

市場導航

2024年9月

大新銀行經濟研究及投資策略部

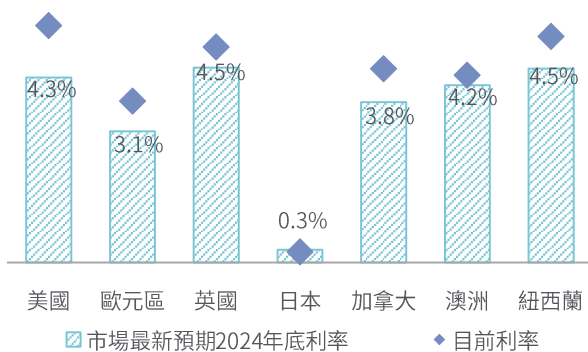
股市波幅料擴大 債市轉強

環球股市8月急挫後回升。隨著更多數據支持聯儲局啟動減息，帶動環球股市收復月初最多下挫7%的劣勢，調頭反彈，並再創歷史新高，全月升2.5%。日本加息前景觸發套息盤拆倉，日股月初三個交易日內最多曾累積跌逾兩成（按日圓計），最終收復大部分失地，全月僅跌2.7%，按美元計則升0.5%。美國經濟大幅放緩的憂慮減退，美股全月上升2.4%，歐元區股市按美元計升3.9%。新加坡元及印尼盾等亞洲貨幣急升，帶動東盟股市按美元計升8.1%，跑贏主要股市。人民幣回升、大型科網股業績理想加上多間上市公司公布回購計劃，支持港股8月上升近4%，是4月以來最佳表現。中國內地經濟動力轉弱，加上歐美地區續向中國電動車等商品加徵關稅及實施晶片限制，拖累中國內地股市下跌3.3%，跑輸整體股市。

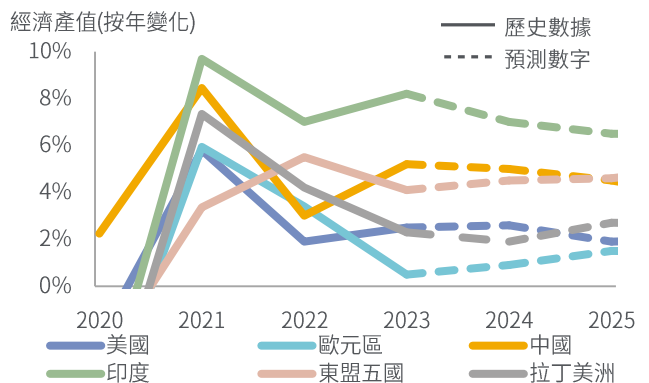
環球債市8月延續升勢。聯儲局減息在望，帶動環球債券上升2.4%，連升四個月。受惠美國及日本等國債孳息率下跌，主權債券上升2.6%，跑贏整體債券；投資級別企業債券升1.9%。受到信貸息差較明顯收窄推動，高收益債券及新興市場債券均上升2.1%。中國內地經濟動力減慢，限制亞洲債券表現，8月升1.4%，落後於整體債券。市場憂慮中國經濟放緩影響原油需求前景，油價8月下跌5.6%，連跌兩個月。美匯顯著回調，帶動金價升穿每盎司2,500美元再創新高，全月升2.3%。（所有表現截至8月30日，總回報按美元計算；香港及內地A股表現按本地貨幣計算。）

- 美國減息在望，支持股市再挑戰高位
- 股市的上升動力近期略為減弱，而且波幅可能會擴大，至於債市表現則有所轉強
- 減息預期升溫、人民幣回升及企業回購股份或有助紓緩港股下行壓力

圖一：市場預期各國央行直至年底的利率變化



圖二：國際貨幣基金組織對各地經濟預測



資料來源：彭博、國際貨幣基金、大新銀行，截至2024年9月4日。

美國減息在望 支持股市再挑戰高位

聯儲局主席鮑威爾在Jackson Hole全球央行年會的發言，基本上確立了市場對聯儲局9月啟動減息的預期，支持股市近期再挑戰高位，不過投資者對減息幅度仍意見分歧：有些意見認為，聯儲局今年內或需要減息多達100基點，以防範經濟衰退；我們認為，美國經濟基調尚算平穩，服務業通脹放緩步伐緩慢，聯儲局或會採取循序漸進方式放寬政策。因此我們傾向相信聯儲局今年較大機會減息兩次合共50基點，除非就業市場加快冷卻，或整體金融環境再大幅收緊，聯儲局方會考慮採取更多寬鬆措施。

續後頁

整體而言，我們注意到**股市的上升動力近期略為減弱，而且波幅可能會擴大，至於債市表現則有所轉強**，反映了全球經濟下行壓力有所上升、環球主要央行陸續進入減息周期（圖一）、人工智能熱潮帶領的科技股業績逐漸追不上市場樂觀的預期、以及套息交易拆倉引發市場更多波動。

雖然如此，**我們維持略為看好美股**。美股短線或受估值偏高及市場對龍頭科技股估值重新定價所影響，但中長線可望繼續受惠減息及人工智能相關科技發展。

企業回購股份助紓緩港股下行壓力

我們也維持略為看好其他亞洲市場。除了印度、南韓和台灣外，東盟地區普遍通脹溫和，經濟表現正面（圖二），也利好區內股市。馬來西亞受惠於人工智能所推動的數據中心及晶片測試中心等新興產業發展，而印尼新任政府財政措施支持內需消費，加上電動車相關產業發展及出口改善，經濟有望保持較快增長。隨著成熟經濟體陸續開始減息，資金流入新興市場，馬來西亞令吉、印尼盾及泰銖等亞洲貨幣走強，或有望帶動中國以外的亞洲股市按美元計的表現。

另一邊廂，**美國減息預期升溫、人民幣回升以及企業提出回購股份，或有助紓緩港股下行壓力**。中國經濟復甦未穩，房地產市場的問題仍然是整體經濟增長的主要障礙，中國內地**減息**及多項支持經濟措施的刺激作用仍有待觀察，加上歐美經濟放緩以及貿易和科技限制措施等因素，可能限制內地A股及香港股市上升動力。

減息有利存續期較長的環球政府及投資級別企業債券

債券方面，美國減息前景漸趨明朗，加上主要成熟經濟體陸續開始減息，**或有利存續期較長的環球政府及投資級別企業債券**。同時，成熟市場經濟動力轉弱，或導致**評級較低及財務狀況較弱的企業信貸風險上升，信貸息差亦可能會因此而擴闊**，或限制高收益債券的表現。

市場近期亦關注日圓和瑞郎升值引發套息交易拆倉的情況。**使用人民幣作為套息交易融資貨幣的可行性，逐漸引起市場注意**。中國內地政策利率較不少主要貨幣為低，而且人民幣在目前內地的經濟情況下未必會大幅升值，兩者均是採納人民幣用於套息交易的有利因素。有意部署以借入人民幣作為套息交易貨幣的投資者，宜考慮離岸人民幣資金池規模不大對套息活動的潛在影響，以及日、郎等貨幣未來是否會持續跑贏人民幣。

資產類別投資觀點及展望

股票

成熟市場

美國 ▼

美國有望即將開始降息，加上人工智能相關科技發展，中長線或繼續支持美股表現。美股估值較高，而且經濟開始有轉弱跡象，或限制進一步突破的動力。龍頭科技股業績能否持續優於預期、總統大選選情以及環球市場氣氛等因素，都可能影響美股表現。

歐洲央行9月可能再次減息，或為歐元區股市帶來支持。歐洲經濟復甦有停滯跡象，歐元區製造業活動連續逾兩年收縮，加上法國政治前景仍充滿不確定性，或限制歐洲股市表現。

日本央行可能逐步收緊貨幣政策，若日圓持續走強，或將是日本股市的一大風險。不過日本央行貨幣政策仍相對寬鬆，半導體及人工智能相關行業發展中長線繼續有利當地科技企業發展及經營前景，或為日股帶來一定支持。

歐元區 ▶

日本 ▶

亞洲市場

香港¹ ▶

中國內地 ▶

其他亞洲市場 ▼

美國減息預期升溫、人民幣回升以及企業提出回購股份，或有助紓緩港股下行壓力。內地經濟復甦步伐未穩，本土需求不足，房地產市場持續疲弱，減息及多項支持經濟措施的刺激作用仍有待觀察；歐美經濟前景放緩，加上歐美等國持續對華的外貿及科技限制，或不利外部需求復甦，可能限制內地A股及香港股市上升動力。

我們維持略為看好其他亞洲市場，惟短線或受避險情緒、日圓拆倉活動及市場對半導體行業估值調整影響。科技股比重較高的南韓及台灣股市中長線或續受惠於人工智能推動高端半導體等科技產業需求。印度及部分東盟國家經濟增長領先其他主要經濟體，或續支持印度及東盟股市。

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 ▶

美國有望9月降息，美元回軟，加上成熟市場經濟增長放緩，或吸引資金流入新興市場，支持其貨幣及股市表現。新興市場製造業活動持續擴張，或有助商品價格回穩。

債券

主權 ▼

投資級別企業 ▼

高收益企業 ▶

我們維持主權債券及投資級別企業債券觀點至略為看好。聯儲局較大機會9月減息，可望支持美國國庫券孳息率逐步回落。另一方面，日本央行表明不會在市場波動時加息，亦有助限制日本國債孳息率上升空間，支持環球債券及主權債券表現。

高收益債券信貸息差與十年平均有較大折讓，反映估值偏高，加上成熟市場經濟動力轉弱，或導致評級較低及財務狀況較弱的企業信貸風險上升，信貸息差亦可能會因此而擴闊，或限制高收益債券的表現。

新興市場 ▶

亞洲 ▶

我們維持新興市場及亞洲債券中性觀點。目前新興市場債券信貸息差遠低於十年平均水平，估值並不便宜。整體東南亞地區經濟增長強勁，或對亞洲債券有一定支持。惟須注意亞洲美元債券信貸息差亦遠低於十年平均，估值並不便宜，加上存續期較短，在減息周期的吸引力或稍遜於存續期較長的債券。

其他資產

商品

黃金 ▼

原油 ▶

金價突破每盎司2,500美元再紀錄新高，續徘徊於高位。聯儲局有望啟動減息、美匯回落，加上地緣緊張局勢持續，或繼續支持黃金表現。我們維持黃金略為看好的觀點。

中國經濟仍未完全擺脫下行風險，或不利原油需求前景，加上石油輸出國組織年內可能恢復部分產量，中線可能限制油價表現。我們維持原油觀點至中性。

資料來源：彭博、大新銀行，截至2024年9月4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	+16.0%	+2.5%	+6.5%	+10.5%	+23.4%	+18.3%	1.9%	17.9x	+11%	13.5%	+14.1%
成熟市場	MSCI世界淨回報美元指數	+16.7%	+2.6%	+6.6%	+10.6%	+24.4%	+22.2%	1.8%	19.0x	+12%	14.0%	+12.1%
亞洲 (日本除外)	MSCI亞洲 (日本除外) 淨回報美元指數	+11.7%	+1.9%	+6.1%	+11.9%	+15.7%	-10.0%	2.4%	12.4x	-3%	10.1%	+27.2%
新興市場	MSCI新興市場淨回報美元指數	+9.5%	+1.6%	+5.9%	+9.7%	+15.1%	-8.9%	2.7%	11.8x	-1%	11.1%	+27.3%
成熟市場												
美國	標普500淨總回報指數	+19.2%	+2.4%	+7.3%	+11.4%	+26.6%	+29.0%	1.3%	21.5x	+18%	17.9%	+12.6%
歐元區	MSCI歐元區淨回報美元指數	+10.8%	+3.9%	+1.5%	+7.1%	+17.6%	+10.0%	3.2%	13.2x	-6%	11.0%	+6.7%
英國	MSCI英國淨回報美元指數	+15.1%	+3.3%	+5.8%	+16.6%	+22.0%	+29.3%	3.8%	11.9x	-9%	9.7%	+4.3%
日本	MSCI日本淨回報美元指數	+13.0%	+0.5%	+5.6%	+4.9%	+19.7%	+11.8%	2.1%	15.1x	+2%	8.9%	+9.1%
亞洲 (日本除外)												
香港	恒生淨總回報指數	+9.1%	+3.9%	+1.6%	+12.6%	+2.1%	-22.7%	4.4%	8.3x	-21%	10.2%	+10.4%
香港 (中國)	恒生中國企業淨總回報指數	+13.0%	+3.7%	+1.6%	+14.8%	+3.7%	-23.9%	3.9%	7.6x	-6%	10.8%	+11.1%
中國A股	滬深300淨總回報指數	-0.9%	-3.3%	-5.3%	-3.3%	-9.5%	-26.1%	3.0%	10.9x	-11%	10.2%	+22.4%
中國 (MSCI)	MSCI中國淨回報美元指數	+4.4%	+1.0%	-2.2%	+7.7%	-2.8%	-35.4%	2.7%	8.9x	-22%	10.6%	+16.0%
南韓	MSCI南韓淨回報美元指數	-2.3%	-2.2%	+5.9%	+1.1%	+6.9%	-21.3%	2.1%	8.4x	-17%	6.6%	+69%
台灣	MSCI台灣淨回報美元指數	+28.1%	+3.4%	+10.7%	+22.9%	+44.7%	+22.0%	2.4%	17.2x	+20%	13.7%	+25.8%
印度	MSCI印度淨回報美元指數	+22.8%	+1.1%	+12.4%	+16.7%	+39.7%	+37.1%	1.1%	24.1x	+26%	16.3%	+17.3%
東盟	MSCI東盟淨回報美元指數	+11.8%	+8.1%	+13.1%	+13.7%	+12.8%	+6.8%	3.9%	13.6x	-7%	10.3%	+25.1%
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	+7.4%	+1.0%	+8.7%	+6.5%	+13.0%	-18.1%	3.8%	10.3x	+8%	12.2%	+22.4%
拉丁美洲	MSCI新興拉丁美洲淨回報美元指數	-12.6%	+2.6%	-2.7%	-8.1%	+0.4%	+10.2%	5.8%	8.6x	-27%	14.8%	+24.2%

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	+2.0%	+2.4%	+5.3%	+4.7%	+7.2%	-11.4%	3.68%	2.26%	50.0	64.4	6.5
主權債券	彭博環球政府債券指數	+1.0%	+2.6%	+5.6%	+4.1%	+5.8%	-14.8%	2.93%	1.48%	15.3	17.7	7.1
投資級別	彭博環球企業債券指數	+3.4%	+1.9%	+4.7%	+5.4%	+9.6%	-7.5%	4.55%	3.05%	102.4	126.5	6.2
高收益	彭博環球高收益企業債券指數	+6.6%	+2.1%	+4.6%	+6.3%	+13.3%	+4.5%	7.13%	6.31%	324.3	434.2	3.4
新興市場 (美元)	彭博新興市場美元債券指數	+6.3%	+2.1%	+4.6%	+6.5%	+12.3%	-3.9%	6.62%	5.53%	261.9	323.2	6.4
亞洲 (美元)	彭博新興市場亞洲美元債券指數	+4.9%	+1.4%	+4.0%	+5.2%	+10.3%	-3.6%	5.43%	4.45%	142.5	222.1	5.4

其他資產/貨幣

資產類別	基準指數	表現					
		年初至今	一個月	三個月	六個月	一年	三年
商品	彭博商品指數	-2.6%	-0.4%	-6.7%	-0.6%	-9.4%	+0.1%
紐約期油	紐約商品交易所西德州中級原油活躍期貨合約	+2.7%	-5.6%	-4.5%	-6.0%	-12.1%	+7.4%
倫敦期油	ICE布蘭特原油活躍期貨合約	+2.3%	-2.4%	-3.5%	-5.8%	-9.3%	+8.0%
現貨黃金	現貨黃金	+21.3%	+2.3%	+7.6%	+22.5%	+29.0%	+38.0%
美元	美匯指數	+0.4%	-2.3%	-2.8%	-2.4%	-1.9%	+9.8%
歐元	歐元兌美元	+0.1%	+2.1%	+1.8%	+2.2%	+1.9%	-6.4%
英鎊	英鎊兌美元	+3.1%	+2.1%	+3.0%	+4.0%	+3.6%	-4.6%
澳元	澳元兌美元	-0.7%	+3.4%	+1.7%	+4.1%	+4.3%	-7.5%
紐西蘭元	紐元兌美元	-1.1%	+5.0%	+1.7%	+2.7%	+4.7%	-11.3%
加拿大元	加元兌美元	-1.8%	+2.3%	+1.0%	+0.6%	+0.1%	-6.5%
瑞士法郎	瑞郎兌美元	-1.0%	+3.3%	+6.2%	+4.1%	+4.0%	+7.7%
日圓	日圓兌美元	-3.5%	+2.6%	+7.6%	+2.6%	+0.4%	-24.7%
人民幣	境內人民幣兌美元	+0.1%	+1.9%	+2.1%	+1.4%	+2.4%	-8.9%
新興市場貨幣	MSCI新興市場貨幣指數	+1.3%	+2.0%	+2.2%	+2.0%	+5.1%	+1.3%

資料來源：彭博、大新銀行，截至2024年8月31日。「表現」為總回報包括股息/債券再投資，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%	3.75%	5.00%	4.35%	5.25%	4.50%	1.25%	0.25%
貨幣政策會議								
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8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。