

[更新] 美国经济衰退担忧与美联储降息预期过剧

2024 年 8 月



要点

- ◆ 美国就业数据逊于预期，且部分大型科技企业的盈利好坏参半，引发市场对衰退的担忧与对美联储的降息预期更趋激烈，我们认为两者都被夸大。我们仍然偏好美国股票，并保持均衡的行业配置，但将美国国债与英国国债下调至中性观点。我们继续看好投资级别债券，它们的息差仍具吸引力，同时能够帮助提升组合配置的多元化。
- ◆ 中国二十届三中全会重点关注：1) 新质生产力；2) 构建全面创新机制；3) 健全宏观经济治理体系；4) 完善城乡融合；及 5) 促进高水平对外开放。我们认为短期内出台更多的支持政策仍然至关重要。我们对中国股票维持中性观点，并偏好企业治理改革的领先企业、优质国企与科技龙头。
- ◆ 2024 年的印度预算聚焦于推动财政纪律及短至中期的经济增长，预计 2025 财年的财政赤字将降至 4.9%，同时总债务与净债务或将分别降低至 14 万亿卢比及 11.6 万亿卢比。其他积极措施包括青年就业与技能培训计划、提高小型企业的贷款限额及资本支出。此类政策或将促进消费、工业及金融板块的发展。



Willem Sels

汇丰环球私人银行及财富管理
全球首席投资总监



谷淑敏

汇丰财富管理及个人银行
环球财富管理策略研究主管

资产类别	6 个月观点	评论
环球股票	▲	长期基本面依然乐观，央行即将开启货币宽松政策或提高企业盈利，而科技进步有助于降低成本并提升收入。我们扩大配置至美国与信息技术以外的领域，以捕捉更广泛的潜在上行空间。
政府债券	▼↓	我们将美国国债与英国国债观点下调至中性，因为我们认为市场对美联储降息的预期过度。我们对日本政府债券维持偏低观点，因此整体上政府债券处于偏低水平。
投资级别企业债券	▲	在全球经济增长放缓与地缘政治不确定性升温的情况下，我们偏好投资级别债券，因为它们的久期相对政府债券较短，并提供具有吸引力的信用利差。
高收益企业债券	▶	高收益债券对经济的负面走势、更高的财务杠杆比率与偏高的估值更为敏感，目前该资产类别的收益率溢价不足以弥补预期上升的违约率，且估值仍然偏高。
黄金	▶	美元反弹可能会限制黄金价格上升，而目前黄金的价格亦令需求开始受压。

▲ 「偏高」，意味着在一个充分分散投资的典型多元资产投资组合状况下，偏向于看好该资产类别。
▼ 「偏低」，意味着在一个充分分散投资的典型多元资产投资组合状况下，偏向于看淡该资产类别。
▶ 「中性」，意味着在一个充分分散投资的典型多元资产投资组合状况下，对该资产类别并无特定倾向。

图例：↑ 对此资产类别的观点已上调；↓ 对此资产类别的观点已下调。
文中中国股票观点来自汇丰环球私人银行和财富管理环球投资委员会

重点内容

每月我们会讨论投资者面对的三个关键问题

1. 投资者如何应对近期美国市场的波动？

- ◆ 美国就业数据逊于预期，引发了衰退担忧，导致市场对降息的预期更趋激烈，令美国国债近期出现急剧上涨。一些大型科技企业的盈利好坏参半，以及估值较高的忧虑也引发了板块轮动。
- ◆ 美国经济正在放缓，但并未出现收缩。虽然新增就业放缓，但裁员率低，而稳健的实际工资增长或将利好消费扩张。考虑到持续的盈利惊喜与接近历史高位的企业利润率，我们继续对美国股票维持偏高观点，并保持均衡的行业布局，扩大科技领域内以及其他行业的布局，包括金融、通讯、非必需消费品与医疗保健行业。事实上，科技行业的结构性增长与降息或继续支持美股表现。
- ◆ 市场目前预期今年美联储将降息 125 个基点，到 2025 年底降息 225 个基点，但我们认为降息预期可能过高。我们下调了美国国债与英国国债的观点至中性，同时将债券久期偏好缩短至中等（5-7年）。我们仍然偏好投资级别债券，因为它们提供较具吸引力的利差及相对稳定的潜在收入流。在周期性疲弱与地缘政治风险的前景下，优质债券仍然是一个良好的分散风险工具。

2. 中国二十届三中全会对投资者有何影响？

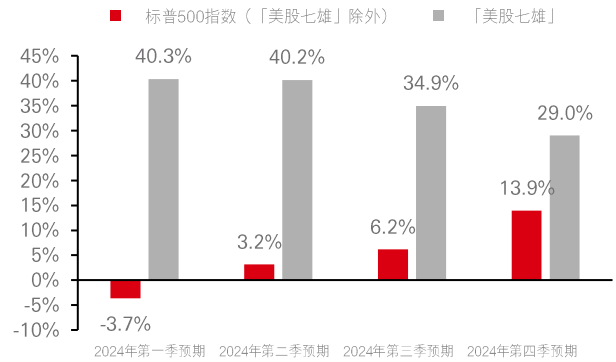
- ◆ 中国的三中全会聚焦于五个关键领域的高质量发展：1) 新质生产力；2) 构建全面创新机制；3) 健全宏观经济治理体系；4) 完善城乡融合；及 5) 促进高水平对外开放。会议同时强调要落实好防范化解地方政府债务、房地产市场、中小金融机构等重点领域风险的各项举措。
- ◆ 随着对服务业与国内资本市场的进一步开放，包括扩大针对环球投资者的沪/深港通与债券通，或将吸引更多外资流入。
- ◆ 我们认为,为实现今年 5% 的国内生产总值的增长目标，短期内出台更多支持政策仍然至关重要。我们对中国股票维持中性观点，偏好企业治理改革的领先企业、优质国企与盈利稳健的科技龙头。由于服务消费行业的韧性高于一般商品消费，因此服务消费更值得关注。高科技与高端制造业也将受惠于支持创新的政策。此外，7 天逆回购利率与 1 年期中期借贷便利（MLF）利率的下调也是中央政府振兴经济的积极信号。

文中中国股票观点来自汇丰环球私人银行和财富管理环球投资委员会

3. 投资者应注意印度财政预算案中哪些重点？

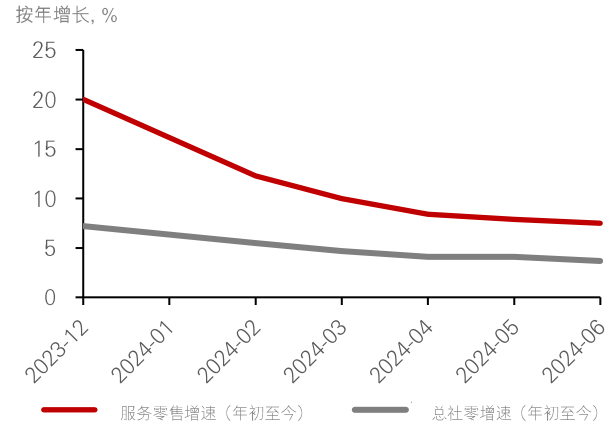
- ◆ 莫迪第三届政府的首个预算案，重点在于推动财政纪律及短期与中期的经济增长，并通过九大优先事项来实现：1) 提高农业的生产力与韧性；2) 就业与技能培训；3) 人力资源发展的包容性与社会公平；4) 制造业服务；5) 城市发展；6) 能源安全；7) 基础设施；8) 创新与研发；及 9) 下一代改革。
- ◆ 预计2025财年的财政赤字将从 5.1% 降至 4.9%，2026 财年的财政赤字目标则维持在 4.5%，而 2024 财年的赤字率也将回落至 5.6%。总债务与净债务将分别降低至 14 万亿卢比及 11.6 万亿卢比。其他措施包括针对青年就业与技能的培训计划、提高小型企业的贷款限额，以及资本支出及大规模的住宅建设。
- ◆ 这些措施或将有助于促进消费、工业与金融行业的发展，配合印度稳健的经济增长、强劲的盈利表现与稳定的国内投资者基础，或支持我们对印度股票维持乐观的看法，而印度政府债券或将受惠于该国可控的信贷需求与强劲的外国资金流入。

图1: 随着「美股七雄」以外的企业盈利改善，我们扩大了布局范围



数据源：伦敦证券交易所集团、I/B/E/S、汇丰环球私人银行及财富管理，截至 2024 年 8 月 5 日，预测或会改变。「美股七雄」指美国七大科技上市企业。

图 2: 中国服务消费持续跑赢整体消费



数据源：万得、汇丰环球私人银行及财富管理，截至 2024 年 7 月 19 日。过去的表现并非未来表现的可靠指标。

图 3: 12 个月市盈率与每股盈利增长的市场预测

	市盈率	2024年每股盈利 (增长)	2025年每股盈利 (增长)
明晟 (MSCI)	25.8	31.5%	18.7%
印度指数			
金融	17.9	24.8%	23.4%
信息科技	29.3	7.6%	9.9%
能源	17.3	56.9%	7.2%
非必需消费品	32.8	144.2%	14.7%
工业	45.2	71.7%	23.6%
必需消费品	54.3	22.4%	15.0%
材料	25.1	4.9%	35.1%
医疗保健	34.7	34.8%	16.2%
公用事业	21.1	36.5%	10.0%
通讯服务	46.7	118.4%	52.5%
房地产	67.4	107.1%	26.8%

数据源：彭博、汇丰环球私人银行及财富管理，截至 2024 年 7 月 23 日。过去的表现并非未来表现的可靠指标。

资产类别观点

我们对各种资产类别的最新观点

资产类别	6 个月观点	评论
环球股票		
环球	▲	长期基本面依然乐观，央行即将开启货币宽松政策或提高企业盈利，而科技进步有助于降低成本并提升收入。我们扩大关注至美国与信息科技以外的领域，以捕捉更广泛的潜在上行空间。
美国	▲	企业盈利与降息前景对美股仍然带来支持，我们扩大对美股的行业关注范围。我们认为美国经济衰退的风险被夸大，但短期波动依然存在。
英国	▲	随着经济增长与盈利前景的改善、估值偏低、利率走向宽松及大选后政治稳定，我们仍然看好英国股票。
欧洲（英国除外）	▶	尽管服务业表现有所改善，但制造业仍然疲弱。然而，我们继续看到欧洲股票的投资价值，并专注于价格具有吸引力的环球龙头企业。
日本	▲	工资增长稳健、通胀再膨胀趋势与消费复苏，或将支持日本央行逐步加息。企业治理改革、强劲的盈利增长及人工智能热潮仍然是日本股市的主要推动力。
新兴市场	▶	我们对亚洲新兴市场更为乐观，该地区企业盈利增长可能在2024年大幅反弹。
新兴市场 欧洲、中东与非洲	▼	该地区或继续受到能源价格与环球利率高企，以及地缘政治不确定性的影响。
新兴市场 拉丁美洲	▼	墨西哥的政治不确定性及巴西放慢降息步伐可能会引发股票抛售，我们仍然看淡拉丁美洲新兴市场股票。
亚洲（日本除外）股票		
亚洲（日本除外）	▲	我们继续在该地区作多元化的配置，以把握其结构性增长的机遇，并专注于印度强劲的增长势头与有利于韩国的全球人工智能趋势。
中国内地	▶	我们认为持久的估值重估需要持续的基本面改善。因此，我们继续选择性地专注于企业治理改革的领先企业、支付高股息的优质国企，以及盈利稳健的科技龙头。
印度	▲	印度预算聚焦于财政纪律、农村与福利改革及创造就业机会，这有利于消费、金融与工业行业的发展；强劲的盈利及经济增长支持估值再重估的合理性。
中国香港	▶	面对经济与资本市场的挑战，政府最新的举措或有助提升投资情绪，我们偏好保险、电讯与公用事业行业，以及优质的房地产投资信托基金与发展商。现在港股估值约 11.7 倍，具有吸引力。
新加坡	▶	我们预期央行在 2024 年将维持利率不变，并偏好优质的房地产投资信托基金，因为它们的估值不高。
韩国	▲	企业盈利增长预期乐观，而估值依然具有吸引力；「企业价值提升计划」或为市场带来具有吸引力的重估机会。
台湾地区	▶	股市正受惠于人工智能热潮，但由于估值偏高，我们保持中性观点。
政府债券		
成熟市场	▼↓	我们将美国国债与英国国债的观点下调至中性，因为市场对美联储降息的预期有些过度。我们对日本政府债券维持偏低，因此整体上政府债券处于偏低水平。
美国	▶↓	由于市场预期美联储将大幅降息，收益率进一步下降，我们对美国国债的观点下调至中性，并缩短至中等久期偏好。我们仍然认为美联储将于 9 月份开始降息。
英国	▶↓	尽管英国央行已经开始降息周期，但央行官员的看法仍有一定分歧。鉴于服务价格通胀持续上升，我们认为该行不会像市场预期大幅降息。因此，我们将观点从偏高转为中性。
欧元区	▶	尽管市场已消化 8 月份降息的可能性，但我们维持 9 月份与 12 月份将出现两次降息的看法。由于绝对收益率低于美国，令其吸引力相对较低。
日本	▼	随着通胀与工资增长朝着积极的方向发展，我们认为日本央行将通过加息与减少购入债券来进一步实现货币政策正常化。由于债券收益率仍然较低，我们继续看淡日本国债。
新兴市场（本币）	▼	美国长期处于高利率的环境或令多种新兴市场货币受压，影响债券回报。印度本币债券具有收益率较高与多元化分散配置的优势，我们维持乐观看法。
新兴市场（美元）	▶	我们仍然可在新兴市场发掘机遇，并关注提供具有吸引力收益率的优质债券发行方。
企业债券		
环球投资级别债券	▲	在全球经济增长放缓与地缘政治不确定性升温的情况下，我们偏好投资级别债券，因为它们的久期相对政府债券较短，并提供具有吸引力的信用利差。
美元投资级别债券	▲	在美联储利率政策转向之际，我们继续通过延长优质债券的久期，以锁定处于多年高位的收益率。
欧元与英镑投资级别债券	▲	由于收益率可能已触顶，我们继续看好欧洲债券，并偏好拥有跨国家及地区与拥有多元化业务的大型企业。
亚洲投资级别债券	▲	亚洲投资级别债券的基本面仍然稳健，目前的估值受到供应紧张的支持。我们看好亚洲金融、印度本币债券、印度尼西亚主权投资级别债券、中国澳门的娱乐与中国内地的科技、媒体与通讯业。
环球高收益债券	▶	高收益债券对经济负面信息、更高的财务杠杆比率与偏高的估值更为敏感，目前收益率溢价不足以弥补预期上升的违约率，且估值仍然偏高。
美元高收益债券	▶	尽管违约率仍然偏低，且再融资风险可控，但我们认为风险溢价相对较低，因此我们继续相对偏好投资级别债券。
欧洲与英国高收益债券	▶	虽然经济增长可能已在去年年底触底，但高收益债券的息差相对其历史平均值仍然偏窄，令其吸引力降低。
亚洲高收益债券	▶	考虑到中国房地产市场仍然充满挑战，加上经济数据喜忧参半，我们重点关注该地区的优质债券。
商品		
黄金	▶	美元若反弹可能会限制黄金价格上升，而目前黄金的价格亦令需求开始受压。
石油	▶	虽然地缘政治为石油提供了支持，但闲置产能或限制油价的上升空间，我们预期油价将横盘交易。

行业观点

基于 6 个月的环球与区域行业观点

行业	环球	美国	欧洲	亚洲	评论
非必需消费品	▲	▲	▲	▲	在通胀缓和与工资上升的带动下，消费者已适应了较高息的环境。尽管奢侈品销售增长减慢，但酒店与旅游业的前景则较为明朗；反季节天气再次扰乱了季节性的购买模式。由于电动车供应链问题再次出现，以及充电基础设施不足导致电动车需求疲弱，令汽车行业仍然承压。在房屋销售复苏之前，家电需求仍然相对低迷。
金融	▲	▲	▶	▶	环球与美国的金融行业或持续受惠于经济环境改善，加上预期利率缓慢下降，对企业盈利不会构成太大影响。资本市场活动或有所增加，与房地产业务及贷款有密切关系的地区性银行仍然面临挑战。与天气相关的事件，包括预测创纪录的大西洋飓风季节，可能会令保险及再保险领域承压。
工业	▶	▶	▶	▲	美国工业板块保持稳定，但由于目前估值偏高，短期内的上升空间可能有限，亚洲工业板块的基本面呈现缓慢改善的初步迹象。中期而言，我们对该板块保持乐观的态度，因为中国、欧洲，尤其是美国的政策仍然具有支持性，其中《降低通胀法案》与《芯片与科学法案》正在推动对新产能与基础设施的大量投资。
信息科技	▲	▲	▲	▲	随着升势扩大，市场忧虑估值偏高及好坏参半的企业盈利，一些大型科技股出现了调整。从中期来看，我们认为随着人工智能的技术逐渐融入，将成为该行业的关键推动力，有望优化产品与服务能力、提高生产力及促使竞争差异化。下一阶段的人工智能发展或有利于专注于云端、数据中心、软件与冷却技术的数码基础设施企业。
通讯服务	▶	▲	▼	▲	有赖强劲的基本面与吸引投资者的价格，美国通讯服务业继续录得强劲的盈利增长。在亚洲，稳定的监管环境与低估值为投资者提供了具吸引力的风险回报。相对之下，欧洲的通讯服务业则不甚乐观。
材料	▶	▶	▶	▶	铜价在商品市场中表现亮丽，主要受惠于可再生能源、电气与数码基础设施需求的增长，以及中国策略性的库存建设。铁矿石、钢铁与电动车电池材料的表现仍然低迷；矿业行业呈现并购的势头，而化工该企业股票则维持在区间波动。
房地产	▼	▼	▶	▼	商业房地产的前景好坏参半，而零售与办公室领域仍然缺乏吸引力。经过一段持续性表现疲弱的时期，仓库的需求与价格略为回稳。在预期降息的前景下，部分市场的房地产行业情绪正在改善；通胀放缓与降息有望提振市场情绪与经济活动。
必需消费品	▶	▶	▶	▲	由于生活成本压力持续增加，消费者在部分市场仍在缩减开支。尽管难与去年同期相比，但该行或受惠于强劲的季节性需求，有望在未来取得稳健的业绩。该行业的估值接近历史平均水平，我们重点关注拥有强大品牌价值与更具稳健定价能力的优质股票。
能源	▶	▶	▲	▶	低估值、强劲的现金流与高股息似乎亦不足以提振投资者对该行业的信心，因为能源价格仍处于区间波动。受惠于欧洲地区相对温暖的冬季，经季节性调整后，能源供应与库存充裕；能源价格在2024年可能不会像过去两年那样受惠于地缘政治不确定性。
医疗保健	▲	▲	▲	▼	新产品的推出、较合理的定价环境及主要产品专利到期潮，或有助提振该行业的前景，尤其是在经历了一段表现不济的时期之后。医疗保健销售增长应受惠于较低的增长基数，而新的医药产品或提振市场情绪与销售预期。在亚洲，该板块估值仍高于历史平均水平。
公用事业	▶	▶	▶	▲	随着各国政府在新项目中开始采用更切合实际的定价，新能源项目的势头再次加速。降息或会为市场注入动力并改善投资情绪。随着利率下降与投资者寻求高息股，公用事业企业或会受惠。

免责声明

本文件或影片由香港中环皇后大道中1号香港上海汇丰银行有限公司（「HBAP」）编制。HBAP 在香港注册成立，为汇丰集团成员。本文件或影片由汇丰银行（中国）有限公司、HBAP、汇丰银行（新加坡）有限公司、汇丰（台湾）商业银行有限公司及汇丰金融技术服务（上海）有限责任公司（合称「分发方」）分发及 或提供。本文件或影片仅供一般传阅及参考用途。

无论基于任何原因，本文件或影片所载之部分或全部内容均不得复制或进一步分发予任何人士或实体。如于某司法管辖区内分发本文件属违法，则不得于该司法管辖区内分发本文件或影片。所有未经授权之复制或使用本文件或影片，均属使用者的责任，并有机会引致法律诉讼。本文件或影片只提供一般性资料，文件内所载的观点，并不构成投资研究或出售或购入投资产品的意见或建议。本文件或影片内所载的部分陈述可能会被视为前瞻性陈述，提供当前预测或未来事件预估。相关的前瞻性陈述不保证未来表现或事件，并涉及风险及不确定性。基于多项因素，实际结果可能和相关前瞻性陈述大不相同。HBAP 及分发方对更新其中的前瞻性陈述，或对提供实际结果和前瞻性陈述的预测不同的原因，概不承担任何责任。本文件或影片并无契约效力，在任何情况下，于任何司法管辖范围内均不应被视为促销或建议购入或出售任何金融工具，而此等建议并不合法。当中所载内容反映汇丰环球投资委员会于编制时的观点及意见，可能随时变更。这些观点未必代表汇丰投资管理当前的投资组合构成。汇丰投资管理所管理的个别投资组合主要反映个别客户的目标、风险取向、投资期限及市场流动性。

投资价值及所得收益可升亦可跌，投资者有机会未能取回投资本金。本文件或影片所载之过去业绩并不代表将来的表现，所载之任何预测、估计及模拟均不应被视为将来表现的指标。任何涉及海外市场的投资，均有机会受到汇率兑换影响而令投资价值上升或下跌。和成熟市场相比，新兴市场投资本质上涉及较高风险，而且较为波动。新兴市场的经济一般倚赖国际贸易，因此一直以来并可能继续会受贸易壁垒、外汇管制、相对币值控制调整及其他和其进行贸易的国家 地区实施或协商的保护主义措施的不利影响。而此等经济体系亦会或继续受到其他和其进行贸易的国家 地区的经济状况的负面影响。投资涉及市场风险，请细阅所有和投资相关的文件。

本文件或影片就近期经济环境提供基本概要，仅供参考。文章或影片代表 HBAP 的观点，并以 HBAP 的环球观点为依据，未必和分发方的当地观点一致。其内容并非按照旨在促进投资研究独立性的法律规定编制，并且分发前不受任何禁止交易规定的约束。其内容不拟提供且投资者不应加以依赖以作会计、法律或税务意见。作出任何投资决策之前，应咨询独立的财务顾问。如选择不咨询财务顾问，则须审慎考虑投资产品是否适合。建议在必要时寻求适当的专业意见。

有关第三方资料乃取自我们相信可靠的资料来源，我们对于有关资料的准确性及 或完整性并无作出独立查证。因此您必须在作出投资决策前从多个资料来源求证。

此条款仅适用于汇丰（台湾）商业银行有限公司向其客户分发时的情况：汇丰（台湾）办理信托业务，应尽善良管理人之注意义务及忠实义务。汇丰（台湾）不承担信托业务之管理或运用绩效，委托人或受益人应自负盈亏。

关于 ESG 和可持续投资的重要信息

我们现在为许多严重排放温室气体的产业提供资金。我们制定了一项策略来帮助客户和我们一同减排。欲了解更多详情，请浏览 www.hsbc.com/sustainability。

从广义上，「ESG 和可持续投资」产品包括在不同程度上考虑环境、社会、管治和/或其他可持续发展因素的投资策略或工具。我们归入此类别的个别投资可能正在改变，以实现可持续发展成果。并不保证 ESG 和可持续投资所产生的回报和不考虑这些因素的投资回报相近。ESG 和可持续投资产品或会偏离传统市场基准。此外，ESG 和可持续投资或可持续投资带来的影响并没有标准定义或量度准则。ESG 和可持续投资及可持续发展影响的量度准则是 (a) 高度主观的，而且 (b) 在不同板块之间和同一板块之内可能存在重大差异。

汇丰可能依赖由第三方供应商或发行机构设计或报告的量度准则。汇丰不会经常就量度准则自行作出具体的尽职审查。并不保证：(a) ESG/可持续发展影响或量度准则的性质将和任何个别投资者的可持续发展目标保持一致；(b) ESG/可持续发展影响将达到指定水平或目标水平。「ESG 和可持续投资」是一个不断演变的领域，新的监管规例可能生效，这或会影响投资的分类或标签方式。今天被视为符合可持续发展准则的投资未必符合未来的准则。

*本文件或影片为 HBAP 根据英文报告翻译的译文。HBAP、汇丰银行（中国）有限公司、汇丰（台湾）商业银行有限公司、汇丰银行（新加坡）有限公司及汇丰金融技术服务（上海）有限责任公司已采取合理措施以确保译文的准确性。如中英文版本的内容有差异，须以英文版本内容为准。

本文件或影片的内容未经任何香港或任何其他司法管辖区的监管机构审阅。建议您就相关投资及本文件或影片内容审慎行事。如您对本文件或影片的内容有任何疑问，应向独立人士寻求专业意见。

©版权所有 2024。香港上海汇丰银行有限公司。保留一切权利。

未经香港上海汇丰银行有限公司事先书面许可，不得以任何形式或任何方式（无论是电子、机械、影印、摄录或其他方式）复制或传送本文件或影片的任何部分或将其任何部分储存于检索系统内。