

汇丰每月专讯

尽管降息或会延后，风险资产仍获得盈利支持

2024年5月



要点

- ◆ 随着美国通胀持续与美联储取态转趋鹰派，市场正在预测当局或会延后降息及放缓相关步伐，我们继续将现金投放于主要政府与投资级别债券，锁定目前具吸引力的收益率，以应对地缘政治不稳定的情况。
- ◆ 基于美国强劲的企业盈利与具韧性的周期性前景，我们继续采取倾向周期性的行业立场，并扩大对资讯科技、通讯、非必需消费品、金融、工业与医疗保健的配置。在欧洲，工资上升与非必需消费品企业因受惠于行业过半的盈利来自美国而表现造好，我们将欧洲非必需消费品行业的观点上调至看好。
- ◆ 在亚洲，我们继续多元化配置于日本、印度、印度尼西亚与韩国。印度与中国强劲的工业生产及政策支持，确立了我们的上调亚洲工业的观点至偏高水平。基于工资增长强劲、持续的通货再膨胀趋势及核心通胀（不包括新鲜食品）预测上调，我们现时预计日本央行将在 2024 年第三季将政策利率上调至 0.25%，并继续看好日本股票。



Willem Sels

汇丰环球私人银行及财富管理
环球首席投资总监



谷淑敏

汇丰财富管理及个人银行
环球财富管理策略研究主管

资产类别	6个月观点	评论
环球股票	▲	尽管利率与通胀面对可能更长时间地处于高位的风险，但优于预期的全球经济前景，以及欧洲与日本经济活动触底，促使我们扩大地区与行业的配置。
政府债券	▶	多个西方国家在未来数月仍会进行降息，使成熟市场政府债券的收益率呈下降趋势，日本政府债券依然缺乏吸引力。
投资级别企业债券	▲	由于利率风险的价格相对于信贷风险更具吸引力，我们继续偏好优质债券，并专注锁定目前5-7年久期的收益率。
高收益企业债券	▶	信贷息差太窄，不足以弥补我们预期会稍微上升的违约率，我们维持对投资级别债券而非高收益债券的偏好。
黄金	▶	实际利率高企与美元强势抵销了地缘政治持续不稳与央行买入对黄金的利好因素。

▲ 「偏高」，意味着在一个充分分散投资的典型多元资产投资组合状况下，偏向于看好该资产类别。
▼ 「偏低」，意味着在一个充分分散投资的典型多元资产投资组合状况下，偏向于看淡该资产类别。
▶ 「中性」，意味着在一个充分分散投资的典型多元资产投资组合状况下，对该资产类别并无特定倾向。
图标：↑对此资产类别的观点已上调；↓对此资产类别的观点已下调。

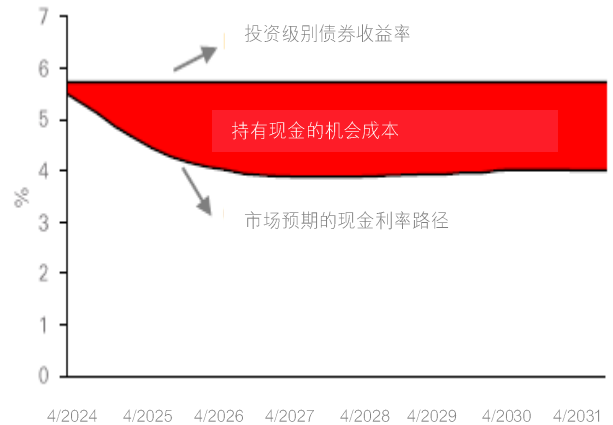
重点内容

每月我们会讨论投资者面对的三个关键问题

1. 延迟降息对债券的影响是什么呢？

- ◆ 美国持续出人意料的数据，加上美联储扬言需要有充足的信心才会实施宽松政策，语气转趋鹰派，导致市场重新预测美联储的利率路径。市场已从三个月前对降息过于乐观，转为现在过于保守的取态，预期当局在12月前仅会降息 0.4%（原先预期减息 1.6%）。
- ◆ 尽管存在美联储可能将降息政策延至 6 月后的重大风险，但基于核心个人消费支出物价指数（美联储首选指标）已出现显著回落，加上目前的政策利率处于限制性状态的时间较正常情况长得多，故我们认为当局仍会在年内降息。欧洲央行与英伦银行则似乎准备就绪在6月开始宽松政策，因它们的通胀较接近目标水平。
- ◆ 由于市场已预期美联储延后降息的可能性，而市场调整幅度稍为过大，故我们继续将现金投放于债券，以锁定主要政府与投资级别债券目前具吸引力的收益率。现金回报预计将会下降，如果下降幅度超出预期，将迎来更大的机会成本。在利率与地缘政治不稳的前景下，我们仍然偏好优质债券。

图1: 推测持有现金的机会成本

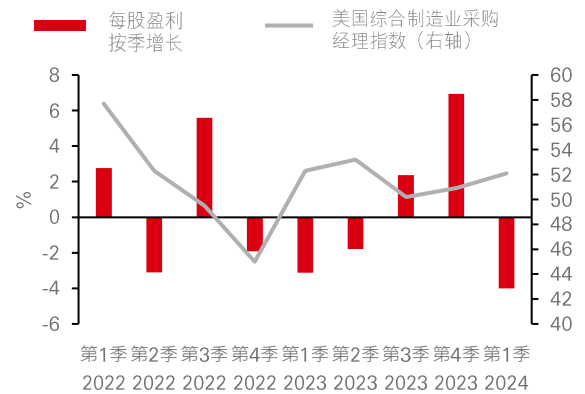


资料来源：彭博、汇丰环球私人银行及财富管理，截至2024年4月23日。过去的表现并非未来表现的可靠指标。

2. 在西方市场周期性前景改善下，我们的行业配置策略如何？

- ◆ 由于大多数美国经济数据出乎意料向好，市场继续调高对本地生产总值增长的预期。股票分析师早前预测本年第一季度会出现-4%的盈利增长（与去年第四季度相比），但通讯服务、资讯科技与非必需消费品板块带来的高速盈利增长，将令表现超出预期。就2024年整体而言，盈利预测可达11%，高于历史平均值。
- ◆ 在环球制造业采购经理指数不断上升、贸易数据改善与劳动力市场更具韧性的情况下，我们继续在美国采取倾向周期性的行业策略，并扩大我们在资讯科技、通讯、非必需消费品、金融、工业与医疗保健领域的配置。
- ◆ 至于英国与欧洲，我们认为去年第四季度的经济增长标志着经济周期已经触底。基于工资上升与非必需消费品企业受惠于行业过半的盈利来自美国而表现造好，我们将欧洲非必需消费品的观点上调至看好。我们偏好当地的资讯科技、金融、能源与医疗保健行业，反映了我们在欧洲（相对美国）采取更均衡的行业策略。

图2: 美国制造业采购经理指数稳健，但盈利预测过低

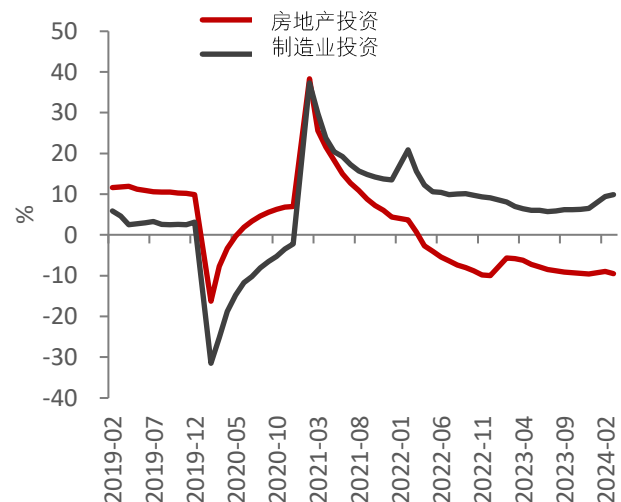


资料来源：彭博、汇丰环球私人银行及财富管理，截至2024年4月23日。过去的表现并非未来表现的可靠指标。

3. 中国经济数据喜忧参半，亚洲市场前景如何？

- ◆ 由于亚洲的增长存在差异，我们继续采取多元化的配置于日本、印度、印度尼西亚与韩国市场。
- ◆ 根据印度4月份的制造业采购经理指数初值，当地经济产出呈现了自 2010 年 6 月以来最高速的增长，当中制造业与服务业活动势头强劲。工业板块正受益于多年的投资资本支出周期、供应链多元化，以及政府激励措施推动制造业及工业支出增加。在中国，尽管经济数据好坏参半，但第一季度的本地生产总值增长达 5.3%，部分原因是制造业投资加速。政府对高端制造业持续的政策推动，为该领域的增长和升级提供了支撑。中国与印度强劲的工业生产，支持我们将亚洲工业的观点上调至偏高水平。
- ◆ 在日本，虽然日本央行在4月份会议上维持利率不变，但由于工资增长强劲、通货再膨胀趋势持续，以及核心通胀（不包括新鲜食品）预计将上升至2.8%，我们现在预期今年第三季度当局将加息至 0.25%，即利率上限从 0.1% 提高至 0.25%，预料 2025 年亦会出现两次 0.25% 的加息；我们亦继续看好日本股票。

图3: 中国房地产投资相对制造业投资



资料来源：Wind、汇丰环球私人银行及财富管理，截至2024年3月24日。

资产类别观点

我们对各种资产类别的最新观点

资产类别	6个月观点	评论
环球股票		
环球	▲	尽管利率与通胀面对可能更长时间地处于高位的风险，但优于预期的全球经济前景，以及欧洲与日本经济活动触底，促使我们扩大地区与行业的配置。
美国	▲	降息前景、持续通胀减缓与盈利前景的改善提振了股市基本面，我们现在扩大投资领域，包括资讯科技、通讯、非必需消费品及医疗保健。
英国	▶	估值相对便宜，但当地市场情绪仍好坏参半。
欧洲（英国除外）	▶	经济周期似乎已经触底，我们从具有强大盈利能力的企业找到投资价值，特别是那些受益于环球增长前景改善的公司；目前股市估值仍低于历史平均值。
日本	▲	通货再膨胀趋势、企业治理改革与人工智能投资热潮对日本股市属利好因素。
新兴市场	▶	我们预期更多新兴市场将效法一些拉丁美洲国家减息，预计 2024 年亚洲新兴市场的企业盈利增长将大幅反弹。
新兴市场 欧洲、中东与非洲	▼	该区域受到能源价格与环球利率高企，以及地缘政治不确定性的影响。
新兴市场 拉丁美洲	▶	尽管巴西企业的盈利与价格增长势头有所减弱，我们对墨西哥保持乐观态度，因其受益于北美再工业化的趋势。
亚洲（日本除外）股票		
亚洲（日本除外）	▲	受益于印度强劲的增长、东盟地区的稳定表现与中国推出更果敢的刺激措施支持下，亚洲有望实现高于全球平均的增长，我们继续多元化配置以捕捉机会。
中国大陆	▶	尽管经济势头依然好坏参半，但低估值与刺激政策对股市属利好因素，我们精挑细选优质的服务消费企业龙头（包括电子商务及移动服务）及高端制造业。
印度	▲	在印度强劲经济基本面、供应链多元化、中产阶级崛起与年轻人口的支持下，我们偏好当地的大型优质股票。目前民调显示，全国民主联盟将有机会在选举胜出，这有助政策的连续性及稳定性。
香港	▶	由于估值具吸引力，我们对港股维持中立观点，偏好保险、电讯与公用事业板块。
新加坡	▶	随着工业生产与旅游相关服务业的反弹，预计今年的经济增长会更加强劲。
韩国	▲	受益来自于人工智能推动的强劲需求与环球记忆体周期复苏，我们看到韩国科技出口的强劲势头；企业价值提升计划有望为股市带来长线的推动力。
台湾	▶	当地股市继续获不断增长的人工智能与科技相关需求所支持，但此等因素大概已反映在价格之上。地缘政治不确定性仍然是不利因素，故我们保持中立观点。
政府债券		
成熟市场	▶	多个西方国家在未来数月仍会进行降息，使成熟市场政府债券的收益率呈下降趋势，日本政府债券依然缺乏吸引力。
美国	▲	由于美联储的语调变得鹰派，10年期国债收益率上升；我们继续偏好中至长期的债券，以锁定目前的收益率。
英国	▲	持续的通胀减缓趋势为英国央行在六月首次降息提供了空间，我们对英国国债仍持乐观态度。
欧元区	▶	瑞士央行近期的降息为欧洲央行今年夏季的降息铺路，并应会缓和欧洲债券收益率的压力。由于绝对收益率水平低于美国，我们对该地区债券维持中立观点。
日本	▼	我们预期日本央行将在下次会议维持政策利率不变，并将密切关注利率与经济前景的潜在指引，以及当地政府债券的购买情况，我们认为日本国债仍然欠缺吸引力。
新兴市场（本币）	▼	基于美元走强为多种新兴市场货币带来压力，我们仍然看淡新兴市场本币债券；然而印度强劲的结构性与周期性增长前景，令我们继续看好印度本币债券。
新兴市场（硬通货）	▶	相对而言，我们更偏好成熟市场投资级别债券，但部分新兴市场仍存在精选的投资机遇，我们重点关注优质及提供吸引收益率的发行商。
企业债券		
环球投资级别债券	▲	由于利率风险的价格相对于信贷风险更具吸引力，我们继续偏好优质债券，并专注锁定目前5-7年久期的收益率。
美元投资级别债券	▲	美元投资级别债券提供吸引的息差，并具备最充裕的流动性。
欧元与英镑投资级别债券	▲	尽管息差已经收窄，但收益率仍然具有吸引力，今年夏季的减息前景应为其带来支持，我们对优质债券的偏好确立了我们看好欧元与英镑投资级别债券的观点。
亚洲投资级别债券	▲	我们认为与高收益债券相比，亚洲投资级别债券能带来更可观的整体回报，并特别偏好亚洲金融股、印度本币债券、印度尼西亚主权投资级别债券、澳门博彩，以及中国科技、媒体与电讯企业债券。
环球高收益债券	▶	信贷息差太窄，不足以弥补我们预期会稍微上升的违约率，我们维持对投资级别债券而非高收益债券的偏好
美国高收益债券	▶	尽管违约率仍然偏低且再融资风险可控，但我们认为风险溢价太低，因此我们继续相对偏好投资级别债券。
欧洲和英国高收益债券	▶	欧洲高收益债券发行商的杠杆率通常低于美国，但经济增长较慢，对现金流构成影响。尽管增长或许已在去年年底触底，我们的中立看法反映了我们还是较偏好优质债券。
亚洲高收益债券	▶	我们在中国信贷领域维持高度选择性，并偏好优质发行商以获得更好的风险调整回报。
商品		
黄金	▶	实际利率高企与美元强势抵销了地缘政治持续不稳与央行买入对黄金的利好因素。
石油	▶	虽然地缘政治为石油提供了支持，但闲置产能限制了石油的上升空间，我们预计油价将横盘交易。

行业观点

基于6个月的环球与区域行业观点

行业	环球	美国	欧洲	亚洲	评论
非必需消费品	▲	▲	▲ ↑	▲	通胀放缓与工资上升改善消费者情绪与支出，支持我们将欧洲非必需消费品的观点上调至偏高水平；酒店与旅游业的前景亦见明朗。由于不可预测的天气扰乱了季节性购买模式，服装销售未见全面回升。尽管电动车需求疲弱削减了汽车股的投资情绪，但内燃机汽车的需求则呈现平稳增长。
金融	▲	▲	▲	▶	经济与企业前景有所改善，加上基本面稳健且估值偏低，此等因素都为行业带来支持，特别是资本市场，年初至今交易量、并购活动、新股上市及债券发行量均呈现回升。预期利率只会逐步回落，这对2024年企业盈利影响不大；与房地产业务有关的区域银行正面临一些挑战。
工业	▲	▲	▶	▲ ↑	基于亚洲宏观经济前景改善及出现了需求回升的早期迹象，我们上调了亚洲工业的观点。美国工业板块受益于强劲的国内需求及《降低通胀法案》与《为美国生产半导体创造有益的激励措施法案》带动业务回流。在其他地区，2023年第四季/2024年第一季度的业绩与管理层指引为需求回升提供了一定的乐观情绪。航天科技、国防与自动化仍然是潜在的亮点。
信息技术	▲	▲	▲	▲	随着升势扩大，大型科技股出现了整固。科技与生活日益相关，使人工智能成为该行业的关键推动力，有望优化产品与服务能力、提高生产力及促使竞争差异化。下一阶段的人工智能发展应该有利于专注在云端、资料中心、软件与冷却技术的数码基础设施企业。
通信服务	▶	▲	▼	▲	有赖强劲的基本面与吸引投资者的价格，美国通讯服务业继续录得强劲的盈利增长。在亚洲，稳定的监管环境与低估值为投资者提供了具吸引力的风险回报。相较之下，欧洲的通讯服务业则不甚乐观。
材料	▶	▶	▶	▶	自3月初开始，铜价、铝价开始反弹；铁矿石、钢材价格也走出谷底，而矿业股亦同步反弹。市场预计再生能源产业、电力与数码基础设施、特定房地产领域及部分库存补货的需求将会回升；化学品库存则维持在区间波动。
房地产	▼	▼	▶	▼	商业房地产的前景好坏参半，而零售与办公室领域仍然缺乏吸引力。经过一段持续疲弱的表现，仓库的需求与价格略为回暖。在预期降息的支持下，部分市场的房地产行业情绪正在改善；中国的房地产问题仍然存在。通胀放缓与降息有望提振市场情绪与经济活动。
必需消费品	▶	▶	▶	▲	随着成本压力有所缓和，必需消费品的成本利润似乎稳定下来。尽管难与去年同期相比，但该行业应受益于强劲的季节性需求，有望在未来取得稳健的业绩。该行业的估值贴近历史水平，我们专注于拥有强大品牌和更具弹性定价能力的优质股票。
能源	▶	▶	▲	▶	低估值、强劲的现金流与高股息似乎亦不足以改变投资者对该行业的信心，因为能源价格仍处于区间波动。受益于欧洲地区相对温暖的冬季，经季节性调整后，能源供应与库存充足。能源价格在2024年或者不会像过去两年那样受益于地缘政治不确定性。
医疗保健	▲	▲	▲	▼	新产品的推出、较合理的定价环境及主要产品专利到期潮，应有助提振该行业的前景，尤其是在经历了一段表现不济的时期之后。医疗保健销售增长应受益于较低的增长基数，而新的医药产品应会提振市场情绪与销售预期。在亚洲，估值仍然偏高，远高于历史水平。
公用事业	▶	▼	▶	▲	经历过前所未有的成本上升后，欧洲与美国政府开始采用更切合实际的定价，令两地的再生能源项目前景持续改善。降息属有利因素及进一步改善市场情绪，随着利率下降与投资者寻求高息股，公用事业企业或会受益。

免责声明

本文件或影片由香港中环皇后大道中1号香港上海汇丰银行有限公司（「HBAP」）编制。HBAP 在香港注册成立，为汇丰集团成员。本文件或影片由汇丰银行（中国）有限公司、HBAP、汇丰银行（新加坡）有限公司、汇丰（台湾）商业银行有限公司及汇丰金融服务（上海）有限责任公司（合称「分发方」）分发及 或提供。本文件或影片仅供一般传阅及参考用途。

无论基于任何原因，本文件或影片所载之部分或全部内容均不得复制或进一步分发予任何人士或实体。如于某司法管辖区内分发本文件属违法，则不得于该司法管辖区内分发本文件或影片。所有未经授权之复制或使用权使用本文件或影片，均属使用者的责任，并有机会引致法律诉讼。本文件或影片只提供一般性资料，文件内所载的观点，并不构成投资研究或出售或购入投资产品的意见或建议。本文件或影片内所载的部分陈述可能会被视为前瞻性陈述，提供当前预测或未来事件预估。相关的前瞻性陈述不保证未来表现或事件，并涉及风险及不确定性。基于多项因素，实际结果可能和相关前瞻性陈述大不相同。HBAP 及分发方对更新其中的前瞻性陈述，或对提供实际结果和前瞻性陈述的预测不同的原因，概不承担任何责任。本文件或影片并无契约效力，在任何情况下，于任何司法管辖范围内均不应被视为促销或建议购入或出售任何金融工具，而此等建议并不合法。当中所载内容反映汇丰环球投资委员会于编制时的观点及意见，可能随时变更。这些观点未必代表汇丰投资管理当前的投资组合构成。汇丰投资管理所管理的个别投资组合主要反映个别客户的目标、风险取向、投资期限及市场流动性。

投资价值及所得收益可升亦可跌，投资者有机会未能取回投资本金。本文件或影片所载之过去业绩并不代表将来的表现，所载之任何预测、估计及模拟均不应被视为将来表现的指标。任何涉及海外市场的投资，均有机会受到汇率兑换影响而令投资价值上升或下跌。和成熟市场相比，新兴市场投资本质上涉及较高风险，而且较为波动。新兴市场的经济一般倚赖国际贸易，因此一直以来并可能继续会受贸易壁垒、外汇管制、相对币值控制调整及其他和其进行贸易的国家地区实施或协商的保护主义措施的不利影响。而此等经济体系亦会或继续受到其他和其进行贸易的国家地区的经济状况的负面影响。投资涉及市场风险，请细阅所有和投资相关的文件。

本文件或影片就近期经济环境提供基本概要，仅供参考。文章或影片代表 HBAP 的观点，并以 HBAP 的环球观点为依据，未必和分发方的当地观点一致。其内容并非按照旨在促进投资研究独立性的法律规定编制，并且分发前不受任何禁止交易规定的约束。其内容不拟提供且投资者不应加以依赖以作会计、法律或税务意见。作出任何投资决策之前，应咨询独立的财务顾问。如选择不咨询财务顾问，则须审慎考虑投资产品是否适合。建议在必要时寻求适当的专业意见。

有关第三方资料乃取自我们相信可靠的资料来源，我们对于有关资料的准确性及 或完整性并无作出独立查证。因此您必须在作出投资决策前从多个资料来源求证。

此条款仅适用于汇丰（台湾）商业银行有限公司向其客户分发时的情况：汇丰（台湾）办理信托业务，应尽善良管理人之注意义务及忠实义务。汇丰（台湾）不承担信托业务之管理或运用绩效，委托人或受益人应自负盈亏。

*本文件或影片为 HBAP 根据英文报告翻译的译文。HBAP、汇丰银行（中国）有限公司、汇丰（台湾）商业银行有限公司、汇丰银行（新加坡）有限公司及汇丰金融服务（上海）有限责任公司已采取合理措施以确保译文的准确性。如中英文版本的内容有差异，须以英文版本内容为准。

本文件或影片的内容未经任何香港或任何其他司法管辖区的监管机构审阅。建议您就相关投资及本文件或影片内容审慎行事。如您对本文件或影片的内容有任何疑问，应向独立人士寻求专业意见。

关于 ESG 和可持续投资的重要信息

从广义上，「ESG 和可持续投资」产品包括在不同程度上考虑环境、社会、管治和/或其他可持续发展因素的投资策略或工具。我们归入此类别的个别投资可能正在改变，以实现可持续发展成果。并不保证 ESG 和可持续投资所产生的回报和不考虑这些因素的投资回报相近。ESG 和可持续投资产品或会偏离传统市场基准。此外，ESG 和可持续投资或可持续投资带来的影响并没有标准定义或量度准则。ESG 和可持续投资或可持续发展影响的量度准则是（a）高度主观的，而且（b）在不同板块之间和同一板块之内可能存在重大差异。

汇丰可能依赖由第三方供应商或发行机构设计或报告的量度准则。汇丰不会经常就量度准则自行作出具体的尽职审查。并不保证：（a）ESG /可持续发展影响或量度准则的性质将和任何个别投资者的可持续发展目标保持一致；（b）ESG /可持续发展影响将达到指定水平或目标水平。「ESG 和可持续投资」是一个不断演变的领域，新的监管规例可能生效，这或会影响投资的分类或标签方式。今天被视为符合可持续发展准则的投资未必符合未来的准则。

*本文件或影片为 HBAP 根据英文报告翻译的译文。HBAP、汇丰银行（中国）有限公司、汇丰（台湾）商业银行有限公司、汇丰银行（新加坡）有限公司及汇丰金融服务（上海）有限责任公司已采取合理措施以确保译文的准确性。如中英文版本的内容有差异，须以英文版本内容为准。

本文件或影片的内容未经任何香港或任何其他司法管辖区的监管机构审阅。建议您就相关投资及本文件或影片内容审慎行事。如您对本文件或影片的内容有任何疑问，应向独立人士寻求专业意见。

©版权所有 2024。香港上海汇丰银行有限公司。保留一切权利。

未经香港上海汇丰银行有限公司事先书面许可，不得以任何形式或任何方式（无论是电子、机械、影印、摄录或其他方式）复制或传送本文件或影片的任何部分或将其任何部分储存于检索系统内。