

2024年10月

团队观点 2024年第4季度

转折

团队观点的主要内容

我们对全球市场的看法

- 转折时刻
- 多重因素加剧波动性

季度报告

- 经济增长：表现乏力
- 概览：各地区主要经济数据
- 通胀：部分地区仍在持续
- 利率：全球降息潮
- 对估值的看法：或许能找到精选机会
- 多元资产：资产配置观点

资产类别研判

股票

- 关注品质和成长
- 仍然看好亚洲

固定收益

- 看好新兴市场本币债券的三大理由
- 考虑发达市场主权债券——尤其是英国

多元资产

- 在美国股市的同平等权重投资
- 相比高收益债券优先考虑股票

我们对全球市场的看法

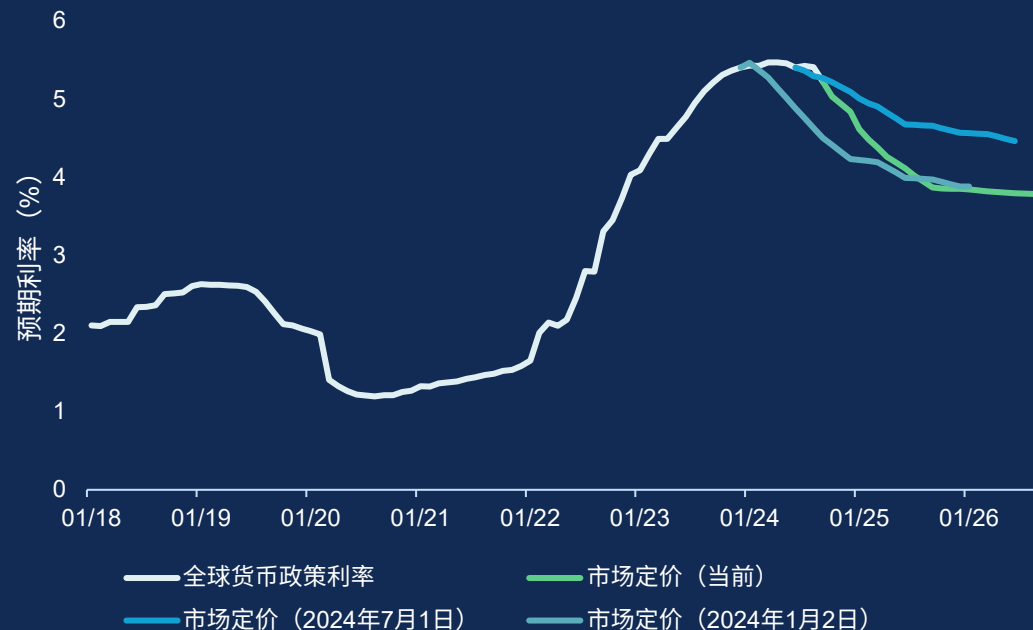
转折时刻

- 美联储于9月降息虽已被市场所预见，但丝毫不影响其成为市场走势的“分水岭”。虽然投资者面临的机会或许未必在一夜之间彻底改变，但我们认为，这标志着科技股和现金（或现金类工具）是仅有最优解的时期即将画上句号。
- 我们认为，软着陆仍然是美国经济最可能的结果。包括降息节奏和新的中性利率在内，利率的未来走势仍悬而未决。但我们认为，市场预计降息次数会多于应对软着陆本身所需的次数，而且预期的调整可能成为未来波动性的一大来源。
- 整体而言，债券和股票应该都会迎来有利局面，重点关注发达市场股票、投资级公司债券和主权债券。
- 我们观察市场在8月份经历的短暂动荡可知，在当前不确定的环境下，每个数据点都会受到深入解读：投资者将会考虑对新机遇采取积极主动的方法。
- 保持警觉，未雨绸缪，准备好迎接这样的时代：对风险的考量有所不同——而且投资者与不久前相比有更多选择可供考虑。

本季度图表

降息预期：过于激进？

市场预期未来一年全球降息总幅度将达135个基点，而6月底的预期仅为75个基点。¹ 预期美国因超出经济软着陆情景，降息幅度十分显着。因此，我们认为预期接下来或有调整，进而引发波动。



数据来源：安联投资全球经济与战略研究部门，彭博社。数据截至2024年9月23日。

¹ 以GDP加权国家数据截至2024年9月23日为依据。

我们对全球市场的看法

多重因素加剧波动性

- 总体而言，我们对未来数月持乐观态度，同时认识到**我们正迎来增长低于潜力的时期，下行风险必然会逐渐增加**。虽然并非我们预想的基准情景，但美国发生经济衰退的风险一直在上升。挑战在于经济下行向来难以预见：劳动力市场数据往往会在经济衰退已成事实后才会触底。
- **地缘政治将持续成为波动性的来源**，随着中东和乌克兰的局势演变，能源价格有可能再次飙升。
- **美国大选迫在眉睫，赢家的政策可能对市场产生持久的影响**。我们还看到欧洲存在的风险，其中法国和德国受国内诸多问题拖累，同时经济增长和金融稳定也如履薄冰。整个欧元区存在发生动荡的危险，并将对债券市场造成影响。
- **企业盈利的增长预期相对集中**，任何可能引发失望的风险都可能令投资者坐立不安。
- 总之，虽然波动性偶有上升，但在市场经历一段相对停滞不前的时期后，**请准备好在2025年迎接可能出现的结构性波动**。

关注以下机会

- **股票**：预计高品质和成长股在利率下调的背景下将跑赢大市；考虑到美国大选带来的波动，我们选择性地增持防御性板块；考虑将水主题视为防御性操作。
 - **固定收益**：考虑对比一篮子G4市场做多英国国债；我们倾向于在特定市场中选择风险较高和长期的投资，并在主权债券收益率曲线中看到具有吸引力的相对价值机会。
 - **亚洲**：考虑印度的增长潜力可能配得上估值溢价；中国或因受益于房地产市场趋稳而成为逆向市场；在8月份回撤后可再次考虑日本。
- 投资级债券方面，我们从相对价值的角度看好金融板块，而新兴市场债券虽对美国国债敏感，但出于某些基本面利好也受到青睐。

→ 有关我们资产类别研究的更多详情，请参阅第10-12页。

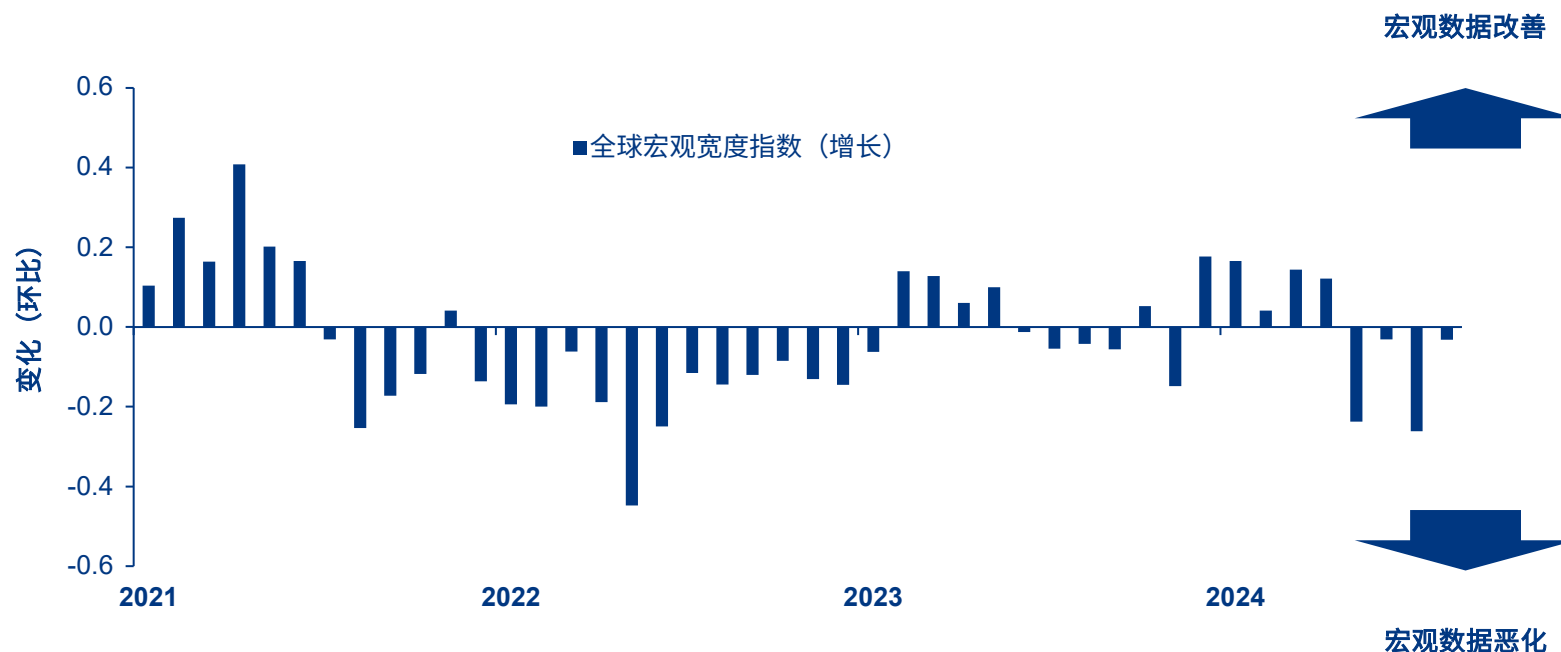


波动性在未来数月的结构性上升可能迫使投资者暂停投资。但是，随着现金回报下滑以及一系列更广泛的机会凸显，我们认为投资者应该会考虑调整持仓。

经济增长：表现乏力

我们的宏观宽度增长指数¹（衡量全球各地的宏观经济数据）已连续四个月下降：

- 最近数月，全球宏观经济数据一直呈现下降态势，佐证经济增长放缓。
- 然而，最新的增长指数数据掩盖了两极分化的世界：8月份的下跌幅度源自于中国和其他新兴市场数据恶化；但美国、欧元区和日本则迎来复苏。
- 整体宏观经济情绪也反映出全球消费者信心稳定与商业情绪下滑并存的畸形景象。
- 板块趋势也出现分化，制造业仍然令人失望，但服务业则表现更好。



¹我们专有的宏观宽度增长指数跟踪354项全球、区域和国家月度宏观经济数据走向。该指数月度变化范围为-1到1，数值1（-1）表示所有相关指标上升（下降）。这些指数关注变化的方向而不是幅度，因此能够评估潜在宏观趋势的广度，并且不太可能受底层数据的任何历史修订的影响。数据来源：安联投资全球经济与战略研究部门，彭博社，路孚特（数据截至2024年8月31日）。

概览：各地区主要经济数据

美国

四年来首次降息意义重大，应该也会有助于美国经济实现软着陆。根据美联储“点阵图”预测，**我们预计在年底前还会降息50个基点**。然而，美联储长期中性利率不确定，意味着风险仍然存在。降息幅度过大可能刺激通胀再度走高；降息速度过快则可能对风险资产引发恐慌。但如果降息不足，就可能引发经济衰退。

欧洲

生产力疲软和工资增长过快，导致欧元区经济举步维艰。但这些负面因素正开始减退，2025年增长预计将有改善。在9月份降息25个基点后，**我们预计欧洲央行还会在2024年将利率下调50个基点**。但这很大程度上取决于服务业的通胀态势和劳动力成本。英国方面，我们预计今年英国央行还将降息50个基点。

亚洲

尽管有趋稳迹象，但房地产市场的结构性下滑和宏观政策的不平衡仍在继续困扰中国经济。宏观经济数据持续疲软可能导致官方今年“约5%”的增长目标受到更多质疑。日本方面，我们预期央行将继续采取加息措施。

1) 图例：↑ 安联投资预测高于共识；↓ 安联投资预测低于共识；= 安联投资预测与共识一致。
2) 安联投资2024年通胀预测与共识基本一致。
所示2023年数据代表彭博共识。数据截至2024年9月3日。

经济增长：全球经济正回归到较为正常的趋势
实际GDP，同比%

	2023	2024年彭博共识	2024年安联投资预测 ¹	2025年彭博共识
全球	3.0	3.1	=	3.1
美国	2.5	2.3	=	1.7
欧元区	0.5	0.7	=	1.4
德国	-0.1	0.2	↓	1.2
英国	0.3	0.8	↑	1.3
日本	1.9	0.1	=	1.2
中国	5.2	4.9	↓	4.5

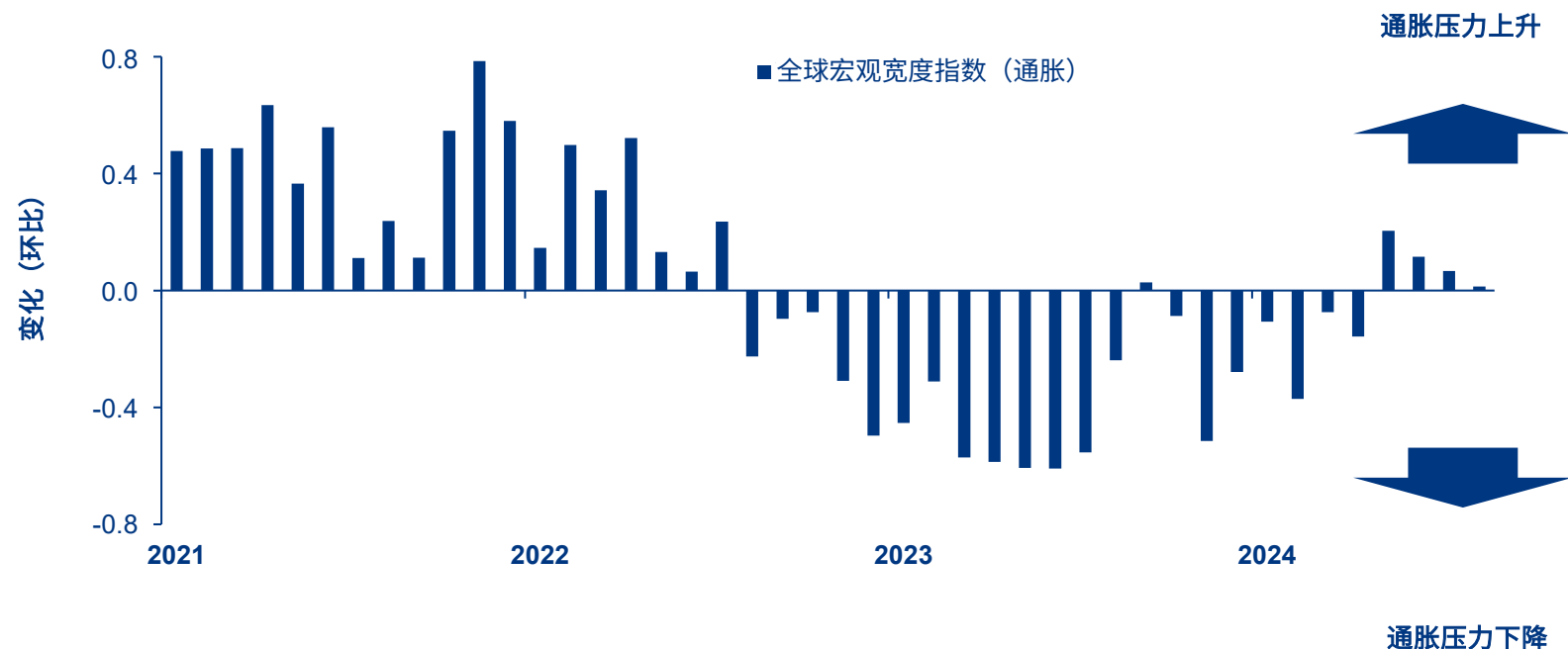
通胀：物价压力正在减退
通胀，同比%

	2023	2024年彭博共识 ²	2025年彭博共识
全球	6.0	4.6	3.5
美国	4.1	3.0	2.4
欧元区	5.4	2.4	2.1
德国	6.0	2.4	2.1
英国	7.3	2.6	2.2
日本	3.3	2.4	1.9
中国	0.2	0.6	1.5

通胀：部分地区仍在持续

我们的宏观宽度通胀指数²过去四个月连续攀升，但最近的涨幅微乎其微：

- 新冠疫情带来的强烈通胀效应已逐渐消退，但其余波仍在影响着消费者和企业。虽然核心商品通胀有所缓解，但**核心服务价格仍具粘性**。
- 7月份的最新数据表明，与全球其他地区普遍的通胀回升趋势相反，美国的核心消费者价格持续下降。
- 由于全球经济增长放缓和失业率上升，我们预计未来几个季度通胀将进一步放缓。
- 但仍需注意可能导致通胀抬头的若干因素：**薪资持续增长、大宗商品市场波动、运输成本上涨以及潜在的关税上调**。

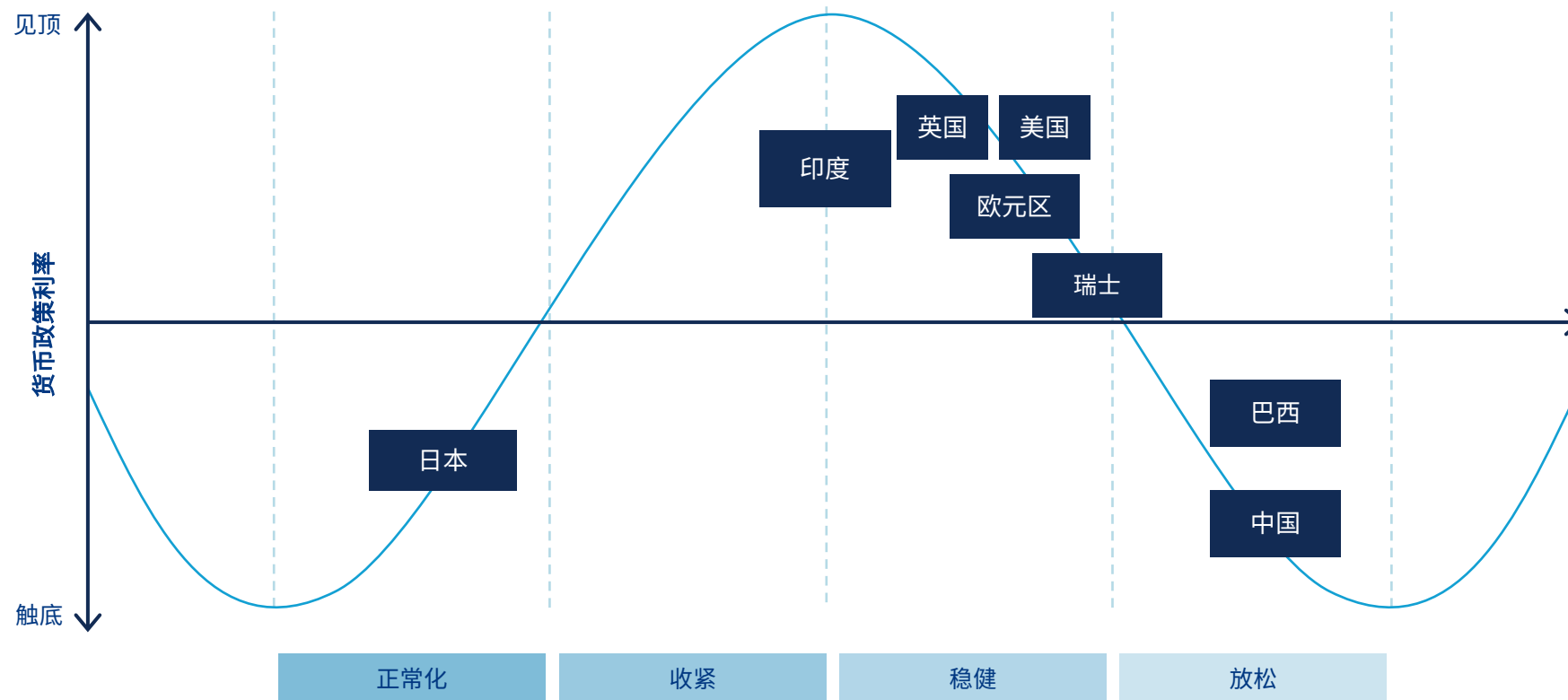


²我们专有的宏观宽度通胀指数跟踪354项全球、区域和国家月度宏观经济数据走向。该指数月度变化范围为-1到1，数值1（-1）表示所有相关指标上升（下降）。这些指数关注变化的方向而不是幅度，因此能够评估潜在宏观趋势的广度，并且不太可能受底层数据的任何历史修订的影响。数据来源：安联投资全球经济与战略研究部门，彭博社，路孚特（数据截至2024年8月31日）。

利率：全球降息潮

美联储终于下调利率，使其脱离二十年以来的高位，政策制定者在增长与通胀之间小心翼翼地寻求平衡

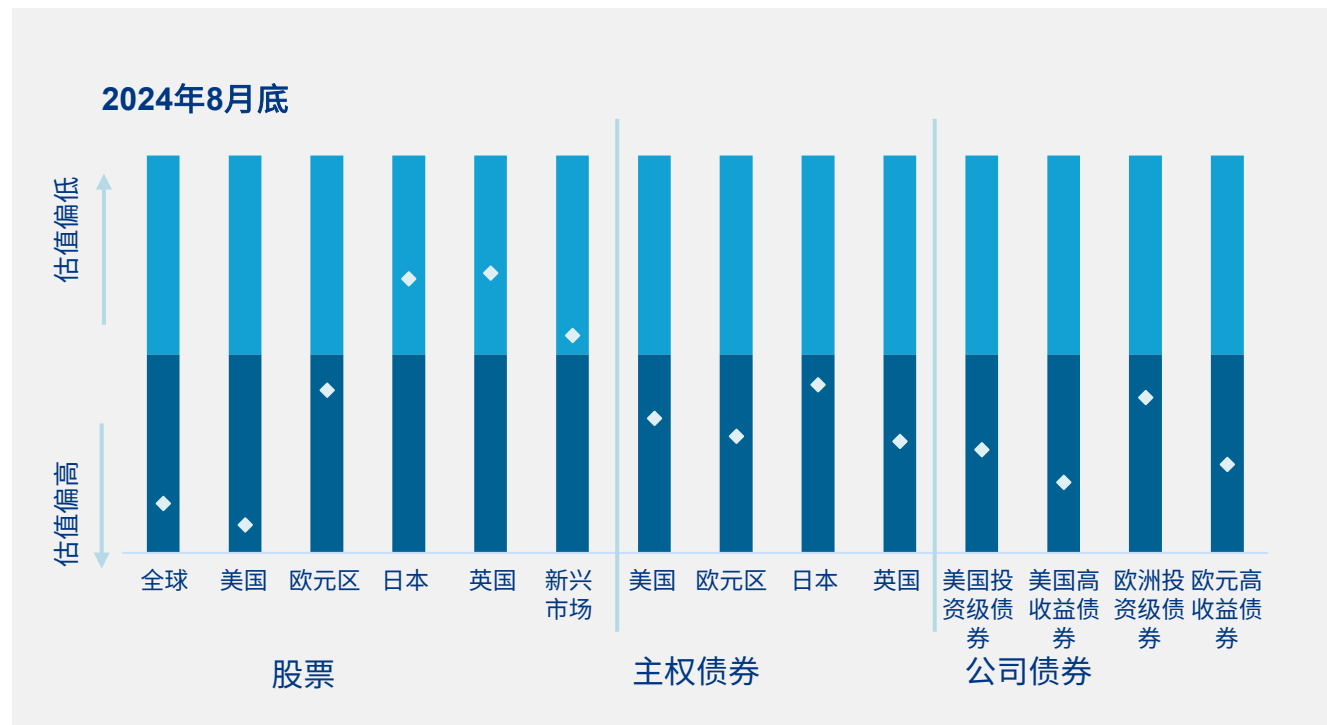
- 随着通胀逐渐消退及增长放缓，越来越多的央行将实施降息，以刺激本国经济发展。
- 8月份，在我们考察范围内的央行中，降息央行数量连续10个月超过加息央行数量。随着美联储、欧洲央行和其他央行降息，9月份将延续此态势。日本仍是特例。
- 但是，有关通胀粘性和衰退风险的不确定性将使许多政策制定者保持谨慎，并且格外依赖数据。



对估值的看法：或许能找到精选机会

部分股市看起来估值较低

- 根据以往的标准，许多资产可能看起来相对昂贵，但**或许能找到精选机会**——而且随着经济增长和利率走势逐渐分化，或许会有更多机会出现。
- 即便美国和整体全球股市看似昂贵，但**日本、英国和新兴市场被视为低估**。
- 固定收益方面，日本主权债券和欧洲投资级公司债券并未严重偏离其公允价值。
- 由于利率变动步调不一致可能引发市场波动，其他固定收益债券的估值也可能变得更有吸引力。



计算结果来自安联投资经济与战略研究部门。估值评分=当前评分相对于历史评分的分布。股票估值基于席勒市盈率、市净率和12个月远期市盈率。主权债估值基于10年期实际利率和期限溢价。公司债券估值基于隐含违约概率和相应的主权债估值。数据来源：安联投资全球经济与战略研究部门，彭博社，Datastream（数据截至2024年8月31日）。过往表现并不代表未来结果。此处陈述可能包含基于管理层当前看法和假设而对未来所做的预期和其他前瞻性陈述，其中包含的已知和未知风险及不确定性可能会导致实际结果、表现或事件与此类陈述表达或暗示的结果、表现或事件存在重大差异。我们不承担更新任何前瞻性陈述的义务。估值基于对经济增长前景的最近的展望。

资产类别研判：

股票

关注品质和成长

虽然全球经济增长正在减速，但这未必应视为看空股市的信号。由于通胀和利率也有下降，这种下滑走势可能对品质和成长较优的股票带来利好，我们预期此类风格的股票在未来数月将有出色表现。事实上，全球经济的兴旺在很大程度上取决于能否实现利率、增长和价格之间的平衡——目前所有迹象均显示在这方面会出现有利的结果。

今年最后阶段可能出现些许波动——尤其是11月份美国大选期间，因此理智的做法应该是选择性地关注某些防御性选择，以确保投资组合尽可能平衡。在我们看来，英国股票估值具有吸引力，并应从较低的利率和政治稳定中受益。由于估值较低，事实上英国的并购活动相当活跃。

在较低利率和适度增长的环境下，小盘股和科技股等领域表现也应该不错。由于不依赖于任何特定的政策计划，与水主题相关的股票目前看来也是较好的防御性机会。

仍然看好亚洲

整体而言，我们继续看好亚洲地区。考虑到日本近期的显著回撤（史上第二大跌幅）以及持续的结构性的改革，日本股市目前受到青睐。我们还观察到盈利上修、回购和股息升高。

中国方面，房地产市场形势似乎已稳定，很可能对股市发挥催化作用，目前有多只股票的定价非常有吸引力。当然，地缘政治仍然构成风险，现有贸易摩擦的任何潜在激化都可能打压投资者情绪。我们预计中国股市在2024年第4季度将迎来更加有利的环境。

印度方面，虽然估值肯定存在溢价，但强劲增长或许会带来超高的补偿。印度的基本面极为强劲，最值得一提的是人口结构特征良好——劳动年龄人口规模庞大且中位数年龄仅有28岁，预示着未来数年拥有积极乐观的经济前景。例如，仅印度消费市场的规模预计到2031年就会增长超过一倍。

资产类别研判：

固定收益

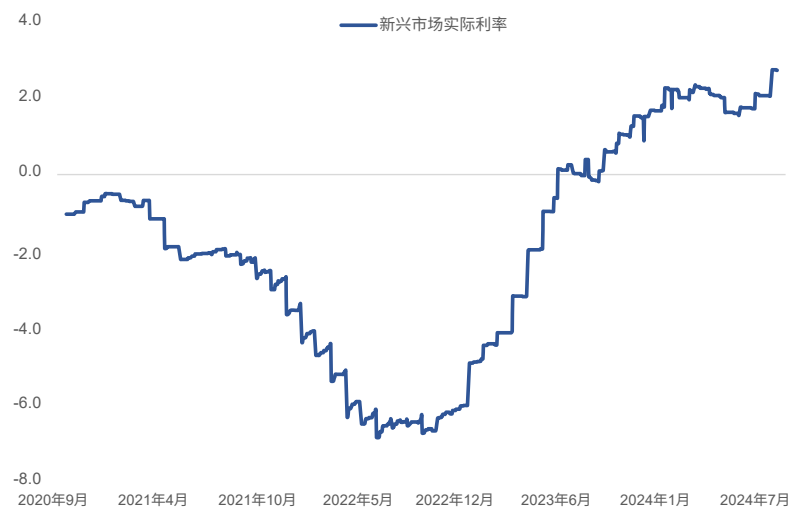
看好新兴市场本币债券的三大理由

我们出于三大因素看好新兴市场本币债券。首先，新兴市场的通胀下降速度超过新兴市场央行的降息速度。这意味着新兴市场实际收益率当前处于多年高位，因此有充裕的空间供新兴市场央行继续降息。美联储开启降息周期预计会进一步推动新兴市场降息。

第二，本地债券与美国国债之间的收益率息差在2024年稳步扩大，形成具有吸引力的套利机会。第三，新兴市场今明两年的增长表现出韧性，应该能轻松超过发达市场的增长前景。

我们预计新兴市场本币债券收益率在未来数月将进一步下跌。

新兴市场实际利率处于多年高位，为各国央行下调政策利率提供充裕空间



重点关注发达市场主权债券——尤其是英国

鉴于当前的全球宏观和政策背景，我们看好主权债券回报的前景。我们倾向于在多个市场采取长利率存续期立场，并偏好陡化的收益率曲线，尤其是在美国和欧元区。

市场开始下调对美国增长的预期，而欧洲和中国的增长仍然乏力。受益于大宗商品和能源价格下滑，通胀压力也在缓解。我们认为利率市场的潜在调整可能创造机会，假如未来数月经济硬着陆概率增加且各央行采取激进降息则尤其如此。如果随着近期通胀风险消除，通胀“盈亏平衡点”进一步下降，我们也会倾向于平衡持仓，对投资组合采取某些防通胀手段。

相比德国国债，我们从相对价值及跨市场的角度看好英国国债。我们认为，与欧洲央行和美联储相比，利率市场目前尚未充分消化英国央行未来六到九个月的降息。

资产类别研判：

多元资产

在美国股市的同平等权重投资

由于科技股七巨头的卓越表现，美国股市集中度达到上世纪70年代以来的最高水平。其巨大影响力引发的担忧为平等加权方法赋予了吸引力，借此实现的多元化可缓解如Nvidia近期盈利报告所凸显出的单股风险。

过往经验表明，占据支配地位的公司很少能保持领先地位。在2010年全球前10大公司中，只有Apple和Microsoft仍然在列。研究证明，这些最大规模的上市公司从长期来看表现落后，当前3倍与1.7倍销售额的估值差距也证明了这一点。

更具战术意义的是，我们预期的软着陆情景可能会扩大市场参与，因为七巨头与其余493家公司的盈利增长差距预计将会缩小。投资者已开始给予重视：自7月中旬以来，平等加权方法的表现落后18个月后已跑赢大盘。

其中并非毫无风险，因为这些大公司的表现可能继续超越市场预期，但我们认为特殊风险降低、估值合理和预期盈利增长将胜过此类担忧。

相比高收益债券优先考虑股票

在对整体风险前景持乐观态度的环境下，我们相比高收益债券更看好股票。主要受成长股推动的美国股市的确看起来令人垂涎欲滴。但考虑到我们偏好价值股而非成长股，并采取平等加权而非市值加权，整个股市——尤其是欧洲股市——并不显得过于有利可图。在美国，我们观察到高估值的持续时间可能长于预期。我们认为，技术条件仍然利好股市，而且我们认为还有进一步增长的潜力。

初看起来，高收益债券带来的套利空间看起来相当有吸引力，尤其是经济背景并未出现任何警示信号。但考虑到当前的五年息差存续期，任何明显的市场冲击都存在侵蚀套利机会的风险。

尽管美国和欧洲股市仍低于其高位，但美国和高收益债券投资额自8月份以来已屡创新高。总而言之，鉴于息差水平较低，我们认为高收益债券持续上涨的机会少于股票。

资产配置观点：多元资产



整体风险

- 经济软着陆、央行周期转向以及稳健的利润率等因素推动股市继续走高，但上涨速度较过去12个月放缓，且预期波动性增加。
- 我们看好风险资产，上涨动能和企业盈利是当前的主要推动因素。除美国大选和地缘政治外，主要风险在于美国经济陷入衰退的概率上升。



股票

- 从基本面来看，我们对股票持看好态度；从量化的角度来看，更是如此。
- 我们已更多地转向英国股票，因为英国的估值颇具吸引力，并且持仓偏低。同时，我们对持仓18个月的日本股票获利了结。投资日本股票的长期结构性原因犹存，但预期日元的缓慢升值可能会削弱市场潜力。



新兴市场股票

- 诸多指标表明新兴市场股票看起来颇具吸引力，尤其从估值和所有权来看。此外，盈利趋势似乎终于显示出一些较为积极的信号。但我们希望看到这一趋势得到确认，才会进行全面重新配置。



政府债券

- 受全球经济指标较为疲软和通胀预期温和的支撑，全球主权债券的势头已大幅好转。
- 美联储和欧洲央行降息也将推动货币市场投资者转向更长的久期配置。在当前市场环境下，收益率曲线陡峭化策略仍然是我们的优选策略。



信用债

- 主要鉴于短期动能支撑且美国经济衰退风险较低，我们总体看好信用债。就中期而言，我们的观点更为谨慎。
- 从风险调整的角度看，在周期的现阶段，投资级债券显然是优于高收益债券的选择，而新兴市场债券相对于发达市场有着更稳健的基本面，且某些板块的利差可能颇具吸引力。



大宗商品

- 除了黄金和碳证券外，我们对大宗商品的展望已转为中性。
- 经济疲软和高库存（尤其是在中国）仍然对材料板块和铜形成拖累，而石油将继续在区间内波动
- 稳健的上涨动能以及各国央行和亚太地区购入黄金均推动黄金上涨。但要注意黄金过热风险。



美元

- 虽然基本面仍有利好因素支撑，但量化指标和估值促使我们相对欧元低配美元。美联储更快的降息周期应可为这一观点提供支撑。
- 对比未来12个月的利率前景可以看出，日元可能在年底前一直较美元更具吸引力。

此处陈述可能包含基于管理层当前看法和假设而对未来所做的预期和其他前瞻性陈述，其中包含的已知和未知风险及不确定性可能会导致实际结果、表现或事件与此类陈述表达或暗示的结果、表现或事件存在重大差异。我们不承担更新任何前瞻性陈述的义务。

风险提示

本文内所载的资料于刊载时均取材自安联投资相信是准确及可靠的来源。安联投资保留权利于任何时间更改任何资料，无须另行通知。本文并非就内文提及的任何证券提供或邀请或招揽买卖该等证券。阁下不应仅就此文件提供的数据而作出投资决定，并请向财务顾问咨询独立意见。

本文包含的部分信息（包括任何意见或预测表达）基于安联投资认为在发布之日是可靠的来源获得的，任何人士依据该信息采取行动或以其他方式改变其观点需自行承担风险，安联投资不承担任何有关责任。

投资涉及风险。尤其是投资于新兴及发展中国场所附带的风险。过往表现并非未来表现的指引。

本文内容均受版权保护，未经同意，本文不得转载或给第三方传阅。本文件并未经监管机关审核。

发行人为安联寰通海外投资基金管理（上海）有限公司，是安联寰通管理咨询（上海）有限公司全资控股子公司。