

市場導航

2024年4月

大新銀行經濟研究及投資策略部

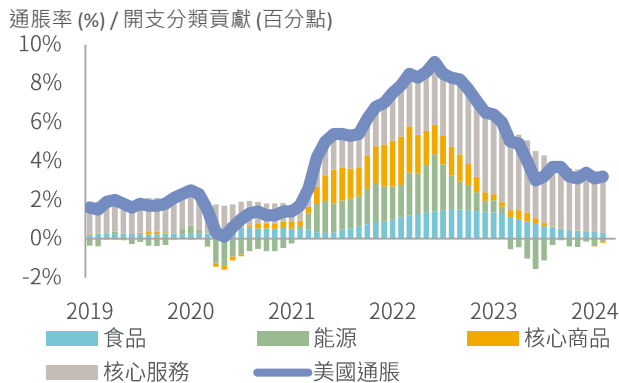
環球央行接近減息 股債造好

聯儲局維持今年減息三次的預測，加上人工智能股份繼續有追捧，帶動環球股市3月升3.1%，創紀錄新高，連升五個月，第一季累升8.2%，六個季度以來第五度上揚。美股續創歷史新高，全月上升3.2%，歐元區及英國股市均升逾4%。日本央行結束負利率，但保持寬鬆貨幣政策，日本股市亦一度創歷史新高，上升3%。台灣股市在晶片股推動下創新高，上升近8%，領漲環球股市。反觀，在香港及中國內地上市的大型權重股業績表現普遍遜預期，限制港股及中國內地A股升幅，3月兩者均升0.6%。整體新興市場首季僅升2.4%，再度跑輸成熟市場的8.9%。

美國十年期國庫券孳息率3月在4.2%附近反覆上落，環球債券靠穩，上升0.6%，結束連跌兩個月的走勢，第一季累計仍跌1.9%。風險胃納上升，投資級別（升1.2%）及高收益企業債券（升1%）3月跑贏主權債券（升0.3%），新興市場美元債按月更升1.7%。石油輸出國組織延長減產計劃，地緣政治局勢亦未見緩和，油價上升6.3%，全季顯著反彈16%。金價突破2,200美元再創新高，全月上升9.1%，創逾三年半以來最大單月升幅。（所有表現截至3月31日，總回報按美元計算；香港及內地A股表現按本地貨幣計算。）

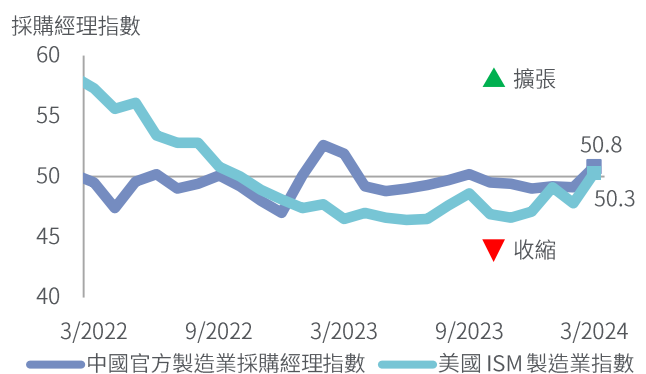
- 環球股債造好，台灣股市跑贏主要市場
- 美國通脹表現仍然反覆，聯儲局短期內加快放寬政策的機會甚低
- 中美製造業回復擴張，加上中東局勢不穩，上調原油觀點至略為看好

圖一：美國通脹表現仍然頑固



資料來源：彭博、大新銀行，截至2024年4月3日。

圖二：中美製造業活動重返擴張水平



聯儲局未必急於提前及大幅減息

環球貨幣政策走向仍然是未來資產市場的關鍵。隨著主要地區通脹逐步回落，目前市場預期主要央行在未來兩季將開始減息，瑞士央行則在3月率先為降息揭開了序幕。環球央行降息在望，惟幅度或較為溫和。最近的經濟數據顯示，美國經濟仍保持穩健，製造業活動再度擴張，消費信心回升，通脹仍然頑固（圖一），顯示聯儲局抗通脹的工作仍未能宣告結束。同時，聯儲局上調了今年年底的經濟增長及通脹預期，我們相信聯儲局短期內加快放寬政策的機會甚低，並傾向同意目前主流的觀點，即最快6月開始減息，而全年減息次數估計為三次合共75基點。

續後頁

歐洲央行不排除較早減息。歐洲通脹逐步回落，其中法國及德國通脹均有較明顯的放緩，歐元區生產物價、零售及工業表現疲弱，整體經濟表現較弱，加上瑞士央行率先降息，若歐洲央行搶先在聯儲局之前減息，短線或有利歐元區股債表現。

除了歐洲及瑞士外，**中國內地亦有望維持放寬貨幣政策。**內地貨幣政策進入「觀察窗口期」，人民銀行未來幾個月內未必會進一步調整利率，不過行長潘功勝及副行長宣昌能均表示，法定存款準備金率仍有下降空間。除了刺激經濟，降準也有助增加長期流動性，減輕中央政府增發1萬億元人民幣特殊國債對市場產生的衝擊。此外，中國經濟有回穩跡象，工業生產、固定資產投資及製造業活動均有改善，加上連番減息降準和穩市場、穩信心的措施，或有助外界對中國經濟和股市的信心回穩。

環球央行減息在望，加上中美製造業回復擴張（圖二），短線或提振能源及商品價格表現。同時，最近商品價格回升亦可能會重燃過去數月較為疲弱的能源及商品消費物價，令通脹變得更加頑固，可能會引起央行對通脹再度回升的關注。

另一邊廂，**日本央行正式結束負利率政策，並維持購買日本國債規模**，意味著貨幣政策處於正常化的過渡期。薪資增幅顯著，加上商品價格回升，有助進一步推升日本通脹，或促使日本央行在稍後的時間逐步退出寬鬆政策，屆時可能會引起日圓大幅波動和套息交易拆倉，或會增加資產市場波動性。

上調原油觀點至略為看好

我們上調原油觀點至略為看好。中東局勢未見緩和，加上石油輸出國組織延長減產，均可能影響原油供應；同時中美製造業回復擴張，加上利率有望見頂回落，或有利石油需求，支持油價表現。

我們維持略為看好美國、日本及內地與香港以外其他亞洲市場股市。美國經濟基調仍保持穩健，利率見頂，加上人工智能相關科技發展，在大型半導體股及社交媒體股業績表現強勁帶動下，有望繼續支持科技股佔比較重的美股、日股以及南韓、台灣等其他亞洲市場。

資產類別投資觀點及展望

股票

成熟市場

美國 ▼

美國經濟基調穩健，利率見頂，加上人工智能相關科技發展，有望繼續支持美股表現。美股估值偏高，商業房地產問題仍未完全消退，或限制美股進一步突破的動力。龍頭科技股業績能否持續優於預期，或許是美股未來的主要風險因素。

歐洲央行有望減息，或為歐元區股市帶來支持。不過歐洲經濟表現疲弱，歐元區製造業活動連續二十一個月收縮，工業生產及零售銷售疲弱，或不利推動企業盈利前景，限制歐洲股市表現。

日本央行維持寬鬆貨幣政策，半導體及人工智能相關行業發展，繼續有利當地創科企業發展。不過日本央行今年有機會逐步調整貨幣政策，日圓可能因此回升，或將是日本股市的一大風險。

歐元區 ▶

日本 ▼

亞洲市場

香港¹ ▶

中國內地 ▶

其他亞洲市場 ▼

中國內地經濟有回穩跡象，惟市場對盈利前景看法普遍維持審慎，加上美國未必急於大幅減息，也可能限制內地A股及香港股市反彈空間。內地多項穩市場、穩信心的措施能否協助外界對中國經濟回復信心仍需時觀察。若內地經濟在今年見底回穩，或有助企業盈利前景改善，但轉捩點何時出現尚難以預料。美國利率開始回落之時，或有助紓緩估值下行壓力。

我們維持其他亞洲市場觀點審慎看好。受惠於人工智能推動半導體等科技產業發展，加上台灣地震的對半導體供應鏈影響料仍輕微，科技股比重較多的南韓及台灣股市或續受支持。印度經濟增長領先其他主要經濟體，或支持印度股市。

¹ 包括香港上市的香港和中國股票（H股、紅籌及民企）

其他新興市場 ▶

美匯回升，新興市場貨幣受壓，拖累新興市場金融股表現。中美製造業活動回暖，加上美國利率見頂，或有利商品需求。我們對這些亞洲以外的新興市場看法維持中性。

債券

主權 ▼

投資級別企業 ▼

高收益企業 ▶

美國經濟仍具韌性，美國十年期國庫券孳息率穩於4%以上，主權債券及投資級別企業債券中短線或略為整固。惟我們仍然認為，聯儲局今年減息的大方向未有改變，美國國債孳息率再大幅上升機會較微，中線料繼續支持相關債券表現。目前主權債券收益率遠高於十年平均，加上減息周期較有利存續期較長的債券，因此我們維持主權債券及投資級別債券略為看好觀點。高收益債券信貸息差相對十年平均明顯收窄，估值吸引力相對較低，我們維持高收益企業債券中性觀點。

新興市場 ▶

亞洲 ▶

我們維持新興市場及亞洲債券中性觀點。亞洲投資級別美元債信貸息差近期收窄至紀錄低位，亞洲及新興市場美元債的信貸息差亦較十年平均顯著收窄，反映估值並不便宜。中國內地工業及製造業活動有改善跡象，加上中國內地穩市場、穩信心的措施，或有助外界對中國經濟信心回穩，有望繼續支持亞洲債券。

其他資產

商品

黃金 ▼

原油 ▼

我們維持黃金略為看好的觀點。中東地緣政治局勢未見緩和，或增加避險需求，同時聯儲局有望年內減息，實質利率在今年稍後可望回落，或繼續支持黃金表現。不過美國十年期國庫券孳息率徘徊4%以上，加上美匯回升，短線或限制金價升勢。

我們上調原油觀點至略為看好。油價從去年底低位累計反彈逾22%。紅海局勢未見緩和，加上石油輸出國組織延長減產，均可能影響原油供應；同時美國和中國製造業活動恢復擴張，或有望增加對原油需求。不過，主要央行減息幅度若小於預期，或拖累環球經濟表現，中線可能限制油價進一步上升空間。

資料來源：彭博、大新銀行，截至2024年4月5日。

各類資產/貨幣表現

股票

資產類別	基準指數	表現						估值			盈利能力	
		年初至今	一個月	三個月	六個月	一年	三年	股息率	預期市盈率	相對十年平均	股本回報	市場預期盈利增長
環球市場	MSCI環球淨回報美元指數	+8.2%	+3.1%	+8.2%	+20.1%	+23.2%	+22.4%	1.9%	17.7x	+11%	13.7%	+8.2%
成熟市場	MSCI世界淨回報美元指數	+8.9%	+3.2%	+8.9%	+21.3%	+25.1%	+28.1%	1.8%	18.7x	+11%	14.4%	+6.2%
亞洲 (日本除外)	MSCI亞洲 (日本除外) 淨回報美元指數	+2.4%	+2.5%	+2.4%	+9.0%	+4.0%	-19.1%	2.5%	12.8x	+0.3%	9.1%	+24.8%
新興市場	MSCI新興市場淨回報美元指數	+2.4%	+2.5%	+2.4%	+10.4%	+8.2%	-14.4%	2.7%	12.1x	+2%	10.5%	+21.9%
成熟市場												
美國	標普500淨總回報指數	+10.4%	+3.2%	+10.4%	+23.2%	+29.3%	+36.7%	1.4%	20.9x	+16%	18.1%	+11.6%
歐元區	MSCI歐元區淨回報美元指數	+7.8%	+4.2%	+7.8%	+21.2%	+16.0%	+18.1%	2.9%	13.7x	-3%	11.2%	+1.3%
英國	MSCI英國淨回報美元指數	+3.1%	+4.5%	+3.1%	+10.2%	+10.9%	+24.9%	3.9%	11.6x	-12%	11.4%	-1.5%
日本	MSCI日本淨回報美元指數	+11.0%	+3.0%	+11.0%	+20.1%	+25.8%	+11.5%	1.9%	16.5x	+11%	9.4%	+2.7%
亞洲 (日本除外)												
香港	恒生淨總回報指數	-2.5%	+0.6%	-2.5%	-6.3%	-15.8%	-35.9%	4.2%	8.1x	-24%	10.0%	+8.6%
香港 (中國)	恒生中國企業淨總回報指數	+0.7%	+2.4%	+0.7%	-5.3%	-13.7%	-42.0%	3.9%	7.4x	-8%	10.7%	+8.0%
中國A股	滬深300淨總回報指數	+3.1%	+0.6%	+3.1%	-3.9%	-10.7%	-25.7%	2.7%	11.3x	-8%	10.8%	+20.1%
中國 (MSCI)	MSCI中國淨回報美元指數	-2.2%	+0.9%	-2.2%	-6.3%	-17.1%	-46.7%	2.8%	9.1x	-19%	9.9%	+15.2%
南韓	MSCI南韓淨回報美元指數	+1.6%	+5.2%	+1.6%	+17.1%	+14.2%	-20.3%	1.8%	10.9x	+7%	4.6%	+99.5%
台灣	MSCI台灣淨回報美元指數	+12.4%	+7.9%	+12.4%	+32.0%	+27.8%	+17.1%	2.5%	17.8x	+26%	12.3%	+26.0%
印度	MSCI印度淨回報美元指數	+6.1%	+0.8%	+6.1%	+18.7%	+36.8%	+41.6%	1.1%	22.5x	+19%	15.2%	+26.9%
東盟	MSCI東盟淨回報美元指數	-0.2%	+1.5%	-0.2%	+3.7%	-2.5%	-4.0%	4.1%	13.1x	-11%	10.4%	+13.7%
新興市場												
歐洲、中東及非洲	MSCI新興歐洲、中東及非洲淨回報美元指數	+1.0%	+0.2%	+1.0%	+9.5%	+10.5%	-14.4%	3.5%	10.6x	+11%	13.1%	+12.9%
拉丁美洲	MSCI新興拉丁美洲淨回報美元指數	-4.0%	+1.0%	-4.0%	+12.9%	+22.6%	+34.8%	5.1%	9.1x	-24%	16.7%	+5.1%

債券

資產類別	基準指數	表現						估值			利率風險	
		年初至今	一個月	三個月	六個月	一年	三年	收益率	十年平均	信貸息差 (基點)	十年平均	存續期
環球債券	彭博環球多元債券指數	-1.9%	+0.6%	-1.9%	+6.0%	+0.9%	-12.8%	4.04%	2.18%	51.6	64.7	6.6
主權債券	彭博環球政府債券指數	-2.7%	+0.3%	-2.7%	+5.0%	-1.5%	-16.2%	3.20%	1.41%	14.9	17.9	7.2
投資級別	彭博環球企業債券指數	-0.8%	+1.2%	-0.8%	+8.0%	+5.1%	-8.1%	4.99%	2.95%	98.8	126.6	6.2
高收益	彭博環球高收益企業債券指數	+1.4%	+1.0%	+1.4%	+9.1%	+11.0%	+2.3%	7.66%	6.21%	324.9	435.5	3.6
新興市場 (美元)	彭博新興市場美元債券指數	+1.5%	+1.7%	+1.5%	+9.8%	+8.4%	-4.4%	7.14%	5.44%	257.2	324.1	6.3
亞洲 (美元)	彭博新興市場亞洲美元債券指數	+0.8%	+1.0%	+0.8%	+7.6%	+5.4%	-5.7%	6.07%	4.37%	145.3	225.6	5.3

其他資產/貨幣

資產類別	基準指數	表現					
		年初至今	一個月	三個月	六個月	一年	三年
商品	彭博商品指數	+0.9%	+2.9%	+0.9%	-5.1%	-5.7%	+19.2%
紐約期油	紐約商品交易所西德州中級原油活躍期貨合約	+16.1%	+6.3%	+16.1%	-8.4%	+9.9%	+40.6%
倫敦期油	ICE布蘭特原油活躍期貨合約	+13.6%	+4.6%	+13.6%	-8.2%	+9.7%	+37.7%
現貨黃金	現貨黃金	+8.1%	+9.1%	+8.1%	+20.6%	+13.2%	+30.6%
美元	美匯指數	+3.1%	+0.3%	+3.1%	-1.6%	+1.9%	+12.1%
歐元	歐元兌美元	-2.3%	-0.1%	-2.3%	+2.1%	-0.5%	-8.0%
英鎊	英鎊兌美元	-0.8%	-0.02%	-0.8%	+3.5%	+2.3%	-8.4%
澳元	澳元兌美元	-4.3%	+0.4%	-4.3%	+1.3%	-2.5%	-14.2%
紐西蘭元	紐元兌美元	-5.4%	-1.8%	-5.4%	-0.3%	-4.4%	-14.4%
加拿大元	加元兌美元	-2.2%	+0.3%	-2.2%	+0.3%	-0.2%	-7.2%
瑞士法郎	瑞郎兌美元	-6.7%	-1.9%	-6.7%	+1.5%	+1.5%	+4.7%
日圓	日圓兌美元	-6.8%	-0.9%	-6.8%	-1.3%	-12.2%	-26.8%
人民幣	境內人民幣兌美元	-1.7%	-0.5%	-1.7%	+1.1%	-4.8%	-9.3%
新興市場貨幣	MSCI新興市場貨幣指數	-0.9%	-0.2%	-0.9%	+3.3%	+1.9%	+1.4%

資料來源：彭博、大新銀行，截至2024年3月31日。「表現」為總回報包括股息/債息再投資，按美元計算（除恒生指數、恒生中國企業指數及滬深300指數表現按當地貨幣計算）。其他資產/貨幣表現為相關時期的價格變動。

央行貨幣政策會議

	美國聯儲局	歐洲央行	英倫銀行	澳洲儲備銀行	紐西蘭儲備銀行	加拿大銀行	瑞士國家銀行	日本銀行
最新政策利率	5.50%	4.00%	5.25%	4.35%	5.50%	5.00%	1.50%	-0.10%
貨幣政策會議								
2024年4月		4月11日			4月10日	4月10日		4月26日
2024年5月	5月1日		5月9日	5月7日	5月22日			
2024年6月	6月12日	6月6日	6月20日	6月18日		6月5日	6月20日	6月14日
2024年7月	7月31日	7月18日			7月10日	7月24日		7月31日
2024年8月			8月1日	8月6日	8月14日			
2024年9月	9月18日	9月12日	9月19日	9月24日		9月4日	9月26日	9月20日
2024年10月		10月17日			10月9日	10月23日		10月31日
2023年11月	11月7日		11月7日	11月5日	11月27日			
2024年12月	12月18日	12月12日	12月19日	12月10日		12月11日	12月12日	12月19日

資料來源：彭博、大新銀行，截至2024年3月31日。

資產類別投資觀點闡釋

本文件頁三「資產類別投資觀點及展望」列出之資產類別，與頁四各類資產的基準指數相對應。「觀點」代表我們對相關資產類別的基準指數（例如美股基準為標普500淨回報指數）相對其所歸屬、涵蓋面較廣的市場基準指數（例如美股所屬的成熟市場，以MSCI世界淨回報指數為基準）未來三至六個月的潛在走勢的看法，主要參考影響不同資產類別的基本因素（包括相關宏觀條件、政策取向、企業盈利前景等）以及估值（包括歷史和預測市盈率或市賬率、孳息率或信貸息差等指標）。

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

大新銀行經濟研究及投資策略部

黃世康
高級市場策略師

莫靄欣
市場策略師

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

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

除非作者表明有關觀點來自本行，否則有關意見僅代表該作者之個人觀點。

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

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

本文件並未經香港證券及期貨事務監察委員會或任何其他香港的監管機構審核。