

# 市場導航

2023年12月

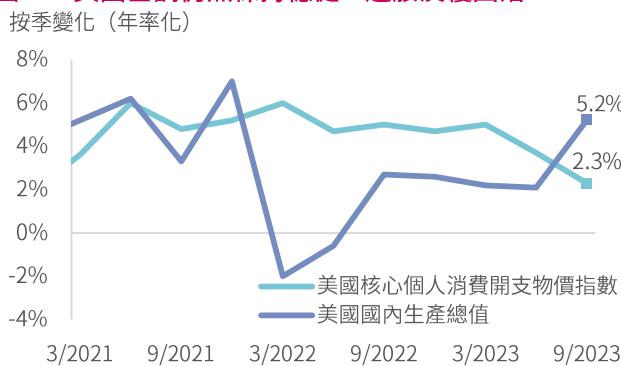
大新銀行經濟研究及投資策略部

## 加息周期有望結束 刺激股債造好

美國通脹進一步放緩，市場憧憬聯儲局加息周期或已結束，刺激環球股市顯著造好，11月上升9.2%，其中成熟市場升9.4%，新興市場升8%。美國資訊科技及通訊服務股升勢強勁，帶動美股升9.1%，歐元區通脹放緩加大市場對歐洲央行減息的憧憬，歐元區股市亦升11%。南韓及台灣股市在大型半導體股推動下分別升16%及13%，跑贏主要市場。拉丁美洲股市則在金融股支撐下上升14%。香港股市本月一度升逾6%，惟內地房地產問題有蔓延至金融體系的跡象，加上個別科技股業務前景轉趨審慎，拖累香港股市蒸發升幅，全月倒跌0.2%。內地A股下跌2.2%，跑輸環球股市。

聯儲局今輪加息周期有望完結，美國十年期國庫券孳息率大幅回落60基點，刺激環球債市11月反彈5.1%，創十五年來最大單月升幅。美國經濟維持穩健，投資級別企業債券升5.3%，相對領先整體債券；主權債券及高收益企業債券均升近5%。石油輸出國組織延遲召開會議，其後公布減產規模少過預期，拖累紐約期油11月下跌6.3%，連跌兩個月。美國實質利率略為回落，帶動金價反彈2.7%，連升兩個月。（所有表現截至11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。）

圖一：美國基調仍然保持穩健，通脹反覆回落



資料來源：彭博、大新銀行，截至2023年12月7日。

## 利率逐步回落 有望提振環球資產

美國經濟能否成功軟著陸以及利率走向，將左右資產市場表現。目前美國基調仍然保持穩健，通脹穩步回落（圖一），聯儲局加息周期有望結束。不過，利率預料將維持在高位一段時間，同時量化緊縮亦會繼續收緊流動性，隨著緊縮貨幣政策影響逐步浮現，來年經濟增長受到的壓力亦可能會逐漸增加。最近美國失業率有所回升，消費者信心回落，核心耐用品訂單下滑，亦可能反映資本投資乏力。若美國經濟成功「軟著陸」，通脹穩步朝向聯儲局目標，聯儲局可能明年下半年開始減息，料將利好環球資產市場表現。不過，若果因為美國經濟突然失速，或通脹未能加快回落，因而導致聯儲局要加快或押後減息，市場均可能視為壞消息，而不利資產市場表現。

- 加息周期有望結束，環球股債反彈
- 美國經濟能否成功軟著陸以及利率走向，將左右資產市場表現
- 美國實際利率回落，美元有所轉弱，我們上調黃金的觀點至略為看好

圖二：美股及環球股市過去美國總統大選年的表現



續後頁

除了利率因素，環球政局發展，也可能增加資產價格波動。俄烏及中東局勢前景未明，中美關係仍然緊張，加上明年亦是包括美國等地的大選年（英國大選也可能在2024年舉行），為市場增添政治不明朗因素，其中以美國總統大選最為市場所關注。歷史數據顯示，過往十屆美國總統選舉年MSCI世界指數及標普500指數的平均升幅分別為8.8%及3.8%。當中2000年及2008年標普500指數是錄得10.1%及38.5%跌幅（圖二）。大選年對股市屬利好還是利淡，並非三言兩語可輕易概括之，但在國際關係緊張之際，美國總統之位有出現政黨輪替的可能性，也可能加劇市場不安。

### 維持略為看好美股 上調黃金觀點

**展望2024年，在利率見頂的預期下，我們相信大部分股債市場均會有正面表現。**其中我們維持略為看好美國股市。美股在大比重的龍頭科技企業帶領下，在2023年表現強勁，而其他板塊則相對乏善足陳，反映大部分企業在利率急升的情況之下面臨不少挑戰。不過，美國經濟基調短期內未必會有大幅轉弱，利率有望見頂，加上人工智能相關科技發展，有望繼續支持美股表現。

**日本央行有望在明年第一季仍保持超寬鬆貨幣政策，經濟及通脹溫和增長，加上人工智能及晶片相關行業發展，或繼續支持日本股市表現。**隨著大型晶片製造商先後計劃在日本設廠，加上人工智能及自動化科技發展，相關行業發展有望繼續推動日本股市表現。另外，隨著日本國債孳息率由低位反覆回升，加上日本股市復甦，有利當地金融股表現。不過，日本央行明年或開始考慮調整貨幣政策，或會是限制日本股市表現的一大阻力。

**歐洲股市或會在經濟疲弱的表現及歐洲央行放鬆政策的憧憬之間反覆波動。**歐洲經濟基調較弱，或影響企業盈利前景，限制股市表現。不過同時促使歐洲央行難以長期時間維持高利率，若歐洲央行調頭減息，則有助穩定股市及支持歐洲地區債券表現。

**中國經濟前景不明朗，以及房地產領域持續疲弱，將繼續困擾中國內地及香港股市。**中國內需最近數月表現疲弱，同時房地產市場繼續下行，不少大型房企周轉困難問題未見改善，債務違約風險揮之不去；此外，部分地方政府也面對財困，中央或須優先處理這些問題，以防引發更廣泛的系統性危機，不過也可能因此限制了政府直接刺激經濟的空間。不過，我們相信內地經濟會在2024年見底回穩，從而支持企業盈利前景改善，但轉捩點何時出現尚難以預料，短期內避險氣氛仍會濃厚。當美國利率見頂回落，或有助紓緩股估值的下行壓力。

**我們相信人工智能產業發展有望繼續帶動相關股市表現。**今年人工智能有突破性發展，帶動晶片、軟件、雲服務等行業需求，而且隨著人工智能技術持續發展，相關產業配套需求亦有望持續增長，有利較多相關科技產業的美國、南韓、台灣及日本等股市表現。

**債券市場方面，減息預期短線或繼續支撐主要債市表現。**隨著市場預期聯儲局或已完成加息，預料債息大幅回升的機會已相對較低，或吸引部分資金從貨幣市場資產重投固定收益。企業債券（包括投資級別及高收益）或新興市場債券的信貸息差大約處於十年平均附近，估值並非過貴，收益甚具吸引力。但亦不能忽視，若金融市場對減息預期過於樂觀，刺激總體需求再度轉強，或令貨幣政策有再度收緊的風險，屆時債息或有機會調頭回升，債市表現或會再次變得波動。

**我們上調黃金至審慎看好。**美國實際利率反覆回落，加上美元有所轉弱，或繼續支持黃金表現。

# 資產類別投資觀點及展望

## 股票

### 成熟市場

**美國** 看淡  看好

**歐元區** 看淡  看好

**日本** 看淡  看好

美國經濟基調短期內未必會大幅轉弱，利率有望見頂，加上人工智能相關科技發展，有望繼續支持美股表現。美股市值最大的新興經濟股份，可望繼續受惠於其增長前景及利率見頂或有較好表現；其他股份則可能較為受到利率高企及經濟基本面轉弱所拖累，我們維持美國股市審慎看好。

歐洲通脹顯著放緩，歐洲央行維持緊縮政策的時間可能較短，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十七個月收縮，服務業活動收縮也持續了四個月，或限制歐洲股市表現。我們維持歐元區股市中性觀點。

日本央行短期未必會調整超寬鬆貨幣政策，日本國債孳息率上升加上股市交易暢旺，有利日本金融機構盈利增長。半導體及人工智能相關行業發展，有利當地創科企業發展。我們略為看好日本股市。不過日本央行未來仍有機會調整貨幣政策，加上日圓反彈，或將是日本股市的一大風險。

### 亞洲市場

**香港<sup>1</sup>** 看淡  看好

**中國內地** 看淡  看好

**其他亞洲市場** 看淡  看好

中國經濟復甦步伐不穩，內房及地方債務繼續發酵，美、日等國續對華科技實施限制，拖累了香港股市及內地A股表現。不過，我們相信內地經濟會在2024年見底回穩，從而支持企業盈利前景改善，但轉捩點何時出現尚難以預料，短期內避險氣氛仍會濃厚。當美國利率見頂回落，或有助紓緩股估值的下行壓力。

我們維持其他亞洲市場觀點審慎看好。南韓股市實施禁止股票賣空，短線有利韓國股市表現。印度經濟增長領先其他主要經濟體，加上人工智能及電動車概念有利相關行業發展，或支持印度、台灣及韓國等股市表現。

<sup>1</sup> 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** 看淡  看好

美匯由高位回落，新興市場貨幣反彈，金融股造好，推動拉丁美洲股市等新興市場表現。不過環球製造業下行壓力持續，或繼續拖累商品需求，我們對這些亞洲以外的新興市場看法維持中性。

## 債券

**主權** 看淡  看好

**投資級別企業** 看淡  看好

**高收益企業** 看淡  看好

我們維持主權債券、投資級別企業債及高收益企業債券中性觀點。隨著市場預期聯儲局或已完成加息，預料債息大幅回升的機會已相對較低，或吸引部分資金從貨幣市場資產重投固定收益。企業債券（包括投資級別及高收益）的信貸息差大約處於十年平均附近，估值並非過貴，收益甚具吸引力。但亦不能忽視，若金融市場對減息預期過於樂觀，刺激總體需求再度轉強，或令貨幣政策有再度收緊的風險。

**新興市場** 看淡  看好

**亞洲** 看淡  看好

美國國庫券孳息率有所回落，扭轉新興市場債息年初至今的升勢，加上主要新興市場國家經濟數據仍然強勁，我們維持新興市場債券中性觀點。內地經濟數據表現反覆，惟內地有意推出更多房地產市場支持政策及紓緩地方政府債務壓力，或有助控制整體信貸風險。我們維持亞洲債券中性觀點。

## 其他資產

### 商品

**黃金** 看淡  看好

**原油** 看淡  看好

聯儲局加息周期或已結束，帶動金價重上每盎司2,000美元以上，一度創歷史新高。實質利率反覆回落，加上美元有所轉弱，中東地緣政治局勢若再度升溫，可能增加避險需求，或繼續支持黃金表現，我們上調黃金至略為看好。不過，如果通脹走勢反覆，聯儲局可能將利率維持在限制水平更長時間，甚至再度加息，令實質利率或回升，則可能成為限制金價進一步突破的一大阻力。

聯儲局暗示加息周期或將結束，有望提振原油需求前景，加上中東局勢緊張，或支持油價表現；惟聯儲局有機會維持利率於高位更長時間，同時中國部分經濟數據仍然較弱，可能限制原油需求。我們維持原油觀點至中性。

資料來源：彭博、大新銀行，截至2023年12月7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	+16.6%	+9.2%	+1.6%	+8.3%	+12.0%	+18.1%	2.1%	16.2x	+2%	13.6%	+8.0%
成熟市場	MSCI世界淨回報美元指數	+18.0%	+9.4%	+1.6%	+8.7%	+13.0%	+22.6%	2.0%	17.0x	+2%	14.3%	+6.1%
亞洲（日本除外）	MSCI亞洲（日本除外）淨回報美元指數	+2.4%	+6.9%	+0.1%	+2.1%	+2.2%	-16.3%	2.7%	12.1x	-4%	9.1%	+25.4%
新興市場	MSCI新興市場淨回報美元指數	+5.7%	+8.0%	+1.1%	+4.6%	+4.2%	-11.6%	2.9%	11.5x	-2%	10.8%	+20.6%
<strong>成熟市場</strong>												
美國	標普500淨總回報指數	+20.2%	+9.1%	+1.6%	+9.9%	+13.3%	+30.4%	1.5%	19.1x	+7%	17.9%	+8.6%
歐元區	MSCI歐元區淨回報美元指數	+17.6%	+11.4%	+1.6%	+6.0%	+17.6%	+14.4%	3.4%	12.1x	-14%	10.3%	+3.1%
英國	MSCI英國淨回報美元指數	+9.2%	+6.7%	+1.4%	+4.6%	+8.7%	+29.8%	4.1%	10.6x	-19%	15.9%	-7.3%
日本	MSCI日本淨回報美元指數	+15.3%	+8.6%	+1.5%	+6.2%	+15.6%	+1.8%	2.2%	15.1x	+2%	8.6%	+7.6%
<strong>亞洲（日本除外）</strong>												
香港	恒生淨總回報指數	-10.8%	-0.2%	-6.6%	-4.1%	-5.1%	-29.1%	4.2%	7.8x	-27%	9.7%	+19.5%
香港（中國）	恒生中國企業淨總回報指數	-9.7%	-0.05%	-6.9%	-2.0%	-5.0%	-39.2%	4.0%	7.0x	-13%	10.4%	+13.2%
中國A股	滬深300淨總回報指數	-7.7%	-2.1%	-7.0%	-6.2%	-7.2%	-25.3%	2.8%	10.5x	-14%	11.0%	+21.3%
中國（MSCI）	MSCI中國淨回報美元指數	-9.0%	+2.5%	-4.6%	+0.1%	-4.3%	-42.9%	2.6%	9.2x	-18%	9.8%	+19.4%
南韓	MSCI南韓淨回報美元指數	+15.5%	+16.2%	+2.6%	+1.5%	+9.6%	-12.9%	2.0%	10.9x	+7%	5.2%	+57.0%
台灣	MSCI台灣淨回報美元指數	+23.6%	+13.2%	+7.1%	+4.8%	+16.9%	+21.0%	3.3%	15.6x	+11%	12.5%	+19.2%
印度	MSCI印度淨回報美元指數	+11.8%	+6.7%	+5.2%	+11.3%	+5.6%	+43.1%	1.3%	21.1x	+14%	12.7%	+27.6%
東盟	MSCI東盟淨回報美元指數	-4.5%	+3.5%	-4.1%	-2.6%	-4.7%	-5.1%	4.2%	12.7x	-14%	11.0%	+13.2%
<strong>新興市場</strong>												
歐洲、中東及非洲	MSCI新興歐洲、中東及非洲淨回報美元指數	+3.3%	+6.5%	+0.4%	+6.7%	+0.1%	-7.0%	3.6%	10.2x	+8%	14.9%	+9.6%
拉丁美洲	MSCI新興拉丁美洲淨回報美元指數	+22.6%	+14.0%	+6.1%	+15.8%	+17.6%	+37.3%	5.1%	8.9x	-27%	17.9%	+2.7%

## 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	+1.8%	+5.1%	+0.8%	+0.3%	+2.4%	-17.2%	4.08%	2.12%	61.7	65.0	6.6
主權債券	彭博環球政府債券指數	+0.2%	+4.9%	+0.6%	-0.6%	+1.0%	-20.3%	3.19%	1.36%	17.2	18.2	7.2
投資級別	彭博環球企業債券指數	+5.1%	+5.7%	+1.6%	+2.4%	+5.4%	-13.9%	5.11%	2.88%	122.1	126.9	6.2
高收益	彭博環球高收益企業債券指數	+9.4%	+4.9%	+2.4%	+5.8%	+10.0%	-0.4%	8.30%	6.13%	404.6	436.8	3.7
新興市場（美元）	彭博新興市場美元債券指數	+4.7%	+5.3%	+1.4%	+2.9%	+5.6%	-11.4%	7.54%	5.37%	311.6	325.4	6.2
亞洲（美元）	彭博新興市場亞洲美元債券指數	+4.1%	+4.3%	+1.8%	+1.3%	+5.3%	-10.5%	6.28%	4.32%	183.0	229.2	5.3

## 其他資產/貨幣

資產類別	基準指數	表現						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
商品	彭博商品指數	-9.7%	-2.7%	-4.0%	+3.9%	-12.3%	+36.9%				
紐約期油	紐約商品交易所西德州中級原油活躍期貨合約	-5.4%	-6.2%	-9.2%	+11.6%	-5.7%	+67.5%				
倫敦期油	ICE布蘭特原油活躍期貨合約	-3.6%	-5.2%	-4.6%	+14.0%	-3.0%	+74.0%				
現貨黃金	現貨黃金	+11.6%	+2.6%	+5.0%	+3.8%	+15.1%	+14.6%				
美元	美匯指數	-0.02%	-3.0%	-0.1%	-0.8%	-2.3%	+12.7%				
歐元	歐元兌美元	+1.7%	+3.0%	+0.4%	+1.9%	+4.6%	-8.7%				
英鎊	英鎊兌美元	+4.5%	+3.9%	-0.4%	+1.5%	+4.7%	-5.2%				
澳元	澳元兌美元	-3.1%	+4.2%	+1.9%	+1.6%	-2.7%	-10.1%				
紐西蘭元	紐元兌美元	-3.1%	+5.7%	+3.2%	+2.2%	-2.3%	-12.3%				
加拿大元	加元兌美元	-0.1%	+2.3%	-0.4%	+0.1%	-1.1%	-4.1%				
瑞士法郎	瑞郎兌美元	+5.6%	+4.0%	+0.9%	+4.1%	+8.1%	+3.9%				
日圓	日圓兌美元	-11.5%	+2.4%	-1.8%	-6.0%	-6.8%	-29.6%				
人民幣	境內人民幣兌美元	-3.3%	+2.5%	+1.7%	-0.4%	-0.6%	-7.8%				
新興市場貨幣	MSCI新興市場貨幣指數	+3.4%	+2.8%	+2.4%	+2.7%	+5.2%	+1.5%				

資料來源：彭博、大新銀行，截至2023年11月30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%	1.75%	-0.10%
貨幣政策會議								
2023年12月	12月13日	12月14日	12月14日	12月5日		12月6日	12月14日	12月19日
2024年1月	1月31日	1月25日				1月24日		1月23日
2024年2月			2月1日	2月6日	2月28日			
2024年3月	3月20日	3月7日	3月21日	3月19日		3月6日	3月21日	3月19日
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12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2023年11月30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，與頁五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。本文件所提供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。