

# 滙豐每月專訊

## 儘管減息或會延後，風險資產仍獲得盈利支持

2024年5月



### 要點

- ◆ 隨著美國通脹持續與聯儲局取態轉趨鷹派，市場正在預測當局或會延後減息及放緩相關步伐，我們繼續將現金投放於主要政府與投資級別債券，鎖定目前具吸引力的收益率，以應對地緣政治不穩定的情況。
- ◆ 基於美國強勁的企業盈利與具韌性的週期性前景，我們繼續採取傾向週期性的行業立場，並擴大對資訊科技、通訊、非必需消費品、金融、工業與醫療保健的配置。在歐洲，薪酬上升與非必需消費品企業因受惠於行業過半的盈利來自美國而表現造好，我們將歐洲非必需消費品行業的觀點上調至看好。
- ◆ 在亞洲，我們繼續採取多元化的策略投資於日本、印度、印尼與南韓股票。印度與中國強勁的工業生產及政策支持，確立了我們上調亞洲工業的觀點至偏高水平。基於薪酬增長強勁、持續的通貨再膨脹趨勢及核心通脹（不包括新鮮食品）的預測上調，我們現時預計日本央行將在 2024 年第三季將政策利率上調至0.25%，並繼續看好日本股票。



**Willem Sels**

滙豐環球私人銀行及財富管理  
環球首席投資總監



**谷淑敏**

滙豐財富管理及個人銀行  
環球財富管理策略研究主管

資產類別	6 個月觀點	評論
環球股票	▲	儘管利率與通脹面對可能更長時間處於高位的風險，但優於預期的全球經濟前景，以及歐洲與日本經濟活動觸底，促使我們擴大地區與行業的配置。
政府債券	▶	多個西方國家在未來數月仍會進行減息，使成熟市場政府債券的收益率呈下降趨勢，日本政府債券依然缺乏吸引力。
投資級別企業債券	▲	由於利率風險的價格相對於信貸風險更具吸引力，我們繼續偏好優質債券，並專注鎖定目前5-7年存續期的收益率。
高收益企業債券	▶	信貸息差太窄，不足以彌補我們預期會稍微上升的違約率，我們維持對投資級別債券而非高收益債券的偏好。
黃金	▶	實際利率高企與美元強勢抵銷了地緣政治持續不穩與央行買入對黃金的利好因素。

▲ 「偏高」，意味著在一個充分分散投資的典型多元資產投資組合狀況下，偏向於看好該資產類別。  
 ▼ 「偏低」，意味著在一個充分分散投資的典型多元資產投資組合狀況下，偏向於看淡該資產類別。  
 ▶ 「中性」，意味著在一個充分分散投資的典型多元資產投資組合狀況下，對該資產類別並無特定傾向。  
 圖標：↑ 對此資產類別的觀點已上調；↓ 對此資產類別的觀點已下調。

# 重點內容

## 每月我們會討論投資者面對的三個關鍵問題

### 1. 延後減息對債券有何影響？

- ◆ 美國持續出人意料通脹數據，加上聯儲局揚言需要充足的信心才會實施寬鬆政策，語氣轉趨鷹派，導致市場重新預測聯儲局的利率路徑。市場已從三個月前對減息過於樂觀，轉為現在過於保守的取態，預期當局在12月前僅會減息 0.4%（原先預期減息 1.6%）。
- ◆ 儘管存在聯儲局可能將減息政策延至6月後的重大風險，但基於核心個人消費支出物價指數（聯儲局首選指標）已出現顯著回落，加上目前的政策利率處於限制性狀態的時間較正常情況長得多，故我們認為當局仍會在年內減息。歐洲央行與英倫銀行則似乎準備就緒在6月開始寬鬆政策，因它們的通脹較接近目標水平。
- ◆ 由於市場已預期聯儲局延後減息的可能性，而市場調整幅度稍為過大，故我們繼續將現金投放於債券，以鎖定主要政府與投資級別債券目前具吸引力的收益率。現金回報預計將會下降，如果下降幅度超出預期，將迎來更大的機會成本。在利率與地緣政治不穩的前景下，我們仍然偏好優質債券。

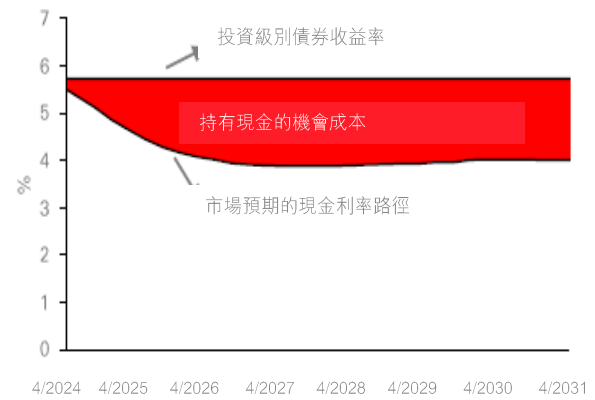
### 2. 在西方市場週期性前景改善下，我們的行業配置策略如何？

- ◆ 由於大多數美國經濟數據出乎意料向好，市場繼續調高對本地生產總值增長的預期。股票分析師早前預測本年第一季度會出現-4%的盈利增長（與去年第四季度相比），但通訊服務、資訊科技與非必需消費品板塊帶來的高速盈利增長，將令表現將超出預期。就2024年整體而言，盈利預測可達11%，高於歷史平均值。
- ◆ 在環球製造業採購經理指數不斷上升、貿易數據改善與勞動市場更具韌性的情況下，我們繼續在美國採取傾向週期性的行業策略，並擴大我們在資訊科技、通訊、非必需消費品、金融、工業與醫療保健領域的配置。
- ◆ 至於英國與歐洲，我們認為去年第四季的經濟增長標誌著經濟週期已經觸底。基於薪酬上升與非必需消費品企業受惠於行業過半的盈利來自美國而表現造好，我們將歐洲非必需消費品的觀點上調至看好。我們偏好當地的資訊科技、金融、能源與醫療保健行業，反映了我們在歐洲（相對美國）採取更均衡的行業策略。

### 3. 中國經濟數據好壞參半，亞洲市場前景如何？

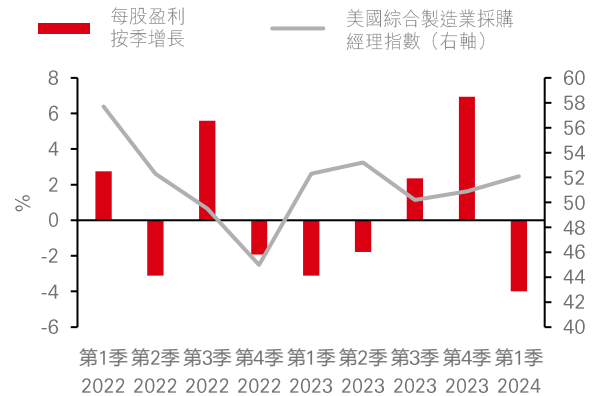
- ◆ 由於亞洲的增長存在差異，我們繼續採取多元化的策略投資於日本、印度、印尼與南韓市場。
- ◆ 根據印度4月份的製造業採購經理指數初值，當地經濟產出呈現了自2010年6月以來最高速的增長，當中製造業與服務業活動勢頭強勁。工業板塊正受惠於多年的投資資本支出週期、供應鏈多元化，以及政府激勵措施推動製造業及工業支出增加。在中國，儘管經濟數據好壞參半，但第一季度的本地生產總值增長達5.3%，部分原因是製造業投資加速。政府對高端製造業持續的政策推動，為該領域的增長和升級提供了支持。中國與印度強勁的工業生產，支持我們將亞洲工業行業的觀點上調至偏高水平。
- ◆ 在日本，雖然日本央行在4月份會議上維持利率不變，但由於薪酬增長強勁、通貨再膨脹趨勢持續，以及核心通脹（不包括新鮮食品）預計將上升至2.8%，我們現在預期當局在今年第三季度將加息至0.25%，即利率上限從 0.1% 提高至 0.25%，預料 2025 年亦會出現兩次0.25%的加息；我們亦繼續看好日本股票。

圖 1: 推測持有現金的機會成本



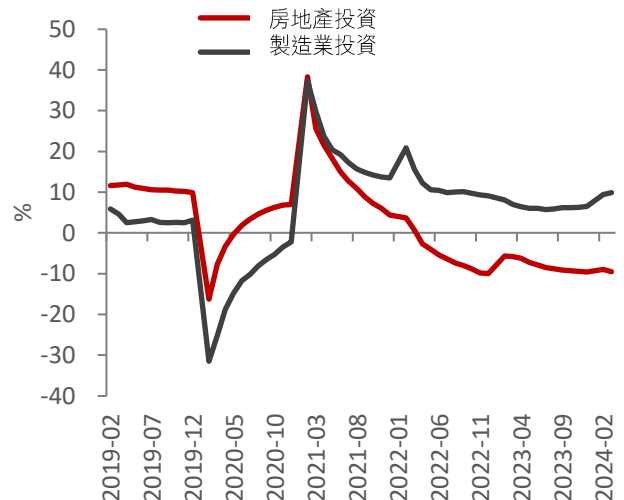
資料來源：彭博、滙豐環球私人銀行及財富管理，截至 2024 年 4 月 23 日。過去表現並非未來表現的可靠指標。

圖 2: 美國製造業採購經理指數穩健，但盈利預測過低



資料來源：彭博、滙豐環球私人銀行及財富管理，截至 2024 年 4 月 23 日。過去表現並非未來表現的可靠指標。

圖 3: 中國房地產投資相對製造業投資



資料來源：Wind、滙豐環球私人銀行及財富管理，截至 2024 年 3 月 24 日。

# 資產類別觀點

## 我們對各種資產類別的最新觀點

資產類別	6個月觀點	評論
<b>環球股票</b>		
環球	▲	儘管利率與通脹面對可能更長時間處於高位的風險，但優於預期的全球經濟前景，以及歐洲與日本經濟活動觸底，促使我們擴大地區與行業的配置。
美國	▲	減息前景、持續通脹減緩與盈利前景的改善提振了股市基本面，我們現在擴大投資領域，包括資訊科技、通訊、非必需消費品及醫療保健。
英國	▶	估值相對便宜，但當地市場情緒仍好壞參半。
歐洲（英國除外）	▶	經濟週期似乎已經觸底，我們從具有強大盈利能力的企業找到投資價值，特別是那些受惠於環球增長前景改善的公司；目前股市估值仍低於歷史平均值。
日本	▲	通貨再膨脹趨勢、企業治理改革與人工智能投資熱潮對日本股市屬利好因素。
新興市場	▶	我們預期更多新興市場將效法一些拉丁美洲國家減息，預計 2024 年亞洲新興市場的企業盈利增長將大幅反彈。
新興市場 歐洲、中東與非洲	▼	該區域受到能源價格與環球利率高企，以及地緣政治不確定性的影響。
新興市場 拉丁美洲	▶	儘管巴西企業的盈利與價格增長勢頭有所減弱，但我們對墨西哥保持樂觀態度，因其受惠於北美再工業化的趨勢。
<b>亞洲（日本除外）股票</b>		
亞洲（日本除外）	▲	受惠於印度強勁的增長、東盟地區的穩定表現與中國推出更果斷的刺激措施支持下，亞洲有望實現高於全球平均的增長，我們繼續多元化投資以捕捉機會。
中國內地	▶	儘管經濟勢頭依然好壞參半，但低估值與刺激政策對股市屬利好因素，我們精挑細選優質的服務消費企業龍頭（包括電子商務及流動服務）及高端製造業。
印度	▲	在印度強勁經濟基本面、供應鏈多元化、中產階級崛起與年輕人口的支持下，我們偏好當地的大型優質股票。目前民調顯示，全國民主聯盟將有機會在選舉勝出，這有助政策的連續性及穩定性。
香港	▶	由於估值具吸引力，我們對港股維持中立觀點，偏好保險、電訊與公用事業板塊。
新加坡	▶	隨著工業生產與旅遊相關服務業的反彈，預計今年的經濟增長會更加強勁。
南韓	▲	受惠來自於人工智能推動的強勁需求與環球記憶週期復甦，我們看到南韓科技出口的強勁勢頭；企業價值提升計劃有望為股市帶來長線的推動力。
台灣	▶	當地股市繼續獲不斷增長的人工智能與科技相關需求所支持，但此等因素大概已反映在價格之上。地緣政治不確定性仍然是不利因素，故我們保持中立觀點。
<b>政府債券</b>		
成熟市場	▶	多個西方國家在未來數月仍會進行減息，使成熟市場政府債券的收益率呈下降趨勢，日本政府債券依然缺乏吸引力。
美國	▲	由於聯儲局的語調變得鷹派，10年期國債收益率上升；我們繼續偏好中至長存續期的債券，以鎖定目前的收益率。
英國	▲	持續的通脹減緩趨勢為英國央行在六月首次減息提供了空間，我們對英國國債仍持樂觀態度。
歐元區	▶	瑞士央行近期的減息為歐洲央行今年夏季的減息鋪路，並應會緩和歐洲債券收益率的壓力。由於絕對收益率水平低於美國，我們對該地區債券維持中立觀點。
日本	▼	我們預期日本央行將在下次會議維持政策利率不變，並將密切關注利率與經濟前景的潛在指引，以及當地政府債券的購買情況，我們認為日本國債仍然欠缺吸引力。
新興市場（本幣）	▼	基於美元走強為多種新興市場貨幣帶來壓力，我們仍然看淡新興市場本幣債券；然而印度強勁的結構性與週期性增長前景，令我們繼續看好印度本幣債券。
新興市場（美元）	▶	相對而言，我們更偏好成熟市場投資級別債券，但部分新興市場仍存在精選的投資機遇，我們重點關注優質及提供吸引收益率的發行商。
<b>企業債券</b>		
環球投資級別債券	▲	由於利率風險的價格相對於信貸風險更具吸引力，我們繼續偏好優質債券，並專注鎖定目前5-7年存續期的收益率。
美元投資級別債券	▲	美元投資級別債券提供吸引的息差，並具備最充裕的流動性。
歐元與英鎊投資級別債券	▲	儘管息差已經收窄，但收益率仍然具有吸引力，今年夏季的減息前景應為其帶來支持，我們對優質債券的偏好確立了我們看好歐元與英鎊投資級別債券的觀點。
亞洲投資級別債券	▲	我們認為與高收益債券相比，亞洲投資級別債券能帶來更可觀的整體回報，並特別偏好亞洲金融股、印度本幣債券、印尼準主權投資級別債券、澳門博彩，以及中國科技、媒體與電訊企業債券。
環球高收益債券	▶	信貸息差太窄，不足以彌補我們預期會稍微上升的違約率，我們維持對投資級別債券而非高收益債券的偏好。
美國高收益債券	▶	儘管違約率仍然偏低且再融資風險可控，但我們認為風險溢價太低，因此我們繼續相對偏好投資級別債券。
歐洲和英國高收益債券	▶	歐洲高收益債券發行商的槓桿率通常低於美國，但經濟增長較慢，對現金流構成影響。儘管增長或許已在去年底觸底，我們的中立看法反映了我們還是較偏好優質債券。
亞洲高收益債券	▶	我們在中國信貸領域維持高度選擇性，並偏好優質發行商以獲取更好的風險調整回報。
<b>商品</b>		
黃金	▶	實際利率高企與美元強勢抵銷了地緣政治持續不穩與央行買入對黃金的利好因素。
石油	▶	雖然地緣政治為石油提供了支持，但閒置產能限制了石油的上升空間，我們預計油價將橫盤交易。

# 行業觀點

## 基於 6 個月的環球與區域行業觀點

行業	環球	美國	歐洲	亞洲	評論
非必需消費品	▲	▲	▲↑	▲	通脹放緩與薪酬上升改善消費者情緒與支出，支持我們將歐洲非必需消費品的觀點上調至偏高水平；酒店與旅遊業的前景亦見明朗。由於不可預測的天氣擾亂了季節性購買模式，服裝銷售未見全面回升。儘管電動車需求疲弱削減了汽車股的投資情緒，但內燃機汽車的需求仍然呈現平穩增長。
金融	▲	▲	▲	▶	經濟與企業前景有所改善，加上基本面穩健且估值偏低，此等因素都為行業帶來支持，特別是資本市場，年初自今交易量、併購活動、新股上市及債券發行量均呈現回升。預期利率只會逐步回落，這對2024年企業盈利影響不大；與房地產業務有關的區域銀行正面臨一些挑戰。
工業	▲	▲	▶	▲↑	基於亞洲宏觀經濟前景改善及出現了需求回升的早期跡象，我們上調了亞洲工業的觀點。美國工業板塊受惠於強勁的國內需求及《降低通脹法案》與《為美國生產半導體創造有益的激勵措施法案》帶動業務回流。在其他地區，2023年第四季/2024年第一季的業績與管理層指引為需求回升提供了一定的樂觀情緒。航天科技、國防與自動化仍然是潛在的亮點。
資訊科技	▲	▲	▲	▲	隨著升勢擴大，大型科技股出現了整固。科技與生活日益相關，使人工智能成為該行業的關鍵推動力，有望優化產品與服務能力、提高生產力及促使競爭差異化。下一階段的人工智能發展應該有利於專注在雲端、資料中心、軟件與冷卻技術的數碼基礎設施企業。
通訊服務	▶	▲	▼	▲	有賴強勁的基本面與吸引投資者的價格，美國通訊服務業繼續錄得強勁的盈利增長。在亞洲，穩定的監管環境與低估值為投資者提供了具吸引力的風險回報。相較之下，歐洲的通訊服務業則不甚樂觀。
材料	▶	▶	▶	▶	自3月初開始，銅價、鋁價開始反彈；鐵礦石、鋼材價格也走出谷底，而礦業股亦同步反彈。市場預計再生能源產業、電力與數碼基礎設施、特定房地產領域及部分庫存補貨的需求將會回升；化學品庫存則維持在區間波動。
房地產	▼	▼	▶	▼	商業房地產的前景好壞參半，而零售與辦公室領域仍然缺乏吸引力。經過一段持續疲弱的表現，倉庫的需求與價格略為回暖。在預期減息的支持下，部分市場的房地產行業情緒正在改善；中國的房地產問題仍然存在。通脹放緩與減息有望提振市場情緒與經濟活動。
必需消費品	▶	▶	▶	▲	隨著成本壓力有所緩和，必需消費品的成本利潤似乎穩定下來。儘管難與去年同期相比，但該行業應受惠於強勁的季節性需求，有望在未來取得穩健的業績。該行業的估值貼近歷史水平，我們專注於擁有強大品牌和更具彈性定價能力的優質股票。
能源	▶	▶	▲	▶	低估值、強勁的現金流與高股息似乎亦不足以改變投資者對該行業的信心，因為能源價格仍處於區間波動。受惠於歐洲地區相對溫暖的冬季，經季節性調整後，能源供應與庫存充足。能源價格在2024年或者不會像過去兩年那樣受惠於地緣政治不確定性。
醫療保健	▲	▲	▲	▼	新產品的推出、較合理的定價環境及主要產品專利到期潮，應有助提振該行業的前景，尤其是在經歷了一段表現不濟的時期之後。醫療保健銷售增長應受惠於較低的增長基數，而新的醫藥產品應會提振市場情緒與銷售預期。在亞洲，估值仍然偏高，遠高於歷史水平。
公用事業	▶	▼	▶	▲	經歷過前所未有的成本上升後，歐洲與美國政府開始採用更切合實際的定價，令兩地的再生能源項目前景持續改善。減息屬有利因素及進一步改善市場情緒，隨著利率下降與投資者尋求高息股，公用事業企業或會受惠。

## 免責聲明

本文件或影片由香港中環皇后大道中1號香港上海滙豐銀行有限公司（「HBAP」）編製。HBAP 在香港註冊成立，為滙豐集團成員。本文件或影片由滙豐銀行（中國）有限公司、HBAP、滙豐銀行（新加坡）有限公司、滙豐（台灣）商業銀行有限公司及滙豐金融科技服務（上海）有限責任公司（合稱「分發方」）分發及／或提供。本文件或影片僅供一般傳閱及參考用途。

無論基於任何原因，本文件或影片所載之部分或全部內容均不得複製或進一步分發予任何人士或實體。如於某司法管轄區內分發本文件屬違法，則不得於該司法管轄區內分發本文件或影片。所有未經授權之複製或使用本文件或影片，均屬使用者的責任，並有機會引致法律訴訟。本文件或影片只提供一般性資料，文件內所載的觀點，並不構成投資研究或出售或購入投資產品的意見或建議。本文件或影片內所載的部分陳述可能會被視為前瞻性陳述，提供目前預測或未來事件預估。相關的前瞻性陳述不保證未來表現或事件，並涉及風險及不確定性。基於多項因素，實際結果可能與相關前瞻性陳述大不相同。HBAP 及分發方對更新其中的前瞻性陳述，或對提供實際結果與前瞻性陳述的預測不同的原因，概不承擔任何責任。本文件或影片並無契約效力。在任何情況下，於任何司法管轄範圍內均不應被視為促銷或建議購入或出售任何金融工具，而此等建議並不合法。當中所載內容反映滙豐環球投資委員會於編製時的觀點及意見，可能隨時變更。這些觀點未必代表滙豐投資管理目前的投資組合構成。滙豐投資管理所管理的個別投資組合主要反映個別客戶的目標、風險取向、投資期限及市場流動性。

投資價值及所得收益可升亦可跌，投資者有機會未能取回投資本金。本文件或影片所載之過去業績並不代表將來的表現，所載之任何預測、估計及模擬均不應被視為將來表現的指標。任何涉及海外市場的投資，均有機會受到匯率兌換影響而令投資價值上升或下跌。與成熟市場相比，新興市場投資本質上涉及較高風險，而且較為波動。新興市場的經濟一般倚賴國際貿易，因此一直以來並可能繼續會受貿易壁壘、外匯管制、相對幣值控制調整及其他與其進行貿易的國家／地區實施或協商的保護主義措施的不利影響。而此等經濟體系亦會或繼續受到其他與其進行貿易的國家／地區的經濟狀況的負面影響。投資涉及市場風險，請細閱所有與投資相關的文件。

本文件或影片就近期經濟環境提供基本概要，僅供參考。文章或影片代表 HBAP 的觀點，並以 HBAP 的環球觀點為依據，未必與分發方的當地觀點一致。其內容並非按照旨在促進投資研究獨立性的法律規定編製，並且分發前不受任何禁止交易規定的約束。其內容不擬提供且投資者不應加以依賴以作會計、法律或稅務意見。作出任何投資決策之前，應諮詢獨立的財務顧問。如選擇不諮詢財務顧問，則須審慎考慮投資產品是否適合。建議您在必要時尋求適當的專業意見。

有關第三方資料乃取自我們相信可靠的資料來源，我們對於有關資料的準確性及／或完整性並無作出獨立查證。因此您必須在作出投資決策前從多個資料來源求證。

此條款僅適用於滙豐（台灣）商業銀行有限公司向其客戶分發時的情況：滙豐（台灣）辦理信託業務，應盡善良管理人之注意義務及忠實義務。滙豐（台灣）不擔保信託業務之管理或運用績效，委託人或受益人應自負盈虧。

## 關於 ESG 與可持續投資的重要資訊

從廣義上，「ESG 與可持續投資」產品包括在不同程度上考慮環境、社會、管治與／或其他可持續發展因素的投資策略或工具。我們包括在此類別的個別投資可能正在改變，以實現可持續發展成果。並不保證 ESG 與可持續投資所產生的回報與不考慮這些因素的投資回報相近。ESG 與可持續投資產品或會偏離傳統市場基準。此外，ESG 與可持續投資或可持續投資帶來的影響並沒有標準定義或量度準則。ESG 與可持續投資及可持續發展影響的量度準則是 (a) 高度主觀，而且 (b) 在不同板塊之間與同一板塊之內可能存在重大差異。

滙豐可能依賴由第三方供應商或發行機構設計與／或報告的量度準則。滙豐不會經常就量度準則自行作出具體的盡職審查。並不保證：(a) ESG／可持續發展影響或量度準則的性質將與任何個別投資者的可持續發展目標保持一致；(b) ESG／可持續發展影響將達到指定水平或目標水平。「ESG 與可持續投資」是一個不斷演變的領域，新的監管規例可能生效，這或會影響投資的分類或標籤方式。今天被視為符合可持續發展準則的投資未必符合未來的準則。

\*本文件或影片為 HBAP 根據英文報告翻譯的譯文。HBAP、滙豐銀行（中國）有限公司、滙豐（台灣）商業銀行有限公司、滙豐銀行（新加坡）有限公司及滙豐金融科技服務（上海）有限責任公司已採取合理措施以確保譯文的準確性。如中英文版本的內容有差異，須以英文版本內容為準。

本文件或影片的內容未經任何香港或任何其他司法管轄區的監管機構審閱。建議您就相關投資及本文件或影片內容審慎行事。如您對本文件或影片的內容有任何疑問，應向獨立人士尋求專業意見。

© 版權所有 2024。香港上海滙豐銀行有限公司。保留一切權利。

未經香港上海滙豐銀行有限公司事先書面許可，不得以任何形式或任何方式（無論是電子、機械、影印、攝錄或其他方式）複製或傳送本文件或影片的任何部分或將其任何部分儲存於檢索系統內。