

市場導航

2024年5月

大新銀行經濟研究及投資策略部

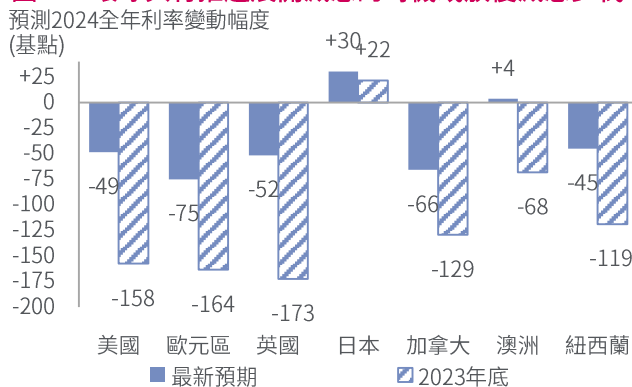
低估值吸引資金回流中國股市

美國通脹數據仍然頑固，市場進一步下調聯儲局減息預期，拖累環球股市4月下跌3.3%，結束連續五個月上升的走勢。美股下跌4.1%，是六個月以來首度向下。日本股市估值較高，加上憂慮日本政府干預日圓股價，拖累日股跌4.9%。南韓股市受到電子設備及晶片股下跌影響，下跌5.8%，落後環球主要股市。相反，市場憧憬內地經濟在中央多項措施支持下有望回穩，支持內地和香港股市，當中，港股受惠中國證監會公布五項資本市場對港合作措施，上升7.4%，跑贏環球主要市場；中國內地A股上升2%。

美國十年期國庫券孳息率一度觸及4.7%，創近六個月高位，拖累整體債券全線下跌，環球債券、主權債券及投資級別企業債券4月均跌逾2%。存續期較短的高收益企業債券僅跌0.9%，跑贏整體債券。中東局勢有所緩和，加上美國原油庫存上升，拖累油價下跌1.5%，結束連升三個月的走勢。隨著地緣緊張局勢有所緩和，金價月中觸及紀錄高位後回吐，4月仍升2.5%，連升三個月。（所有表現截至4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。）

- 聯儲局減息延後，拖累環球股債表現
- 中國股市低估值吸引資金回流，上調中國內地及香港股市至略為看好
- 下調原油、主權及投資級別企債券觀點至中性

圖一：環球央行推遲展開減息的時機或放慢減息步伐



資料來源：彭博、大新銀行，截至2024年5月9日。

市場大幅下調環球央行減息預期

市場大幅下調環球央行減息預期，拖累環球股債下挫。環球通脹回落至央行目標水平的進展緩慢，可能使央行推遲展開減息的時機或放慢減息步伐（圖一）。其中，聯儲局在5月初會議聲明中亦表示降通脹欠進展，但強調再加息的機會不大。美國服務業通脹高企，或是整體通脹降溫遇到阻力的主要原因，其他通脹指標亦顯示未來通脹有調頭回升的憂慮，妨礙了聯儲局原本考慮今年減息三次的打算。我們不排除聯儲局在6月份會議會再度上調今年通脹及利率的預測。4月美國就業市場表現有所降溫，若就業市場持續溫和降溫，聯儲局有望在第三季展開減息。相反，若就業市場未有明顯降溫，聯儲局有空間將今年的減息次數減至一次。

續後頁

表二：政治局會議重點

國內需求	<ul style="list-style-type: none">• 有效需求仍然不足• 積極擴大國內需求，落實好大規模設備更新和消費品以舊換新方案• 創造更多消費場景
貨幣政策	<ul style="list-style-type: none">• 實施好穩健的貨幣政策• 要靈活運用利率和存款準備金率等政策工具，加大對實體經濟支持力度，降低社會綜合融資成本
財政政策	<ul style="list-style-type: none">• 實施好積極的財政政策• 及早發行並用好超長期特別國債；加快專項債發行使用• 保持必要的財政支出強度
房地產政策	<ul style="list-style-type: none">• 繼續堅持因城施策，切實做好保交房工作• 統籌研究消化存量房產和優化增量住房的政策措施，促進房地產高質量發展

歐洲央行可能6月開始減息。相對美國而言，歐洲通脹放緩的步伐較為穩定。歐洲央行行長拉加德表示，假如沒有重大的衝擊發生，影響歐元區通脹放緩的進程，那麼可能在不久將來便需要放寬緊縮的貨幣政策。而包括德國、法國及意大利等多間歐元區成員國央行行長均表示6月可能是首次減息的時機。市場已逐步消化歐洲率先減息的預期，若歐洲通脹回落至央行目標的進展緩慢，或拖慢歐洲央行的減息步伐，屆時可能會影響歐洲股債表現。

中國內地有望進一步放寬貨幣政策。人民銀行行長潘功勝曾表示法定存款準備金仍有下調空間，加上中共中央政治局會議強調，要靈活運用利率和存款準備金率等政策工具支持經濟（表二），**我們不排除人行會進一步降準或減息**，同時亦有助減輕中央政府增發1萬億元人民幣特殊國債對市場產生的衝擊。財政政策方面，內地推出並落實大規模設備、消費用品更新政策，多個地方先後推出商住房以舊換新措施及放寬限購，或有助支持內需增長回穩。

而與主要央行政策方向背道而馳的日本央行，在4月會議中並無因為近期日圓貶值而考慮加快收緊貨幣政策，加上聯儲局減息預期降溫，導致美日息差擴闊，拖累日圓一度跌至三十四年低位。近日日本政府或已出手**干預日圓匯率**，日圓由低位反彈，加上日本股市估值偏高，短線或為日本股市帶來壓力。然而，**日本政府出手干預日圓匯率可能旨在短線緩和日圓過急跌勢，但未必能令日圓大幅回升，而日圓疲弱或有利日本出口及企業海外收入，加上人工智能相關科技發展，仍有望繼續支持日本股市表現。**

上調中國內地及香港股市至略為看好

我們上調中國內地及香港股市至略為看好。內地多項支持經濟措施，以及發布支持香港金融市場措施（包括有報道指考慮減免內地個人投資者投資港股需繳納的紅利稅），加上部分大型企業亦宣布大型回購計劃及考慮增加派息，而部分資金似乎回流估值低迷的內地A股及香港股市，令市場氣氛改善，亦有助股市修復估值，短線或支持內地A股及香港股市表現強勁，**後市還要看企業盈利前景能否支持股市進一步反彈。**目前市場對中國企業盈利預測有所回穩，但仍未有明顯改善。內地3月份的經濟數據表現好壞參半，亦有**產能過剩**的疑慮，若情況未有改善，或對企業盈利能力帶來壓力。另外，中美關係亦是影響香港股市氣氛的重要因素，早前美國財長耶倫及國務卿布林肯先後訪問中國，並對中國支持俄羅斯及補貼產業導致產能過剩表示不滿，加上美國不急於減息，或會進一步限制香港股市反彈動力。

我們維持略為看好美國股市。美國龍頭科技股份近期表現較為反覆，加上憂慮美國押後減息，拖累整體股市表現。不過，聯儲局今年仍有望減息，加上人工智能相關科技發展，中線有望繼續支持美股表現。

下調原油、主權及投資級別企債券觀點至中性

我們下調原油觀點至中性。地緣局勢未有進一步惡化，未有對原油供應構成重大影響，加上美國製造業活動擴張未能持續，需求亦未有明顯提升。

我們暫時下調主權及投資級別企債券觀點至中性。投資者進一步調整對主要央行減息時機的預期，短線或會影響債券表現。不過，聯儲局減慢縮表步伐，有助於避免美國國庫券孳息率加快上揚。與此同時，以聯儲局為首的主要央行今年仍有望減息（日本除外），若債息短線再度上揚，或是吸引尋求固定收益的投資者鎖定對比過往較為高收益的時機。

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。美股估值仍然偏高，聯儲局不急於減息，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6月有望展開減息，或為歐元區股市帶來支持。不過歐洲經濟仍然表現疲弱，歐元區製造業活動連續二十二個月收縮，零售銷售表現持續疲弱，或不利企業盈利前景，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，加上日本政府或出手干預日圓匯率，若日圓因此回升，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 ▼

內地推出多項措施支持經濟及香港金融中心地位，加上部分大型企業亦宣布大型回購計劃及考慮增加派息，低估值亦吸引部分資金回流，短線支持內地A股及香港股市回升。中國內地經濟增長步伐未穩，亦有產能過剩的疑慮，市場對盈利前景看法普遍維持審慎。中美關係仍未有明顯改善，加上美國未必急於大幅減息，也可能限制內地A股及香港股市進一步反彈空間。

我們維持其他亞洲市場觀點審慎看好。韓國股市短線受韓圓下跌及電子設備波動影響所拖累，但人工智能推動高端半導體等科技產業需求，科技股比重較多的南韓及台灣股市或續受惠。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 ▶

美匯偏強，新興市場貨幣受壓，或不利新興市場金融股表現。中國製造業活動連續兩個月擴張，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 ▶

我們下調主權及投資級別美元債券觀點至中性。投資者進一步調整對主要央行減息時機的預期，或限制美國十年期國庫券孳息率回落空間，主權債券及投資級別企業債券中短線或略為整固。我們仍然相信，聯儲局年內減息的大方向未有明顯改變，若債息短線再度上揚或，是鎖定較為高收益率的時機。

聯儲局有望押後減息，加上美國經濟仍然穩健，存續期較短的高收益債券中短線或相對有支持。

新興市場 ▶

亞洲 ▶

我們維持新興市場及亞洲債券中性觀點。亞洲及新興市場美元債的信貸息差略為擴闊，但仍遠低於十年平均，反映估值並不便宜。中國內地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。聯儲局有望年內減息的大方向未有明顯改變，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。

我們下調原油觀點至中性。紐約期油5月初跌破80美元一桶，徘徊於一個半月低位。中東局勢有所緩和，市場憧憬以色列和哈馬斯有望達成臨時停火協議，加上減息預期降溫不利市場風險胃納，中短線可能限制油價反彈空間；若地緣政治局勢再度轉趨緊張，或對油價有一定支持。

資料來源：彭博、大新銀行，截至2024年5月9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	+4.6%	-3.3%	+4.0%	+19.8%	+17.5%	+13.4%	1.9%	17.4x	+8%	13.7%	+9.2%
成熟市場	MSCI世界淨回報美元指數	+4.8%	-3.7%	+3.6%	+20.3%	+18.4%	+17.9%	1.8%	18.3x	+9%	14.4%	+7.3%
亞洲 (日本除外)	MSCI亞洲 (日本除外) 淨回報美元指數	+3.7%	+1.2%	+9.6%	+14.7%	+7.5%	-20.1%	2.4%	13.0x	+2.2%	9.1%	+24.2%
新興市場	MSCI新興市場淨回報美元指數	+2.8%	+0.4%	+7.8%	+15.4%	+9.9%	-16.1%	2.8%	12.2x	+3%	10.5%	+21.8%
成熟市場												
美國	標普500淨總回報指數	+5.9%	-4.1%	+4.2%	+20.7%	+22.1%	+24.4%	1.4%	20.3x	+12%	18.1%	+13.4%
歐元區	MSCI歐元區淨回報美元指數	+4.7%	-2.9%	+4.2%	+21.8%	+9.2%	+9.6%	3.1%	13.3x	-5%	11.2%	+3.1%
英國	MSCI英國淨回報美元指數	+5.1%	+1.9%	+6.5%	+17.1%	+7.3%	+21.9%	3.7%	11.8x	-10%	11.4%	+0.3%
日本	MSCI日本淨回報美元指數	+5.6%	-4.9%	+1.0%	+19.7%	+19.2%	+7.7%	1.9%	16.3x	+10%	9.4%	+6.3%
亞洲 (日本除外)												
香港	恒生淨總回報指數	+4.7%	+7.4%	+15.3%	+4.7%	-7.3%	-32.0%	3.8%	9.0x	-15%	10.0%	+7.9%
香港 (中國)	恒生中國企業淨總回報指數	+8.9%	+8.0%	+20.9%	+7.3%	-3.1%	-36.5%	3.5%	8.3x	+4%	10.7%	+6.9%
中國A股	滬深300淨總回報指數	+5.2%	+2.0%	+12.2%	+1.1%	-8.5%	-25.4%	2.7%	11.6x	-5%	10.2%	+22.1%
中國 (MSCI)	MSCI中國淨回報美元指數	+4.3%	+6.6%	+16.6%	+4.3%	-6.8%	-44.0%	2.5%	10.2x	-10%	9.8%	+14.5%
南韓	MSCI南韓淨回報美元指數	-4.2%	-5.8%	+6.4%	+18.7%	+8.6%	-27.1%	2.1%	10.0x	-2%	6.1%	+80%
台灣	MSCI台灣淨回報美元指數	+9.8%	-2.3%	+11.1%	+31.1%	+30.4%	+6.2%	2.6%	17.2x	+22%	14.4%	+17.1%
印度	MSCI印度淨回報美元指數	+8.5%	+2.3%	+6.0%	+25.2%	+34.4%	+46.3%	1.1%	22.5x	+18%	15.6%	+21.5%
東盟	MSCI東盟淨回報美元指數	-1.1%	-0.8%	+2.5%	+7.7%	-3.5%	-6.1%	4.0%	13.1x	-11%	10.4%	+4.4%
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	+1.3%	+0.2%	+2.3%	+12.9%	+6.5%	-16.2%	3.9%	10.3x	+8%	13.0%	+14.9%
拉丁美洲	MSCI新興拉丁美洲淨回報美元指數	-7.3%	-3.5%	-2.7%	+14.4%	+15.2%	+25.4%	5.8%	9.0x	-25%	16.9%	+6.1%

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	-4.4%	-2.5%	-3.1%	+4.7%	-2.0%	-16.1%	4.14%	2.20%	49.5	64.6	6.6
主權債券	彭博環球政府債券指數	-5.2%	-2.6%	-3.5%	+3.5%	-4.1%	-19.4%	3.29%	1.42%	14.1	17.9	7.1
投資級別	彭博環球企業債券指數	-3.0%	-2.3%	-2.5%	+6.9%	+1.5%	-11.5%	5.08%	2.97%	96.9	126.6	6.2
高收益	彭博環球高收益企業債券指數	+0.4%	-0.9%	+0.4%	+9.2%	+8.7%	-0.1%	7.68%	6.23%	315.7	435.3	3.5
新興市場 (美元)	彭博新興市場美元債券指數	-0.1%	-1.6%	+0.4%	+9.6%	+6.2%	-7.2%	7.28%	5.46%	261.8	323.7	6.3
亞洲 (美元)	彭博新興市場亞洲美元債券指數	-0.8%	-1.6%	-0.9%	+6.8%	+3.0%	-7.5%	6.16%	4.39%	145.7	224.9	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	+3.1%	+2.2%	+3.2%	-2.8%	-2.5%	+12.5%
紐約期油	紐約商品交易所西德州中級原油活躍期貨合約	+14.3%	-1.5%	+8.0%	+1.1%	+6.7%	+28.9%
倫敦期油	ICE布蘭特原油活躍期貨合約	+14.0%	+0.4%	+7.5%	+0.5%	+10.5%	+30.6%
現貨黃金	現貨黃金	+10.8%	+2.5%	+12.1%	+15.2%	+14.9%	+29.2%
美元	美匯指數	+4.8%	+1.7%	+2.9%	-0.4%	+4.5%	+16.4%
歐元	歐元兌美元	-3.4%	-1.1%	-1.4%	+0.9%	-3.2%	-11.3%
英鎊	英鎊兌美元	-1.9%	-1.0%	-1.5%	+2.8%	-0.6%	-9.6%
澳元	澳元兌美元	-5.0%	-0.7%	-1.4%	+2.1%	-2.1%	-16.1%
紐西蘭元	紐元兌美元	-6.8%	-1.5%	-3.7%	+1.1%	-4.8%	-17.8%
加拿大元	加元兌美元	-3.9%	-1.7%	-2.5%	+0.7%	-1.6%	-10.8%
瑞士法郎	瑞郎兌美元	-8.5%	-2.0%	-6.3%	-1.0%	-2.7%	-0.7%
日圓	日圓兌美元	-10.6%	-4.1%	-6.9%	-3.9%	-13.6%	-30.7%
人民幣	境內人民幣兌美元	-1.9%	-0.3%	-1.0%	+1.0%	-4.5%	-10.6%
新興市場貨幣	MSCI新興市場貨幣指數	-1.5%	-0.5%	-0.5%	+2.6%	+1.6%	-0.6%

資料來源：彭博、大新銀行，截至2024年4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%	1.50%	0.10%
貨幣政策會議								
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4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。