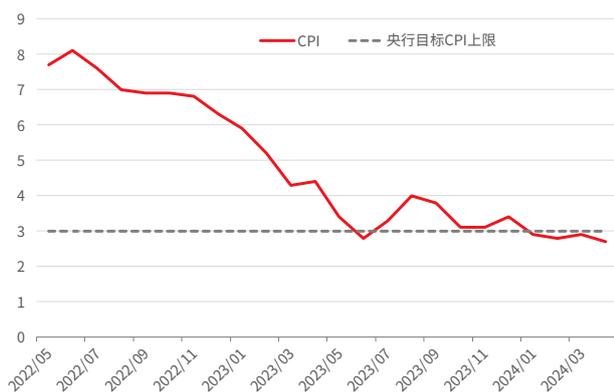
加拿大央行在 6 月的第一周宣布降息 25 个基点至 4.75%，这是该央行四年来首次降息，成为七国集团 (G7) 中首个启动宽松货币政策周期的央行。因该行早在 4 月的前次会议中已论及降息的可能性，因此市场的关注重点亦转向央行官员对于后续政策前景的表态。加拿大央行总裁麦克勒姆表示在声明中表示，当地通胀在持续缓解，货币政策因此不需要过于紧缩，而降息决定可以降低家庭和企业借贷成本。他亦称若通胀继续缓解，对通胀持续向着 2% 的目标的信心将继续增强，那么进一步的降息是合理的。市场随即将之解读为该行将在 7 月进一步降息，利率期货价格反映加拿大央行在 7 月 24 日再次宣布下调利率的可能性约为 60%，届时还会将发布最新的季度预测。

■ 通胀水平已达标并趋平稳，增大央行减息的空间

加拿大央行官员在 6 月的议息会议曾表示如果通胀率继续向目标靠近，将有理由期待进一步的降息行动，因此当地的通胀表现将成关注点。加拿大最新 4 月份消费物价指数 (CPI)

同比上涨 2.7%，为逾三年低位，较 3 月份同比上涨 2.9% 回落，同时这是当地物价在 2023 年 6 月开始从 8.1% 峰值持续回落，并连续第四个月降至央行 1% 至 3% 的目标范围之内。因此若加央行之前的货币紧缩政策能进一步发挥功效而令通胀持续降温，将为该行提供更大的减息空间和动力。

加拿大 CPI 同比走势 (%)



数据来源:路透, 东亚中国财富管理, 数据截至 2024 年 6 月

■ 油价料继续区间波动，对加元走势影响有限

虽然石油输出国组织及其盟友 (OPEC+) 已在今年年初扩大了石油减产规模，但环球经济增长短期仍存在变量，令整体石油需求仍维持疲弱状态。因此，两个因素互相抵消下，我们预期油价短期走势料趋平稳态势，将在每桶 70 至 85 美元区间内波动。当然，投资者应留意地缘政治冲突的变化，若相关地区局势出现紧张局面，油价的波动幅度或会有所加大。油价中短期或将维持区间波动的格局，因此对加元整体走势的影响有限。 |

澳元

外汇 澳元兑美元

通胀黏性令央行或较迟减息，巩固澳元利差优势

澳元兑美元第 3 季预计波动范围

0.6400 至 0.6900



澳元兑美元一年走势图



数据来源: 路透, 东亚中国财富管理, 数据截至 2024 年 6 月

澳洲主要经济数据表现	时段	数值 (%)
国内生产总值 (GDP)	2024 年第 1 季	1.1 (环比折年率)
失业率	2024 年 5 月	4.0
零售销售	2024 年 4 月	0.1 (环比)
消费物价指数 (CPI)	2024 年第 1 季	3.6 (同比)

数据来源: 路透, 东亚中国财富管理, 数据截至 2024 年 6 月

■ 澳洲通胀仍具黏性且劳动市场向好，支持央行较迟减息

因企业招聘更多全职员工，澳洲 5 月就业人口增长超出预期；同时失业率下降至 4%，这表示当地劳动力市场在高利率和消费需求疲软的情况下依然保持韧性。通胀方面，澳洲在 2024 年第 1 季的同比通胀率进一步下跌至 3.6%，为逾两年以来新低。整体物价虽出现回落，但支撑通胀率上升的工资物价指数仍然高企，或令当地通胀回落速度较慢。澳洲通胀仍具黏性，加上劳动市场向好且房价迅速上涨，均令澳洲央行较其他央行更迟减息，支持澳元中长线表现。

■ 预期澳洲央行将较其他央行更晚减息，有助巩固利差优势

澳洲央行在 6 月的政策会议中维持指标利率在 4.35% 不变，同时称仍有理由对通胀风险保持警惕，该行还表示当地家庭消费数据比最初时更为强劲，且服务业通胀仍很顽固。相关鹰派言论令市场降低了对该行在年内减息可能性的预期。因有关委员会已为通胀再度高于预期设下了很高的门槛，因此预期澳央行下一步将是减息而不是加息。市场几乎已排除了该行进一步加息的可能性。目前利率期货市场价格反映澳洲央行最快将到明年 4 月才有减息的可能，因此相比美联储及其他主要央行或已较早开展减息周期，澳洲央行较迟减息的货币政策将为澳元带来利差优势，有利澳元短线及中线表现。

■ 预期美联储下半年减息，将提振铁矿石价格表现

市场预期美联储大概率于年内开始减息，将有助大宗商品价格反弹。澳洲是全球最大的铁矿石出口国，而铁矿石价格亦于今年 4 月从低位回升且整体走势稳定上升，将带动澳洲出口经济且澳元中长线走势。

大连铁矿石期货价格（人民币）



数据来源:路透,东亚中国财富管理,数据截至 2024 年 6 月

纽元

外汇 纽元兑美元

新西兰央行或推迟今年的减息决定，有利纽元整体走势

纽元兑美元第 3 季预计波动范围

0.6100 至 0.6400



纽元兑美元一年走势图



数据来源: 路透, 东亚中国财富管理, 数据截至 2024 年 6 月

新西兰主要经济数据表现	时段	数值 (%)
国内生产总值 (GDP)	2023 年第 4 季	-0.3 (同比)
失业率	2024 年第 1 季	4.3
零售销售	2024 年第 1 季	-2.4 (同比)
消费物价指数 (CPI)	2024 年第 1 季	4.0 (同比)

数据来源: 路透社, 东亚中国财富管理, 数据截至 2024 年 6 月

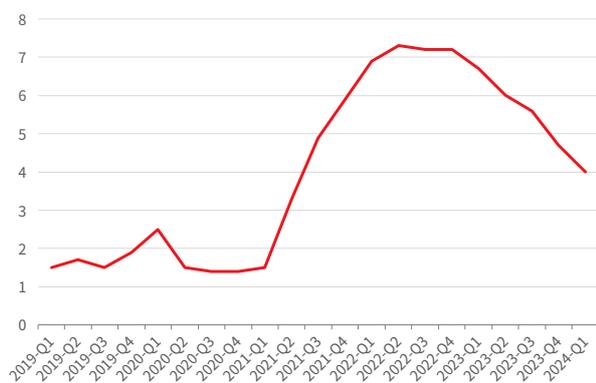
■ 新西兰央行鹰派立场或令利率峰值维持更久

新西兰央行在 5 月的议息会议中一如预期维持隔夜拆款利率 (OCR) 于 5.5% 的峰值不变, 亦同时表示可能最快要到明年才减息, 央行总裁奥尔更是还称官员们在会议上讨论了是否加息的问题。奥尔的鹰派基调令市场预期虽然短期加息的机会不高, 但目前将在 15 年高位的利率峰值维持更久, 同时加强了对今年晚些时候才放松政策的预期。

■ 通胀虽高位回落但仍然较高, 或令纽央行推迟减息

新西兰央行总裁奥尔曾多次表示当地目前的通胀率仍然很高, 或将因此令限制性的收紧政策维持于更长时间, 才能令通胀率重回 1% 至 3% 的目标区间。当地物价在 2022 年第 2 季开始从 7.35% 持续回落, 至今年第一季的通胀率为 4.00%, 目前的通胀水平相对其他主要经济体系的水平仍然较高, 且高于央行的目标区间水平。新西兰央行明显仍在与居高不下的通胀斗争, 因此将限制该行短期内减息的动力, 预期新西兰央行将在今年较后时间才可能进入减息周期。

新西兰 CPI 季度表现 (%)



数据来源:路透, 东亚中国财富管理, 数据截至 2024 年 6 月

■ 纽元在央行减息周期初期仍具利差优势

利率期货价格反映新西兰央行在今年 11 月减息的可能性较大, 整体较迟的减息计划将为纽元带来利差优势, 有利汇价的短线表现。而且, 以新西兰目前 5.5% 的利率来说, 仍高于其他国家的利率。假若新西兰央行与其它主要央行同步减息, 利差改变对纽元汇价的压力将有限; 若该行最终成为减息的后行者, 将有效地令纽元在减息周期的前段时间保持一定的利差优势。总体而言, 从利差优势的角度下, 可预计纽元短期的走势将优于其他货币。 |

东亚银行（中国）有限公司温馨提示：

以上观点及资料均为公开资料。本文档不构成任何正式的投资意见或建议，仅供参考。东亚银行（中国）有限公司不对任何依赖在本文件发表的信息而导致的任何后果承担任何责任。理财非存款、产品有风险、投资须谨慎！结构性存款不同于一般性存款，具有投资风险，您应当充分认识投资风险，谨慎投资。东亚银行代销产品由合作机构发行与管理，我行不承担产品的投资、兑付和风险管理责任。

 **BEA 東亞銀行** | Live every moment
活出每刻

