

# 市場分化，機會湧現

## 作者



Erin Browne  
投資組合經理  
資產配置



Emmanuel Sharef  
投資組合經理  
資產配置及多元實質資產

## 概覽

- 全球經濟增長、通脹及央行政策趨向各異。美國經濟可望持續強韌，但通脹仍是風險因素。在這個前景下，我們的多元資產投資組合強調質素及多元化配置。
- 我們根據市場的「從上而下」及「從下而上」訊號而對股票持適度偏高比重，並聚焦於美國大型股、個別新興市場及部份工業週期股。股票配置亦應有助緩減通脹風險。
- 央行政策應能支持已發展市場（美國除外）的固定收益投資，例如澳洲、加拿大、英國和歐元區。我們亦看好美國機構按揭抵押證券及若干證券化信貸領域，因其風險回報概況具吸引力。

全球經濟及市場前景反映各個地區及行業的發展路徑出現差異。去年，全球的整體增長表現看似停滯，但今年的趨勢顯示經濟可望避過衰退，實現軟著陸，這主要由於美國經濟持續走強。然而，這股韌力亦附帶風險：最明顯的是通脹可能加劇。

宏觀經濟前景出現分化，令不同資產類別展現吸引的投資機會。

固定收益市場方面，我們增加美國以外個別國家的投資比重；這些國家推行較寬鬆的貨幣政策，可望在今年利好債券的表現。股票方面，雖然我們繼續看好那些能夠抵禦一系列宏觀情境的高質素公司，但也增加對工業週期股等廣泛行業的配置。多元化投資和靈活配置仍然關鍵，而主動管理有助發掘具潛力的意念和管理風險。

整體而言，我們認為多元資產投資組合目前可謂「機遇處處」。

## 宏觀環境：增長動態，通脹風險

我們專有的商業週期指標（動態因子模型，當中包括約750項宏觀及市場變數）顯示，美國經濟正接近擴張週期的後期階段。美國的實質國內生產總值增長仍然強勁，而通脹進展則在略高於美國聯儲局的2%目標水平上停滯。因此，美國的政策利率可能會比之前預期更長時間維持在較高水平，以致金融狀況可能進一步緊縮，而一些較易受利率上升影響的經濟領域（如商業地產、私人信貸、地區銀行）也面臨波動加劇的風險。這意味著，儘管有一些因素一直在為美國經濟的韌性提供支持，我們仍然不能排除經濟衰退的風險（有關詳細資訊，請參閱品浩的最新週期展望《市場趨向各異，投資組合多元化》）。

除了美國經濟走強外，其他已發展市場（美國除外）在2023年增長停滯或略為收縮後，亦初步出現增長可能加速的跡象。以採購經理指數（量度經濟活動的領先宏觀指標）為例，部份地區的數據在過去數月反彈（見圖一）。不過，整體來說，美國可能仍是全球增長的主要動力，特別是相對於其他已發展市場而言。

然而，強勁經濟的表現並非無風險，特別是在央行仍致力令通脹回落至目標水平的情況下。今年的美國通脹持續遠高於目標，超乎市場預期，並可能令聯儲局延後減息。這種利率長期偏高的情境或會削弱經濟增長勢頭。

面對這個環境，相較於規模較小及利率敏感度較高的公司，財務狀況穩健和容易取得資本的公司應表現更佳。

圖一：採購經理指數在最近數月上升



資料來源：彭博資訊，截至2024年3月31日。

## 盈利週期及股票投資機會

基於宏觀趨勢及「從下而上」的利好訊號，我們的多元資產投資組合對股票持適度偏高比重。

分析企業盈利電話會議時，我們發現一個值得注意的訊號：提及「去庫存」的公司比例從去年10月的27%減至今年4月的15%。由此可見，在去年困擾不少公司的庫存拖累問題已經顯著改善（但我們發現有意補充庫存的公司暫時不多）。

隨著多個行業擺脫所謂「每股盈利輪換式衰退」（即是不同股票行業在不同時間相繼經歷盈利下跌及其後回升，而整個過程持續數季）的情況，每股盈利現正復甦。

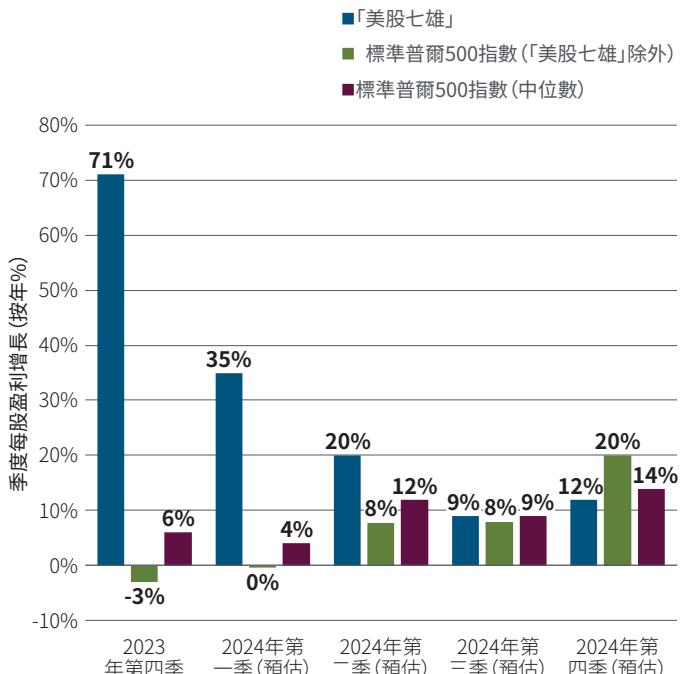
事實上，標準普爾500指數的增長股（以科技股為主）在2022年經歷每股盈利衰退後於2023年回升，而同期大部份其他行業的每股盈利則有所收縮（見圖二）。我們預期防守股及週期股的盈利衰退情況將在2024年結束，可望帶動股價大幅上升。

圖二：標準普爾500指數不同股類的盈利增長輪換式衰退情況

標準普爾500指數每股盈利增長的市場共識（按行業分類，按年%）			
	增長股	防守股	週期股
2022年第一季	0%	15%	18%
2022年第二季	-10%	4%	30%
2022年第三季	-7%	0%	18%
2022年第四季	-17%	-1%	12%
2023年第一季	-5%	-12%	8%
2023年第二季	14%	-13%	-13%
2023年第三季	24%	-7%	-1%
2023年第四季	30%	-5%	-14%
2024年第一季（預估）	21%	-1%	-8%
2024年第二季（預估）	15%	10%	1%
2024年第三季（預估）	12%	11%	1%
2024年第四季（預估）	16%	15%	21%

資料來源：彭博資訊數據及品浩計算，截至2023年第四季；2024年數據為市場普遍估計。百分比為按年數據。

圖三：隨著其他行業的業績改善，大型科技企業盈利主導標準普爾500指數的情況可能在2024年減弱



資料來源：FactSet數據及市場普遍估計，截至2024年3月。「美股七雄」指Alphabet、亞馬遜、蘋果公司、Meta、微軟、Nvidia及特斯拉。

這些輪換式衰退及復甦的出現時間，可能導致標準普爾500指數領先股與落後股之間的每股盈利增長率趨於一致。在2023年第四季，「美股七雄」科技股的每股盈利按年增長71%，但預計將在2024年第四季放緩至12%（見圖三）。反觀其餘493項股票的同期盈利預計將由下跌3%回升至增長20%。

盈利增長可望為落後股的價格回報提供強力支持，我們預期股票表現的廣度將會增加，改變早前回報主要集中於「美股七雄」的情況（標準普爾500指數在2024年第一季錄得11%的整體回報，而該七項股票佔其中五個百分點）。能源業和醫療護理業等個別行業的盈利可望在今年加速增長，而大型科技及通訊服務業的每股盈利增長則可能放緩（但仍相對偏高）。

股票因子方面，週期後段的動態通常利好優質股，亦會惠及動力股和低波幅股，但程度相對較低。我們研究了過去40年不同週期階段的各個股票因子的夏普比率，根據計算結果得出以上結論。

從投資組合的角度來看，綜合「從上而下」的市場環境及「從下而上」的趨勢，應對股票持適度偏高比重。我們看好優質大型股（特別是美國），以及個別估值合理的新興市場。此外，當工業週期股擺脫盈利輪換式衰退後，可望亦能帶來具吸引力的投資機遇。

我們亦認為，股市投資是一個具成本效益的通脹風險管理途徑，因此我們的資產配置投資組合對實質資產作整體中性配置。

## 前景分化，適宜作多元化債券配置

現時債市的初始孳息普遍處於高位，我們認為這有利資本增值，並傾向看好中期債券。儘管如此，由於各國的通脹、增長及央行政策的前景與範圍存在分歧，主權債券的表現亦可能有差異。

我們認為經濟增長仍然緩慢或停滯，而且通脹較受控的地區特別吸引，因為未來的貨幣政策將更寬鬆，可望顯著推高債券表現。具體而言，我們看好澳洲債券，因為當地央行官員關注家庭債務及可變按揭利率偏高的情況。從通脹趨勢及經濟前景看來，英國、歐元區及加拿大的央行亦有可能較美國更早推行寬鬆政策，幅度亦較進取。整體而言，美國與其他主要已發展經濟體的央行政策軌跡並不同步，為債券帶來多元化配置及爭取吸引回報的機會。

美國或會維持強勁的增長軌跡，而通脹亦繼續高企，導致美國債券的吸引力普遍不及其他多個已發展市場的債券。不過，我們仍然看好美國機構按揭抵押證券，因其相對於美國國庫券的息差寬闊，具吸引力，而且當聯儲局的減息時間更清晰明確時，利率波動應會減少，兩者息差有望收窄。

信貸市場方面，我們認為若干證券化信貸領域的估值吸引，基本因素穩健。鑑於息差收窄，我們的投資組合對投資級別企業債券整體持中性立場，並由於違約率可能上升而對高孳息債券持偏低比重。

至於貨幣方面，我們基於全球前景而看好美元和個別新興市場貨幣，並對歐元持偏低比重。

## 重要投資主題：人工智能

人工智能一直是帶來股票回報的重要動力，我們預計隨著技術成熟及商業應用取得進展，這股趨勢將會持續。

在2023年初，人工智能技術展現潛力，可望廣泛提升產能和釋放新的分析能力，刺激估值倍數顯著擴張（即估值上升），特別是科技公司。自此，隨著公司採用人工智能技術，新產品陸續面世，硬件的功能日趨強大，效益顯著提升，資本開支亦有所增加。人工智能基建供應鏈內的企業因此錄得可觀的盈利增長，而且在可見未來或會面對供不應求的情況。科技公司優先投資於人工智能技術，而向資訊科技總監進行的廣泛調查顯示，經歷兩年放緩後，科技預算將於2024年回升。

生成式人工智能技術仍處於相當早期的發展階段。雖然估值偏高，但由於未來的增長潛力可觀，加上領先企業擁有強勁的現金流，我們認為目前尚未出現泡沫。根據市場共識，一籃子主要的人工智能大型股將在2024年錄得超過30%的盈利增長，2025年則增長28%，遠超美國廣泛股市的盈利增長預測。

由於現時的人工智能投資以硬件為主，因此最利好那些銷售相關輔助產品及方案的公司，例子包括半導體、伺服器、網絡及數據中心。一名業界行政總裁預測，數據中心的裝機規模將在未來四或五年內增加一倍，達到二萬億美元。

隨著基本基建漸趨成熟，人工智能技術的影響將會擴大，投資者應尋找下一階段的交易主題。市場已經發現人工智能對電力的需求龐大，利好那些可以為數據中心供電的公用事業公司。除了公用事業外，能源、醫療護理、科技及其他數個標準普爾指數行業在業界盈利電話會議上提及人工智能的公司數目顯著增加。

我們預計將來可以受惠於人工智能主題的公司包括：1) 能夠使用這項技術將勞工需求自動化，並降低成本的公司；2) 為最終用戶設計應用程式的個別軟件公司；以及 3) 生物技術公司，因為人工智能可望大幅加快研發藥物程序。

## 重要投資主題：美國大選

從宏觀和行業層面來說，2024年美國大選將對市場帶來重要影響。民主共和兩黨均無意加推大規模的財政刺激措施，亦不欲改革長期開支結構。然而，兩黨在貿易、稅務、工業及其他政策領域出現分歧，因此最終結果將取決於誰主白宮及國會組成。

如果共和黨總統候選人獲勝（不論是全面大勝或只是當選總統），可能會推行引發通脹的政策組合。政府或會上調關稅，實施移民禁令，以及延長全部或大部份即將結束的減稅政策。可能受惠於共和黨領導的行業包括：油氣、管道、汽車、金融，以及與國防開支相關的領域。不過，可再生能源業將面對阻力，消費品公司的關稅風險升溫，科技公司則會受到不利消息的拖累。

另一方面，如果民主黨勝出大選，則可能加強對綠色能源業的支持（雖然受赤字及債務影響，財政空間通常會遭到限制），並收緊對化石燃料業的限制。政府或會上調企業稅，但可能同時擴大家庭稅務抵免措施。金融業亦可能面對更嚴格的監管。政府也可能利用關稅及出口管制措施作施政戰術，但程度應較共和黨政府溫和。若民主黨全面勝出大選，可能會增加對《平價醫療法案》的補貼，而此舉傾向利好醫療護理業。

## 重點概覽

我們預期各個地區的增長及通脹表現參差，因而帶來不同的貨幣政策路徑。美國經濟可望持續走強。通脹持續（類似美國今年的情況）仍然是經濟和市場面對的主要風險。

在多元資產投資組合中，我們看好優質持倉，並強調多元化投資。我們認為美國大型股、美國以外的主權債券市場，以及個別證券化信貸投資機會別具吸引力。嚴謹及主動的投資方針有助我們識別各個市場的吸引機遇，同時有效管理風險。

**所有投資**均附帶風險，或會損失價值。投資於**債券市場**須承受若干風險，包括市場、利率、發行人、信貸、通脹及流動性風險。大部份債券及債券策略的價值均受利率變動影響。存續期較長的債券及債券策略的敏感度和波動性一般高於存續期較短的債券及債券策略；當利率上升時，債券的價格普遍下跌，而低息環境令有關風險增加。債券交易對手的投資額度減少，可能導致市場流動性下降，以及價格加劇波動。債券投資在贖回時的價值可能高於或低於原本成本。**股票**價值可能因實質或所理解的整體市場、經濟及行業情況而下跌。**高孳息及評級較低的證券**涉及的風險高於評級較高的證券。投資於前者的投資組合可能較並不投資於前者的投資組合承受較高的信貸及流動性風險。投資於**以外幣計價及／或在海外註冊的證券**可能因匯率波動而涉及較大風險，亦可能涉及經濟和政治風險；若投資於新興市場，有關風險可能更高。按揭及資產抵押證券可能對利率的變動表現敏感，而且涉及提早還款風險，其價值可能因應市場對發行人的信譽預期而波動；儘管有關證券一般獲某種形式的政府或私人擔保所支持，但不保證私人擔保人將履行其責任。**主權證券**普遍由發行的政府擔保，美國政府機構及機關的債券獲得不同程度的支持，但一般並非獲美國政府的充份信譽保證；投資於這類證券的投資組合不獲保證，其價值將會波動。**房地產**價值及投資於房地產的投資組合價值可能受下列因素影響而波動：意外事故或徵用損失、當地及整體經濟環境變動、供應與需求、利率、物業稅率、有關租賃的監管限制、分區管制法及營運開支。**私人信貸**涉及並非在公開市場交易的證券投資，或會承受流動性風險。投資於私人信貸的投資組合可能涉及槓桿，並可能進行投機性投資，會增加投資虧損的風險。**多元化投資**不確保沒有損失。

有關特定證券及其發行人的提述僅供說明用途，不擬作為且不應詮釋為買賣該等證券的推薦。品浩可持有或不持有所述的證券，即使持有該等證券，亦不代表將會繼續持有該等證券。

標準普爾500指數是一項非管理式市場指數，一般被視作代表整體股市的表現。指數集中於美國股市的大型股。投資者不可直接投資於非管理式指數。品浩並不提供法律或稅務意見。有關個別稅務或法律問題及疑慮，請諮詢閣下的稅務及／或法律顧問。

有關金融市場趨勢或投資組合策略的陳述乃基於當前的市況，而市場狀況會波動不定。概不保證這些投資策略將適用於任何市況或適合所有投資者，而各投資者應評估其個人的長線投資能力，尤其是在市況低迷期間。展望及策略可予更改，毋須另行通知。

本文所載的預測、估計及若干資料建基於專有研究，不應詮釋為投資意見，或對買賣任何金融工具的要約或游說。預測及估計附有若干內在限制，有別於實際的表現紀錄，並不反映實際交易情況、流動性限制、費用及／或其他成本。此外，有關未來業績的提述亦不應詮釋為客戶投資組合預期或承諾可取得的表現。

本資料載有基金經理現時的意見。有關意見可予更改，毋須另行通知。本資料僅分發作為參考用途，並不應視為投資建議或任何特定證券、策略或投資產品的推薦。本文包括的資料來自品浩認為可靠的來源，惟並不保證如此。

品浩一般向合資格機構、金融中介和機構投資者提供服務。個人投資者應聯絡其金融專業人員，以根據個人的財務狀況確定最合適的投資選項。如屬違法或未獲授權，則不會向有關司法管轄區任何人士提出要約。**PIMCO Asia Pte Ltd**（註冊編號：199804652K）受新加坡金融管理局監管，為資本市場服務持牌人及獲豁免財務顧問。資產管理服務及投資產品不會向未獲授權向其提供有關服務及產品的人士發售。**品浩投資管理（亞洲）有限公司**（地址為香港中環金融街八號國際金融中心二期22樓2201室）獲香港證券及期貨事務監察委員會發牌，可根據《證券及期貨條例》從事第一、第四和第九類受監管活動。**品浩投資管理（亞洲）有限公司**已向韓國金融監督委員會註冊為跨境全權委託投資經理（註冊編號：08-02-307）。資產管理服務及投資產品不會向未獲授權向其提供有關服務及產品的人士發售。如未經明確書面批准，本刊物任何部份均不得以任何形式複製或在任何其他刊物引述。PIMCO是Allianz Asset Management of America LLC在美國和全球各地的商標。品浩是Allianz Asset Management of America LLC在亞洲各地的註冊商標。©2024年，品浩。