

轉折來臨？

安聯環球投資 季展望
2024年第2季

快速掃描 安聯環球投資第2季展望

2024年第2季：我們對全球市場的看法

- 所有目光均聚焦美國.....
- 瞄準波動中出現的機會

本季更新

- 經濟成長：2024年 好的開始
- 概覽：各地區主要經濟數據
- 通膨：通膨壓力下降.....但最後一哩路最為艱鉅
- 利率：全球主要央行貨幣政策處於轉捩點
- 評價面：精挑細選
- 多元資產：資產配置觀點

資產類別洞察

- 股市
 - 科技產業——依然可為審慎選股的投資人帶來價值
 - 注重品質，並在波動中尋找進場時機
- 固定收益
 - 在公債中挖掘相對價值
 - 在信用債中維持利差，並審慎以對
- 多元資產
 - 公司治理改善，日本股票受益
 - 黃金的亮眼表現將會持續

我們對全球市場的看法

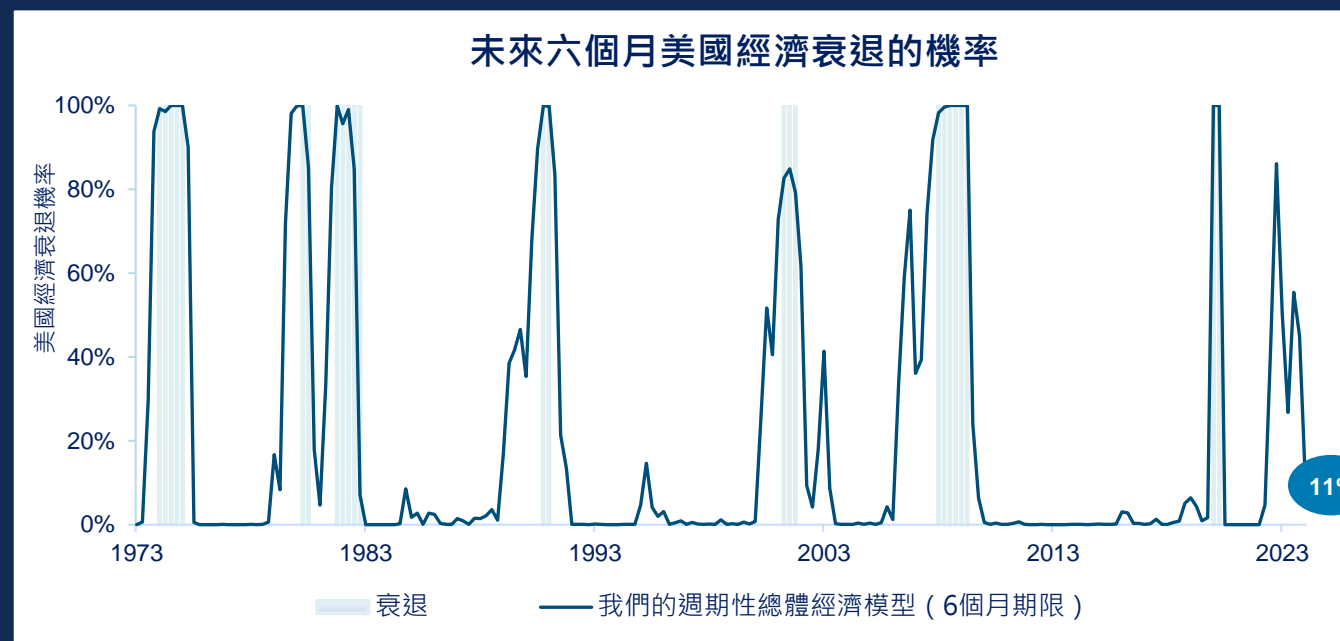
所有目光均聚焦美國.....

- 我們即將迎來聯準會降息的歷史時刻，比起過往，美國經濟走勢對全球市場更形重要。從最新資料來看，我們認為，**美國經濟將步向軟著陸**——這是聯準會夢寐以求的結果，也就是降低通膨同時避免觸發經濟衰退。
- 隨著經濟出現溫和放緩的跡象，現在看來**聯準會最有可能在今年7月降息**——此一「轉向」相當於在2022年貨幣政策收緊後，官方邀請投資人重新入場的邀請函，有望在未來幾個月持續為股市、債市提供動能。
- 接下來的問題是聯準會降息的速度和幅度。就此而言，市場對降息的預期程度遠低於2023年底時的預期，我們推測2024年年底或之前，**美國利率最多僅下降75個基點**。有鑑於美國就業市場的韌性，聯準會降息時將謀定而後動。



本季圖表：美國是否會「成功」實現軟著陸？

我們的短週期模型（僅參考高頻率總體經濟資料）目前顯示，未來6個月美國經濟衰退的機率僅為11%。



我們對全球市場的看法

瞄準波動中出現的機會

- 一方面投資人關注著聯準會的下一步行動，另一方面市場正受益於比先前高利率時期更具韌性的**全球經濟**，並且有跡象顯示：歐洲和中國經濟也開始觸底反彈。
- 在美國、日本等國家，**企業獲利強勁**，這應該會支撐**風險性資產**。另外需要關注的是，AI人工智慧的外卡 (wildcard) 登場——未來幾季，如果AI應用加速，將預示著生產力更強大、通膨下降。
- 在「不著陸」的情境下，如果美國經濟優於預期，**聯準會的降息機率也有可能低於市場預期**。這種情境有利於股市，但可能不利於公債收益率。
- **地緣政治風險上升**。目前為止，面對全球地緣政治衝突及緊張局勢，尤其是美國總統大選年的動盪，金融市場表現不俗；但重大「**黑天鵝**」事件的**風險不應忽視**。
- 最近的股市反彈說明：現在不是投資人場外觀望的時刻。我們認為市場並未出現過熱，**波動的同時，也會帶來機會**。

關注以下機會

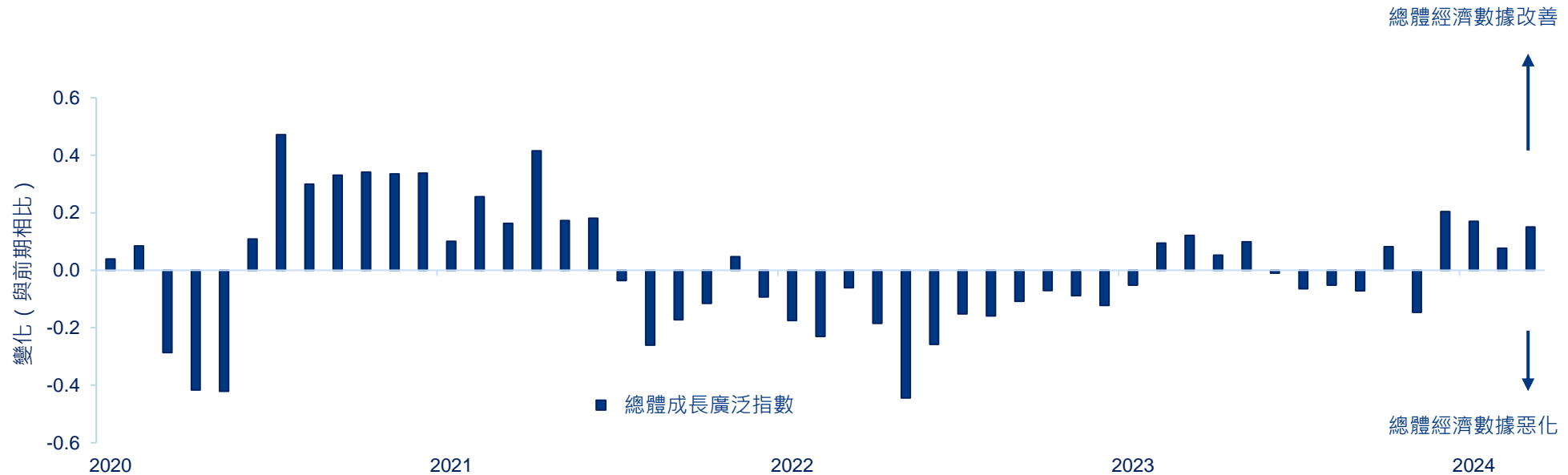
- **股市**：我們看好美股，因為美國企業獲利強勁，評價面也堪稱合理；中國股市不僅僅評價面有吸引力，還具有創新潛力。
- **日本**：公司治理改善，貨幣政策也順利趨於正常化，這些都支撐股市的評價面。
- **科技**：部分「七巨頭」股票評價面過高，但科技產業整體評價算是合理。
- **固定收益**：我們偏好美國及歐洲的收益曲線陡峭策略，因其可以受惠於降息和期限溢價重現。在信用債市場，考量風險調整後的報酬，我們首選投資級信用債。

有關資產類別洞察，更多詳情請參閱第11-13頁。

我們可望迎向聯準會4年來的首度降息，我們認為，全球經濟即將出現轉折，各資產類別也迎來新機會。

經濟成長：2024年 好的開始

我們的總體成長廣泛指數 (Macro Breadth Growth Index)¹ (衡量全球各地的總體經濟數據) 已經連續第4個月改善



- 大多數已開發市場的經濟數據改善，顯示2024年以來成長強勁——儘管自2023年以來態勢有所放緩。
- 「歐元區強勁回升」和「美國溫和成長」是已開發市場經濟數據改善的主要驅動力。
- 中國和印度是推動新興市場經濟數據好轉的主要動力，中國總體經濟指標連續第7個月走強。

¹我們獨有的「總體成長廣泛指數」追蹤354項全球、區域和國家月度總體經濟資料走向。該指數月度變化範圍從-1到1，數值1 (-1) 表示所有相關指標上升 (下降)。這些指數關注變化的方向而不是幅度，因此能夠評估潛在總體經濟趨勢的廣度，並且不太可能受到底層資料的任何歷史修訂的影響。資料來源：安聯環球投資全球經濟與策略研究團隊、彭博社、路孚特 (資料截至2024年3月31日)

概覽：各地區主要經濟資料

- **美國**——美國經濟動能轉弱，正在走向軟著陸。但我們對未來6個月的展望整體而言是樂觀的。6個月後衰退的可能性很小，比較可能發生的狀況是「不著陸」。整體而言，我們認為未來幾個月通膨將繼續逐步下降，降幅足以讓聯準會最早在7月開始降息。
- **歐洲**——預計歐元區又將經歷成長乏力的一年，但可能出現復甦的萌芽（經濟信心、製造業訂單）。我們認為，通膨將下降到足以讓歐洲央行在6月開始降息（2024年降息估計為100個基點）的程度。英國經濟的表現略優於去年，但通膨壓力可能會導致降息延遲到秋季。
- **亞洲**——中國市場在房地產產業依然面臨挑戰的情況下，政府將繼續採取穩成長政策。我們的數據顯示，印度是一個亮點，在亞洲和新興市場一枝獨秀。有鑑於通縮壓力緩解，日本央行得以放棄長年以來的負利率政策，是17年來首次升息。我們等待更多日本央行貨幣政策逐步正常化的跡象。

經濟成長：2024年成長整體放緩——但幅度不大

實際GDP，與去年同期相比%

| | 2023 | 2024彭博共識預測* |
|-----|------|-------------|
| 全球 | 3.0 | 2.8 |
| 美國 | 2.5 | 2.2 |
| 歐元區 | 0.5 | 0.5 |
| 德國 | -0.1 | 0.1 |
| 英國 | 0.3 | 0.3 |
| 日本 | 1.9 | 0.7 |
| 中國 | 5.2 | 4.6 |

通膨：我們大致認同全球通膨共識預期

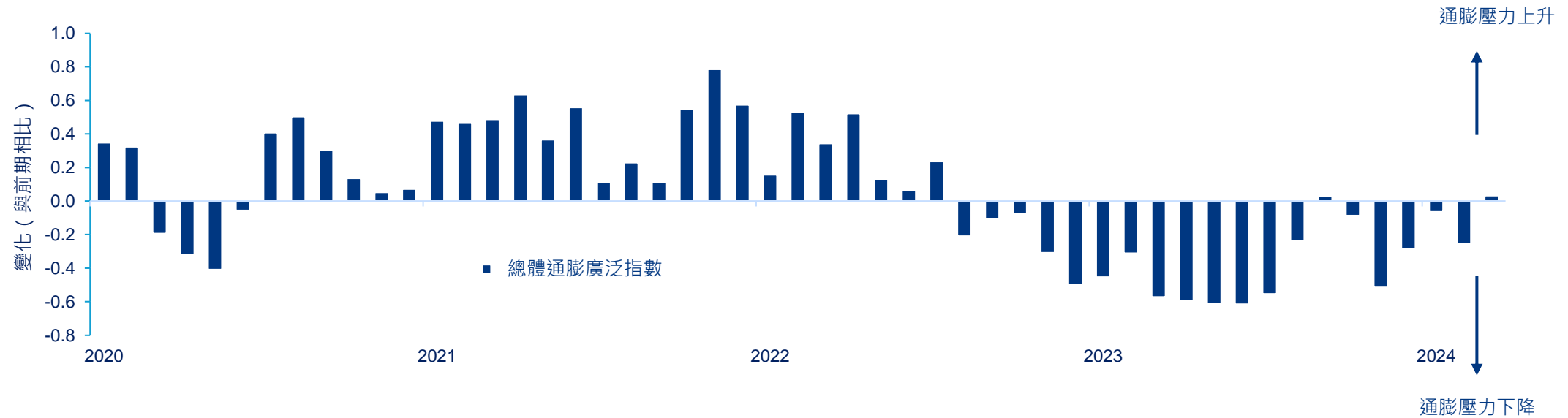
通膨，與去年同期相比%

| | 2023 | 2024彭博共識預測* |
|-----|------|-------------|
| 全球 | 6.0 | 4.0 |
| 美國 | 4.1 | 2.9 |
| 歐元區 | 5.4 | 2.4 |
| 德國 | 6.0 | 2.5 |
| 英國 | 7.3 | 2.5 |
| 日本 | 3.3 | 2.3 |
| 中國 | 0.2 | 0.8 |

*安聯環球投資2024年預期與共識大致相同，但我們對中國的GDP成長更為樂觀。所示2023年數據亦代表彭博共識預測。資料截至2024年4月4日。

通膨：通膨壓力下降.....但最後一哩路最為艱鉅

雖然通膨呈週期性下降趨勢，但根據我們的總體通膨廣泛指數（**Macro Breadth Inflation Index**）²來看，潛在的通膨壓力並沒有消失。



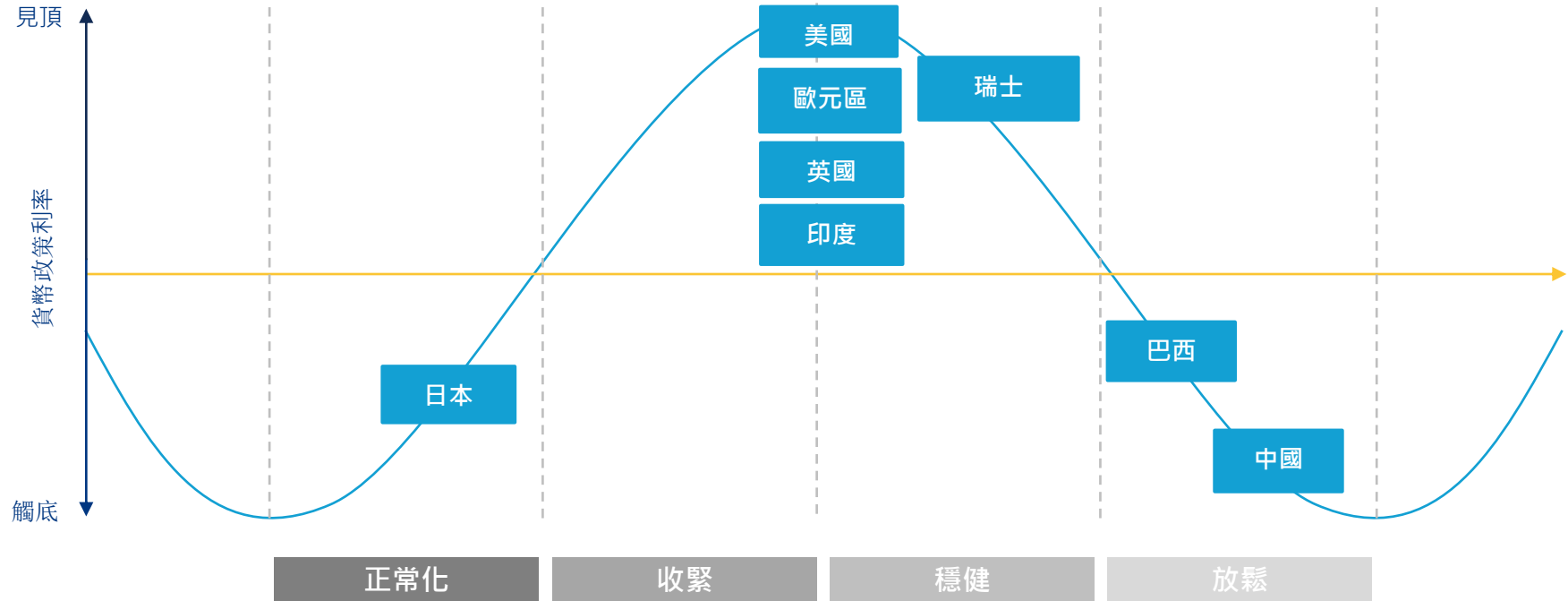
- 通膨輕鬆下降的階段可能已經結束。儘管總體通膨呈現下降趨勢，而且隨著經濟放緩，可能會進一步下降，但這種下降得益於能源價格上漲的基期效應以及後新冠疫情時代供應鏈的正常化。
- 現在到了打擊通膨最為挑戰的階段，多重因素疊加，包括：結構性緊縮且仍然活躍的就業市場、強勁的薪資成長和居高不下的核心通膨（剔除食品和能源和通膨數據）。
- 由於供應鏈區域化、全球減碳等因素，我們認為，全球核心通膨數據在中期仍將顯著高於主要央行的目標。人口結構老化也具有通膨效應。

²我們獨有的「總體通膨廣泛指數」追蹤354項全球、區域和國家月度總體經濟資料走向。該指數月度變化範圍從-1到1，數值1（-1）表示所有相關指標上升（下降）。這些指數關注變化的方向而不是幅度，因此能夠評估潛在宏觀趨勢的廣度，並且不傾向於對潛在資料進行任何歷史修訂。資料來源：安聯環球投資全球經濟與策略研究團隊、彭博社、路孚特（資料截至2024年3月31日）

利率：全球主要央行貨幣政策處於轉捩點

儘管聯準會和歐洲央行尚未降息，但其他地區已經開啟降息週期

目前全球貨幣政策週期

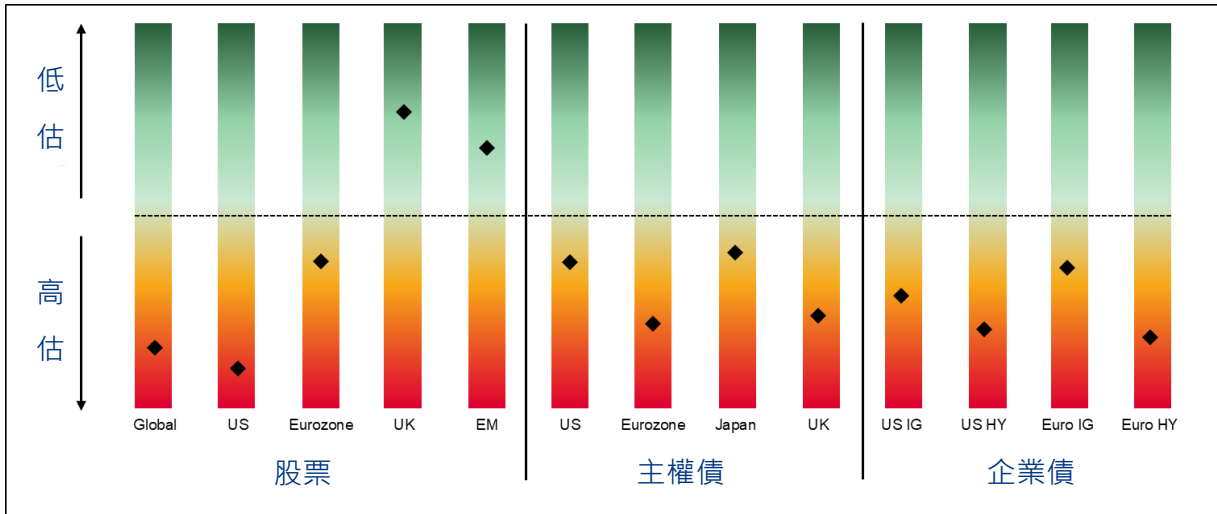


- 隨著通膨逐步下降，越來越多央行開始降息。3月份，在我們關注的央行中，降息央行數量連續5個月超過升息央行數量。瑞士央行成為這一輪週期中，第一家降息的主要央行。
- 一旦有了通膨下降的更多支持數據，聯準會和歐洲央行應該會跟進降息。
- 在通膨仍在的情況下，我們認為未來兩年利率保持高點的時間將超乎預期。

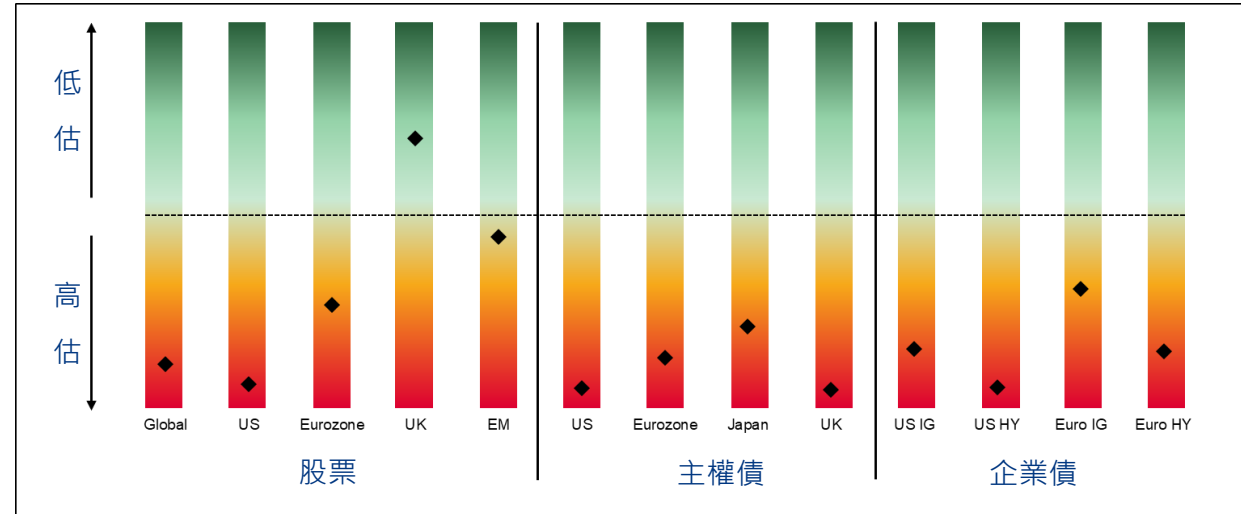
對評價面的看法：精挑細選

有些資產的評價面很高——但並非所有資產都如此

2024年初



2021年末



- 比起2021年底，資產評價面似乎有所改善，當時新冠疫情爆發後的刺激措施和經濟復甦提振了金融市場（特別是股票）。但總體而言，大多數資產評價並未被低估。
- 從歷史經驗來看，英國和新興市場股票看起來很便宜，而美國和日本主權債價格尚屬合理。
- 隨著市場為軟著陸的正面情境作好準備，「一切都值得買入」的上漲態勢得到關注；但我們要謹慎看待市場出現進一步的波動：風險性資產並不便宜，隨著經濟成長放緩，股票和利差產品可能出現布局機會。

多元資產：資產配置觀點



整體風險

- 穩健的經濟成長數據以及通膨指標趨跌，是市場的利多因素。經濟「不著陸」情境則對公債構成風險。
- 我們維持看好風險性資產的觀點，其中動能、獲利為重要驅動因素。
- 至於股票，應警惕市場情緒可能過於亢奮，進而在未來幾個月成為一項主要風險。



股票

- 日本（我們偏好的區域）繼續提供具吸引力的因子，包括強勁的獲利成長、有利的貨幣政策和強勁的動能。
- 歐洲股票亦受惠於上升動能，且基本因素有所改善。英國可能是第二季的一大亮點。我們也看好荷蘭的AI題材。



信用債

- 風險胃納推動上升動能，但估值似乎較高。
- 非投資級債的動能尤為強勁，但成長潛力有限，因為利差難以彌補違約風險。



新興市場股票

- 許多指標顯示，新興市場股票似乎頗具吸引力。亞太之中，泰國是我們最看好的股市。
- 中國股市也許能左右新興市場股票的表現。雖然估值樂觀，投資人情緒卻降至冰點，目前尚未有催化因素可以促成大幅度的估值上調。



大宗商品

- 中國和歐洲經濟數據比預期好，多個石油輸出國組織及其產油盟國（OPEC+）實施限制供應的減產措施，加上地緣政治緊張局勢加劇，均有望在未來幾個月支持大宗商品的表現。
- 我們認為，黃金會在多元資產投資組合中發揮出色的分散風險作用。



公債

- 市場環境對美國國庫券有利，不過油價走勢可能會使上升動能減緩，多個市場顯現收益曲線陡峭交易的機會。
- 經濟「不著陸」情境對我們的長存續期配置構成風險。



美元

- 近期美元兌歐元走軟，原因是聯準會出現政策轉向，但債券利差仍對美元有利。
- 受到低通膨和瑞士央行貨幣政策的影響，我們對瑞士法郎持負面看法。從長遠來看，日圓也許是價值最被低估的貨幣。

資產類別洞察：股市

科技產業——依然可為審慎選股的投資人帶來價值

「七巨頭」科技股的漲勢令人矚目，看似「價格不菲」，然而，**科技產業的整體評價面並不算過高**（見圖表）。隨著人工智慧從「打底」階段轉向為軟體公司和其他公司帶來更多應用上的好處，我們預期科技產業將出現更廣泛的機會。

科技產業整體評價面並不算過高
納斯達克美國IT產業週期調整本益比 (CAPE)



資料來源：LSEG Datastream、安聯環球投資全球經濟與策略研究團隊，2024年3月12日

我們也研判地緣政治緊張局勢將為科技產業帶來機會。中國與世界其他地區在科技標準上的差異，以及合作的進一步破裂，可能會創造投資機會。我們認為，國家安全問題和人工智慧的廣泛應用將在網路資安領域創造巨大機會。

注重品質，並在波動中尋找進場時機

軟著陸預期對總體經濟環境是一個明顯的利多。消費者將受益於強勁的經濟和就業市場，同時，**通膨下降的環境將提高實際購買力**。但我們預計，在潛在的降息前後將出現波動，大選也會引發波動，而波動可能會帶來機會。在評估公司的成長、價值和收入風格時，我們將專注於品質指標，如強勁的資產負債表和市場領導地位。

隨著貨幣政策週期轉向，我們預計將出現區域性機會。美國評價面雖有上升，但在全球公司獲利成長和預期降息的背景下來看**仍然合理**。貨幣政策的正常化和公司治理的改善，以及地緣政治利多，都是看好日本股市的理由（另請參閱第13頁）。作為最受低估的市場，**中國股市**具備有吸引力的評價面和創新潛力。歐洲股市評價面也有吸引力，並且經濟出現復甦的跡象。

資產類別洞察：固定收益

在公債中挖掘相對價值

成長態勢放緩、通膨風險減弱、降息預期、地緣政治風險等，似乎都有利於已開發市場公債。

我們認為，隨著各地區成長前景分化導致公債的相關性減弱，**相對價值的空間有所擴大**。近年來，主要公債市場走勢一致，但鑑於**債務基本面、貨幣政策傳導和財政支持的差異**，我們預計未來這種情況將發生變化。例如在美國，《通膨削減法案》等投資激勵措施對經濟活動似乎有明顯的支撐。

因此，相對於其他公債市場，我們更**青睞美國公債**；同時歐元區核心債券也開始變得更有吸引力，因為更均衡的成長和通膨風險應會使歐洲央行軟化其政策立場。

我們**構建投資組合時，更傾向於從收益率曲線變陡中獲益**，這可以作為較長存續期的投資選擇。

在信用債中維持利差，並審慎以對

信用利差（企業債券相對於主權債券的溢價）似乎相對較窄，但**評價面有堅實基本面的支撐**，我們認為短期內不存在影響信用債市場的負面因素。

經過風險調整後，相對於非投資級債，我們更青睞投資級債。不過，為了**投資級和非投資級企業債所提供的利差**，堅持投資似乎可以為投資人帶來好處，我們將在這兩個資產類別找出貝塔係數較高、收益率也高的資產，部分領域的投資集會可望浮現，像是**次級銀行債券**（例如額外一級資本債券）和房地產等領域可能存在機會，因為市場價格似乎已充分消化了這些領域的風險，央行降息也會推動這樣的投資領域回溫。

但鑑於利差較小，我們仍對**信用債市場持謹慎態度**。我們對投資級中的週期性產業保持警惕，而且鑑於金融環境收緊帶來的風險，**對非投資級債的選擇仍然至關重要**。

資產類別洞察：多元資產

公司治理改善，日本股票受益

日本股市兼具合理的評價面、有利的成長環境和良好的動能。日本企業（尤其是出口商）正積極擴大其全球市場，並利用機器人、自動化和數位化等長期趨勢。隨著日本經濟走出成長停滯和通縮時期，日本企業正在修復資產負債表。

這些修復包括：更專注於提升股東利益、更好的企業治理、優化資本配置和更高的獲利能力，種種行動都反映出日本企業力圖轉型，從而帶來了近期強勁的獲利。我們認為日經指數最近創下的歷史新高只是持續轉型的結果——也是投資人對日本資產興趣增加的跡象。

日本央行應該會持續刺激成長，推動經濟復甦進程。雖然日本央行最近撤除了施行17年之久的負利率政策，但我們預計，日本央行將會謹慎推進貨幣政策正常化。投資人似乎已經接受了這種方式，日本央行最近的舉動在市場幾乎沒有引起太多波瀾。

黃金的亮眼表現還會持續

金價正在飆升，而且幾乎沒有動能轉弱的跡象。美元走軟，各國央行購買黃金，新興市場零售投資人對實物黃金也有強烈需求，這些都支撐了金價走揚。

在地緣政治緊張、政府債務和國防支出增加的背景下，新興市場央行對黃金的需求增加有兩個原因：首先，黃金是公債和美元的替代品；第二，它支持應對地緣政治風險的去美元化措施。央行的購買應該會繼續支撐黃金。由於美國政府債務激增，在多元資產投資組合中，黃金的表現應該會優於美國國庫券。我們看好未來12個月的黃金走勢。

短期來看，金價已突破2,100美元/盎司的心理關口，空頭平倉（購回此前賣出的黃金以平掉空頭頭寸）反過來也可能會加速近期的漲勢。交易所買賣基金的黃金持有量仍相對較低，一旦持倉與近期金價的上漲保持一致，金價上漲可能又會多一個催化劑。



Global Investors

安聯證券投資信託股份有限公司

| | | |
|-------|------------------|---------------------|
| 台北總公司 | 台北市中山北路二段42號8樓 | 電話：+886 2 8770-9888 |
| 台中分公司 | 台中市公益路二段51號2樓B室 | 電話：+886 4 2217-6088 |
| 高雄分公司 | 高雄市四維三路6號2樓B室 | 電話：+886 7 337-6288 |
| 客服專線 | +886 2 8770-9828 | 網址：tw.allianzgi.com |

安聯證券投資信託股份有限公司 | 地址：台北市104016中山北路2段42號8樓 | 客服專線：(02)8770-9828 【安聯投信 獨立經營管理】本基金經金管會核准或同意生效，惟不表示絕無風險。基金經理公司以往之經理績效不保證基金之最低投資收益；基金經理公司除盡善良管理人之注意義務外，不負責本基金之盈虧，亦不保證最低之收益，投資人申購前應詳閱基金公開說明書。有關基金應負擔之費用(境外基金含分銷費用)已揭露於基金之公開說明書或投資人須知中，投資人可至公開資訊觀測站或境外基金資訊觀測站中查詢。本文提及之經濟走勢預測不必然代表本基金之績效，本基金投資風險請詳閱基金公開說明書。Admaster：3518122