基金經理專欄
Fund Manager Column

2024 年 1 月

有關基金經理最新市場展望，
請掃描右方二維碼觀看影片：

面對美國經濟潛在衰退風險

10 年期美國國債孳息率於 2023 年 10 月下旬觸及 5 厘水平後快速而大幅地下降，美國股市在對利率敏感的股份帶動下顯著反彈，加上隨後聯儲局 12 月議息會議上相當鴿派的論調，備受其看重的 PCE 通脹數據亦超預期回落，三大指數在軟著陸和減息憧憬下反覆上揚並屢創年內新高。

誠然，隨著消費者物價指數和個人消費支出等主要通脹指標繼續放緩，基金經理亦預期央行的緊縮週期已進入尾聲。不過，更重要的是高企的利率將維持多久，而這將取決於先前政策緊縮「長而可變」的滯後性如何影響 2024 年的經濟。談及對美國經濟的預測，市場人士普遍似乎頗為樂觀，個別分析師甚至描繪了「不著陸」的情境。然而，基金經理相信，此刻便判斷美國已順利避開衰退仍屬言之過早，美國經濟衰退有機會只是尚未來臨。

製造業及消費顯示美國衰退風險猶存

11 月份美國供應管理協會（ISM）製造業採購經理指數進一步收縮至 46.7，遜於市場預期且自 2022 年 11 月以來一直維持在 50 以下水平；其中，值得留意的是 10 月份時生產指數仍處於擴張區間，而 11 月份卻跌破 50（代表由擴張區間跌至收縮區間），加上連續 15 個月低於 50 的新訂單指數，皆顯示當地製造業仍長期處於收縮狀態。另外，美國 2023 年第 3 季國內生產總值終值按年率計算增長 4.9%，低於原先預估的 5.2%，當中舉足輕重的個人消費，其增長幅度更從 3.6%顯著地向下修訂至 3.1%，加上近月有所放緩的個人支出數據，均反映當地消費有降溫跡象，而消費一直是支撐美國經濟的重要支柱。

長短期利差的變化是預測經濟衰退的有效訊號

與此同時，從歷史數據來看，往往在美國 10 年期與 2 年期國債孳息率之間的差異（下稱「長短期利差」）變為負數，幾個季度後便有可能發生經濟衰退，故該利差被廣泛認為是經濟衰退的先兆。目前在孳息率曲線倒掛的情況下，仍未觀察到美國經濟有明顯的衰退跡象，投資者開始對此衰退訊號產生疑問，市場上亦存在「這次不一樣」(This time is different) 的論述。不過，基金經理觀察到，在 2006 年 6 月長短期利差已達到負值，當時美國國內生產總值及標普 500 指數仍持續表現理想，直到 2007 年底才突然發生環球金融海嘯，衝擊市場。

有見及此，基金經理在對這個衰退訊號進行了較為深入的研究，並就長短期利差與經濟衰退的關係進行了重新審視後，

中銀國際 BOC INTERNATIONAL
PRUDENTIAL 保誠集團
中銀保誠資產管理 BOCI-Prudential Asset Management

認為長短期利差在倒掛後再急速反彈，能預示經濟衰退臨近，會是一個更準確的說法：當聯儲局認為經濟活動減弱時，往往採取減息等逆週期的貨幣政策措施；異常激進的減息，拉低短債息的力度會大於長債息，負利差有望得到糾正，長短期利差或會擺脫倒掛而重現陡峭。不過，一旦聯儲局採取這種手段，或許意味著其認為經濟很可能出現問題。聯儲局在2023年12月的政策會議上之取態出乎意料地鴿派，並在公佈的點陣圖中透露了2024年或減息75點子的線索。一方面，這促使市場下調了對終端利率的預期，並提前首次減息的日期；目前利率市場定價普遍已預期聯儲局將於2024年3月減息，全年減息次數或達到6次。另一方面，潛在的減息背後所隱含著聯儲局對於當地經濟增長的判斷，也值得大家仔細思考。

事實上，長短期利差已保持在負值一段時間，從經濟學角度來看，這種情況無限期地持續並不可行：以銀行為首的金融機構一般以短期利率吸納存款，並以長期利率借出貸款；在孳息率曲線倒掛的環境下，此商業模式運作將無利可圖，這亦是引發2023年3月銀行業動盪的主因之一；倘利率錯配導致銀行業最終無法維持其自身的經營模式，有機會拖累整個經濟。另外，孳息率曲線倒掛通常出現在商業週期的末段，因眾央行以加息手段應對通脹所致，但緊縮政策也難免會削弱經濟增長。因此，在上述兩種情況下，美國經濟均有出現衰退的可能。

分散地域投資 避免過度集中個別市場

基於以上背景，加上通脹及宏觀經濟因素的拉鋸2024年仍將推動關於政策走向的持續辯論下，基金經理預計市場會持續波動。美國股市的領先表現，使其與世界其他地區股票估值的差距進一步擴闊，美國股票目前所享有的溢價遠高於其長期平均。在估值方面的相對吸引力的考慮下，支持我們偏好美國以外股票市場的看法。同時，基金經理亦認為，即使當前緊縮週期已屆尾聲，減息週期未必會如市場預期般迅速展開。高利率的滯後負面影響將繼續滲透至更廣泛的經濟領域，對美國企業盈利會構成下行壓力。

美國股市在2023年表現良好後，2024年的估值和企業盈利都面臨向下調整風險。潛在的經濟增長停滯甚至衰退，以及大選年相關的政治角力或加劇等風險因素，同樣不容忽視。基金經理將對高頻數據，特別是通脹及就業市場數據，所出現的任何變化保持關注。儘管經濟衰退的確實機率無法確定，但我們會密切監察包括長短期利差等各種可靠衰退指標。投資者在進行資產配置時，也應緊記地域分散的重要性，爭取把握不同市場的投資機遇，避免過度集中個別市場。

重要資訊

投資涉及風險，並可受市場波動及一切固有風險所影響。對新興市場進行投資涉及特殊的風險和考慮。投資者作出的投資可能並無回報及/或蒙受重大的虧損。過去的表現並不代表未來的表現。
本文件之資料是根據相信是可靠的來源而編制，但並未有獨立查證。中銀國際英國保誠資產管理有限公司並不就當中所載之任何資料、意見或推測，或任何此等意見或推測之基礎作出任何明示或默示的申述、保證或承諾。任何人士因信賴本文件而招致之損失，本公司概不負責。本文件所載之資料、意見及推測均反映刊發日的情況，並可能在沒有作出事前通知的情況下作出變更。
本文件所載之資料、意見及推測只提供資料性用途。以上基金經理評論只反映基金經理於本文件刊發日期時之意見、看法及詮釋。投資者不應僅依賴有關資料、意見及推測而作出投資決定。投資者作出任何投資決定前，應適當地尋求獨立的財務及專業意見。不可翻印或傳送本文件(全份或部份)予第三者作任何用途。
本文件並不構成任何分銷或任何買賣產品之建議、要約、邀請或游說。
本文件由中銀國際英國保誠資產管理有限公司刊發，並未經證監會審核。

中銀國際 BOC INTERNATIONAL
PRUDENTIAL 保誠集團
中銀保誠資產管理 BOCI-Prudential Asset Management