



平衡之舉

# 2024年投資展望



# 宏觀觀點

1

## 上半年放緩，其後復甦

- 我們預期2024年上半年全球成長放緩，進而顛簸著陸。
- 各經濟體情況有別：美國最具韌性，歐元區成長持平，中國成長走穩。



2

## 通膨崎嶇不平但持續減速到2024年底

- 我們認為，通膨軌跡崎嶇，但未來幾季會持續放緩。
- 通膨衝擊正在消散並趨於穩定，尤其是從財政及貨幣政策方面而言。



3

## 政策利率現在見高點，上半年後段將小幅放寬

- 伴隨著通膨及經濟放緩，美國將在上半年後段開始放寬政策。
- 英國可能因經濟疲弱而率先降息。
- 中國經濟復甦之路坎坷，人行將保持寬鬆。
- 日本央行將進行「鴿派緊縮」。



4

## 經濟放緩後，風險意願可能會提高

- 由於政策不確定性及金融狀況仍然不穩定，所以，「好消息就是壞消息」，反之亦然。
- 市場聚焦財政政策為存續期帶來機會。
- 隨著成長再次加速，政策轉向，市場可能輪動。



5

## 關鍵風險及主題

- 地緣政治風險依然偏高。
- 緊縮可能會引發金融危機。



# 市場觀點

## 固定收益

成長放緩及持續反通膨應有助於阻止全球利率上漲。倘利率波動減小，應會促使資金流向固定收益市場。

## 美元／各國貨幣

在美國聯準會寬鬆時，美元將貶值。日圓極為疲軟，若日本央行開始正常化，日圓可能會受益。新興市場貨幣及資產可能受益於聯準會的寬鬆政策。

## 新興市場

新興市場評價具吸引力；貨幣及資產應可受惠於美元走弱及中國復甦。

## 股票

隨著經濟放緩成為現實，應該會形成貿易復甦，可能有利於更具週期性、以價值為導向及更小型的股票。

## 另類資產

直接貸款及不良信貸將表現領先。利率升高持續對不動產帶來壓力，但某些領域的基本面正在改善。



**KRISTINA HOOPER**  
環球首席市場策略師



我們認為，我們正走向正常化，在這條道路上，通膨率會在產出不大幅縮減的情況下降低。

## 執行摘要

在政策制定者抗通膨近兩年後，我們的2024年展望專注於長期持久性與通膨僵固性之間的平衡。儘管連續幾季實施限制性貨幣政策，但全球經濟，尤其是美國，依然保持驚人的韌性。雖然我們認為市場已經多少反映溫和成長放緩，但關鍵仍在於通膨走勢。我們認為，在我們展望的時間範圍內，通膨將持續減速，而經濟成長將在2024年下半年重新加速，並從美國開始。隨著通膨緩和及政策制定者開始降息，我們預計風險資產將重新走強。

我們認為，由於近期的貨幣政策緊縮，全球經濟目前進入暫時性低於趨勢水準的成長，我們認為市場已經消化這一情況。在2024年，我們預期各國的情況有別，美國對於緊縮政策及金融條件的影響似乎最有抵抗力，而歐元區及英國的成長已經進入衰退。限制性政策、消費者愈發捉襟見肘及特殊成長衝擊顯示全球經濟可能小幅放緩，屆時，主要已發展經濟體將在上半年顛簸著陸。

我們預期通膨在展望時間範圍內將降低，並在2024年底前接近央行目標。鑑於通膨見高點並逐漸下降，而且許多主要經濟體顯示出政策緊縮帶來的壓力，我們認為貨幣政策制定者現在到達緊縮週期的尾聲。政策制定者接下來很可能採取寬鬆措施，我們預期將在2024年上半年末開始實施。我們預期這輪寬鬆加上通膨降低將為經濟復甦奠定基礎，在2024年下半年，全球經濟的成長將回到趨勢水準，實質工資亦同步成長。

我們認為，在2024年年初市場將開始著眼於經濟復甦，隨著時間的推移，政策的支持應該會鞏固及提高全球風險意願。然而，由於經濟放緩的程度輕微，我們預期不會出現大幅回升。

## 貢獻者

### Alessio de Longis, CFA®

高級投資組合經理  
投資總監

景順投資解決方案團隊(Invesco  
Investment Solutions)

### Mo Haghbin CFA®, CAIA®

解決方案總監

景順投資解決方案團隊(Invesco  
Investment Solutions)

### Jeffrey Bennett, CFA®

高級投資組合經理  
經理選擇總監

### Adam Burton

高級宏觀策略分析師

### 趙耀庭

環球市場策略師

### Arnab Das

環球宏觀策略師

### David Gluch, CFA®

客戶投資組合經理，環球資產配置(GAA)

### Paul Jackson

環球資產配置研究總監

### Benjamin Jones, CFA®

宏觀研究主管

### Kristina Hooper

環球首席市場策略師

### Rob Waldner, CFA®

首席策略師

宏觀研究總監

景順環球固定收益團隊(IFI)

### Tomo Kinoshita

環球市場策略師

### Turgut Kisinbey

美國首席經濟師，景順環球固定  
收益團隊(IFI)研究

### Brian Levitt

環球市場策略師

### Ashley Oerth, CFA®

高級投資策略分析師

### Drew Thornton, CFA®

Thought Leadership, Solutions  
總監

### Andrés Vig

高級多資產策略師

# 1

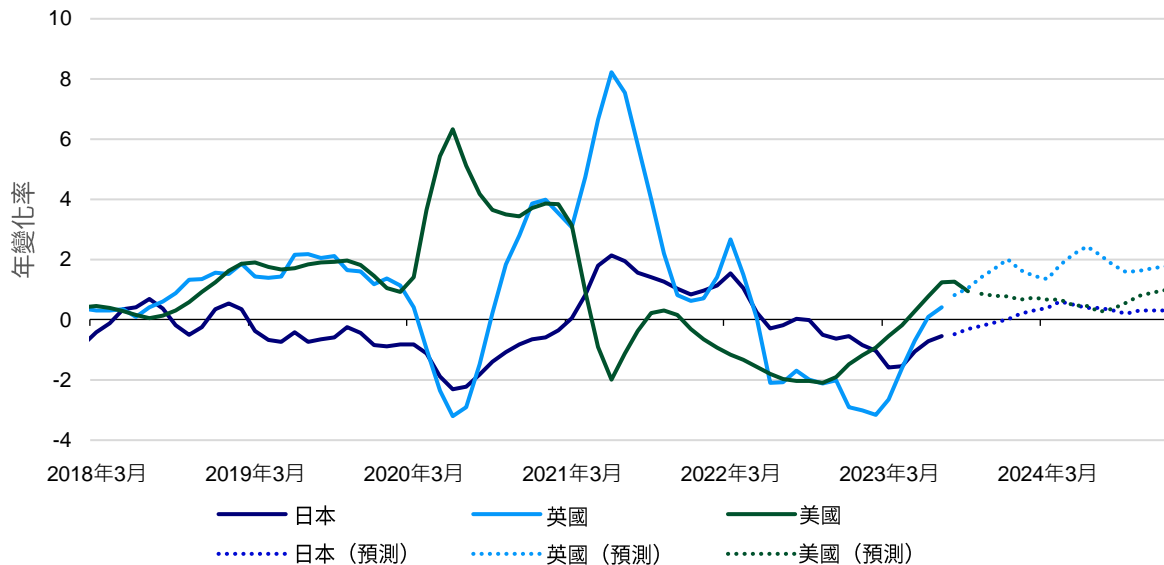
## 上半年放緩，其後復甦

我們預計經濟活動在進入2024年時放緩，但將在下半年改善

限制性政策可能導致上半年經濟放緩，但通膨恢復正常應有助於實際工資在下半年恢復成長。

- 緊縮貨幣政策、消費者愈發捉襟見肘及特殊成長衝擊顯示全球經濟成長可能持續放緩。
- 在進入2024年時，我們預期全球經濟小幅放緩，導致主要成熟經濟體在上半年顛簸著陸。
- 然而，我們預期，隨著通膨逐漸消退，貨幣政策轉向寬鬆後，放緩時間將縮短。
- 展望未來，我們預期，隨著通膨恢復正常，主要成熟經濟體的實際工資將恢復成長，有助於支持經濟成長回到趨勢水準。

### 實際工資成長預期將在2024年改善



註：無法保證預測將會實現。圖表顯示2018年3月至2024年12月美國、英國及日本的每月實際工資成長數據。預測來自景順，以虛線顯示。資料來源：LSEG Datastream、經合組織及景順。所有數據為截至2023年10月31日的最新數據。

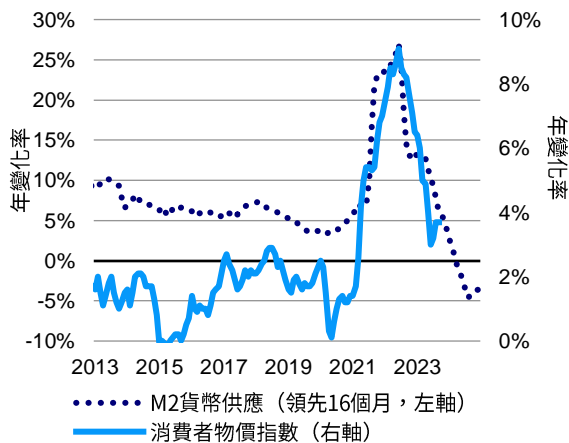
# 2

## 通膨崎嶇不平但持續減速到2024年底 遠期指標顯示美國通膨的持續走勢

### 貨幣供應

貨幣供應似乎領先通膨16個月

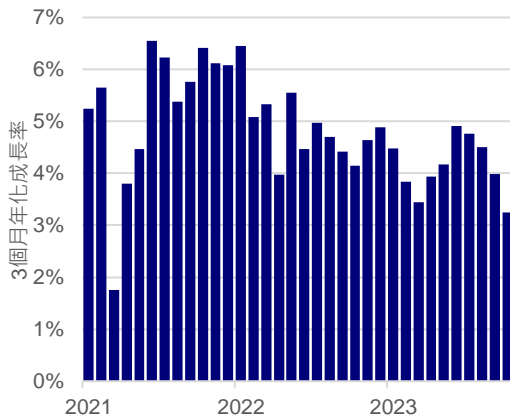
美國M2貨幣供應及消費者物價指數



### 工資

工資成長放緩，接近疫情前水平

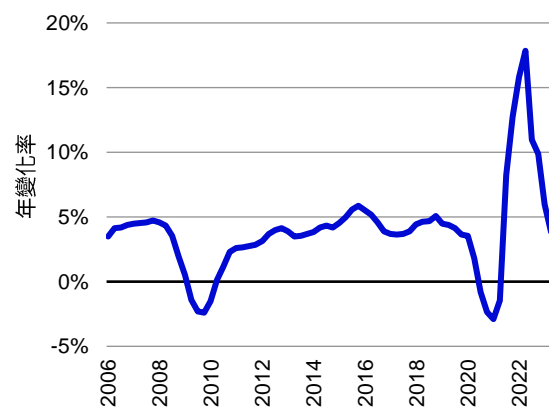
美國平均時薪  
經季節性調整的3個月年化成長率



### 租金

租金通膨放緩

美國公寓地產的實際租金通膨率  
(美國地鐵區, 美元/平方英尺)



資料來源：左：彭博、美國聯準會及美國普查局，截至2023年9月30日。M2指流通中的現鈔加上銀行短期存款及某些貨幣市場基金。中：美國勞工統計局及Macrobond，截至2023年10月31日。右：彭博、Reis Inc.，2023年6月30日。最新可用數據。

## 2 通膨崎嶇不平但持續減速到2024年底 我們認為，全球通膨因素正逐漸消散

我們並不擔憂推動通膨的力量可能難以消除，反而認為我們正處於坎坷反通膨趨勢的中段，這一趨勢將在未來幾季持續。

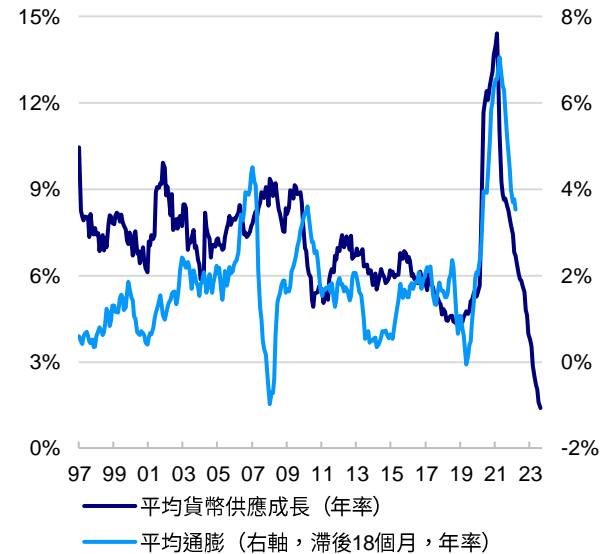
- 我們認為，最近的通膨急升主要是疫情所引發失衡的副產品，並非核心經濟因素引起。
- 這些不利因素大多已經穩定下來，包括大規模直接財政刺激（由央行促成）、供應鏈混亂、疫情造成的消費改變及地緣政治引起的對關鍵商品供應鏈的衝擊。
- 我們認為，我們正走向正常化，在這條道路上，通膨率會降低，且產出不會大幅縮減。

### 商品及供應鏈中的貨物通膨正在恢復正常 全球商品價格及供應鏈壓力



資料來源：2005年12月至2023年10月每月數據（截至2023年10月31日）。紐約聯儲全球供應鏈壓力指數追蹤全球供應鏈狀態，以與歷史平均值的標準差顯示。資料來源：紐約聯儲銀行、標普高盛商品指數、LSEG Datastream及景順。

### 趨於正常的貨幣成長顯示未來通膨環境更良好 全球貨幣供應與通膨



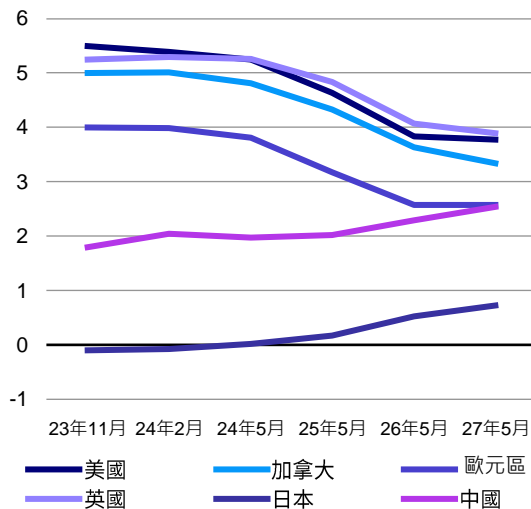
資料來源：Datastream及景順，截至2023年10月31日，使用每月數據。全球平均貨幣供應成長及平均通膨率包括美國、中國、歐元區、日本及英國的數字。貨幣供應及消費者物價指數均顯示自1997年1月以來所覆蓋各國的平均按年成長（滯後18個月）。

### 3 政策利率現在見高點，2024年上半年末將小幅放寬

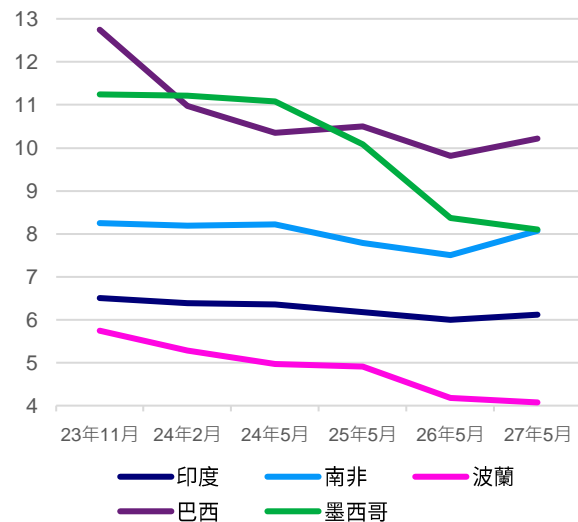
我們認為貨幣政策制定者現在到達緊縮週期的尾聲，接下來很可能採取寬鬆措施，我們預期將在2024年上半年末開始實施。

- 我們預期，隨著通膨持續接近可接受水準及成長放緩，寬鬆將從2024年上半年末開始。
- 隨著通膨恢復正常，實施寬鬆措施應有助於復甦奠定基礎，在2024年下半年讓全球經濟成長重回趨勢水準，同時，實際工資恢復成長。

主要西方經濟體預期在2024年開始放寬  
市場隱含遠期政策利率(%)



新興市場也預期將逐步放寬  
市場隱含遠期政策利率(%)



註：無法保證前瞻性預期將會實現。圖表顯示所示各國央行的市場隱含政策利率路徑。市場隱含政策利率基於所示期限結構的隔夜指數掉期定價。資料來源：彭博，截至2023年11月3日。

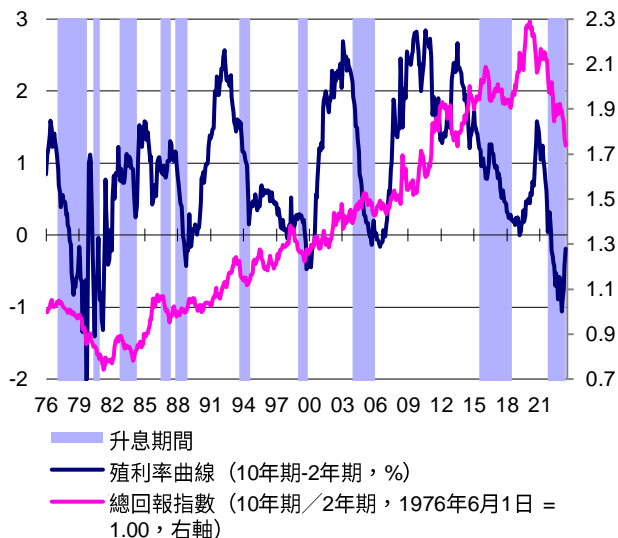
# 4 經濟放緩後，風險意願可能會提高

## 我們預期殖利率現在見高點，之後將呈現牛市趨陡態勢

短期內，隨著緊縮週期趨近尾聲，我們預期殖利率將見高點，如同以往緊縮時期一般。

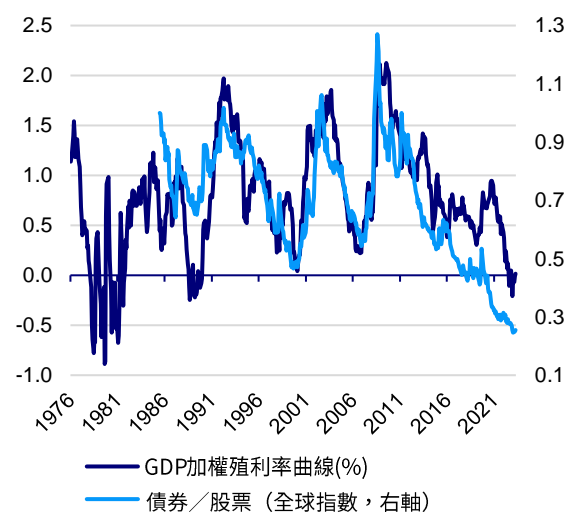
- 在此期間，風險意願應該會開始改善，但考慮到降息開始時間仍存在一定的政策不確定性，年初可能有所波動（「宏觀不利，市場受益」模式，反之亦然）。我們預期這一環境將為建立長存續期部位帶來機會。
- 隨著成長及通膨放緩，我們預期殖利率曲線將因經濟放緩成為現實而呈現牛市趨陡態勢。

聯準會寬鬆及殖利率曲線趨陡時，長期債券表現領先  
聯準會、殖利率曲線及債券回報



註：過往表現並非未來業績的保證。系列定義載於附錄一。基於1976年6月至2023年10月的每月數據。資料來源：Refinitiv Datastream及景順環球市場策略部。

殖利率曲線趨陡時，債券往往領先股票  
10年期-2年期美國國庫券殖利率曲線及股票與債券



註：過往表現並非未來業績的保證。系列定義載於附錄一。基於1976年1月至2023年10月的每月數據。資料來源：ICE BofA、MSCI、Refinitiv Datastream及景順。

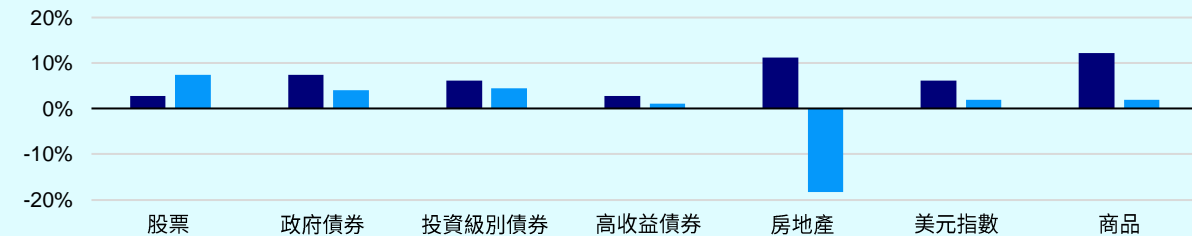


# 4 經濟放緩後，風險意願可能會提高 降息應該有助提振風險資產

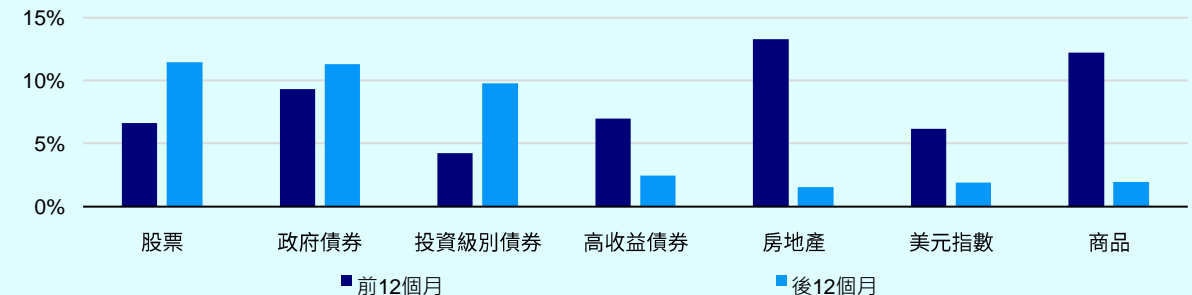
我們預期風險資產將受益於2024年上半年末將推出的政策支持。

- 我們注意到，風險資產以往在首次降息前的表現優於首次降息後（股票除外）。我們認為，這是因為央行通常在經濟走弱時放寬。
- 然而，本次週期不同，因為央行在緊縮時落後於曲線，所以在寬鬆時也可能落後（將在週期後期降息）。
- 雖然我們預計風險資產在2024年開始時將因持續的全球經濟放緩而波動，但我們懷疑寬鬆週期這次將與風險意願增加同時出現。我們認為市場將提前反映2024年中的經濟復甦。

### 聯準會寬鬆週期首次降息前後的資產平均總回報（美元） 全球資產



### 美國資產



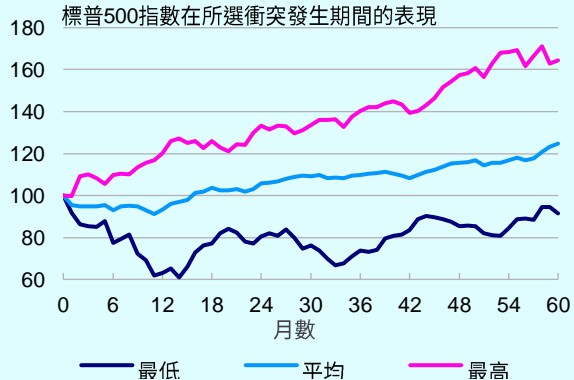
註：過往表現並非未來業績的保證。基於1974年至今的聯準會利率週期。請參閱附錄一，了解編製方法及指數定義。截至2023年8月31日。資料來源：ICE、ICE BofA、富時羅素、MSCI、標普高盛商品指數、Refinitiv、LSEG Datastream及景順。

# 5 關鍵風險及主題

## 1) 地緣政治風險猶在

中東最近的事件提高了地區衝突升級的風險，進而可能影響石油及天然氣市場。其他政治風險包括俄烏戰爭持續、中美對台問題的緊張局勢及即將舉行的美國選舉。這些事件大多都可能成為2024年的頭條新聞，但歷史證明股市影響是暫時的。

## 戰爭對市場的影響通常比人們擔憂的更少

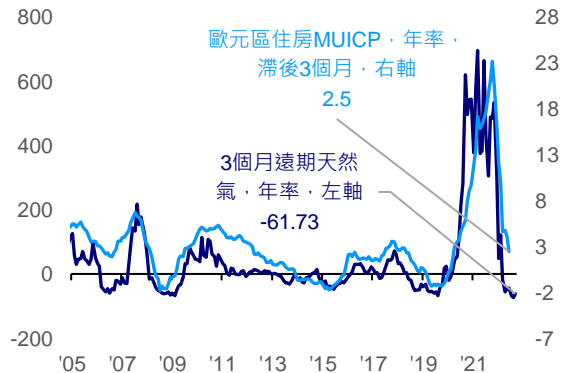


註：過往表現並非未來業績的保證。基於從所選緊張局勢開始起五年間標普500指數的每月表現（或在標普500指數出現前由羅伯特·席勒構建的美國股票市場同等指標）。計算詳情請參閱附錄一。資料來源：羅伯特·席勒、彭博及景順。

## 2) 油價衝擊風險偏高

隨著地緣政治風險攀升，令人非常擔憂石油或其他關鍵商品價格衝擊，進而可能進一步拖累經濟成長。舉例而言，俄烏戰爭讓歐洲能源成本急劇升高，對歐洲成長造成下行壓力。類似價格危機可能衝擊成長。

## 天然氣價格增加能源成本，造成通脹



資料來源：景順、彭博及Macrobond，截至2023年10月3日。  
註：圖表顯示歐元區住房相關通脹，包括能源及天然氣期貨。  
MUICP = 貨幣聯盟消費者物價指數。

## 3) 金融危機及壓力

由於貨幣政策緊縮，金融危機及壓力的風險偏高，可能導致政策立場突然轉變。然而，在近期歷史中，這類金融風險獲得快速針對性的支持。

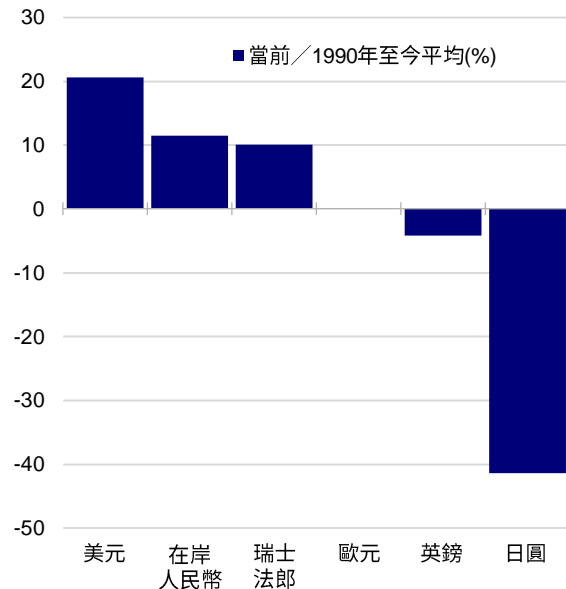
## 政策制定者採取措施應對危機



資料來源：Macrobond及景順，截至2023年10月31日。  
註：ICE BofA MOVE指數衡量美國債券市場波動率，基於一個月平價2年期、5年期、10年期及30年期固定期限利率掉期的隱含殖利率波動。

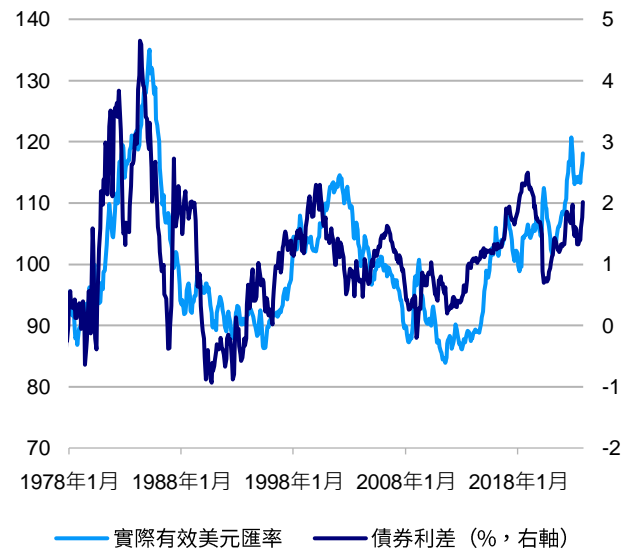
# 美元／各國貨幣：美元看來昂貴，利差可能走勢相反

## 實際有效匯率\*



\*貨幣指數以兌貿易加權貨幣籃子並經通脹差距調整衡量。最新數據到9月，截至2023年11月8日。資料來源：經合組織、LSEG Datastream及景順。

## 實際有效美元匯率及利差



1978年1月至2023年10月的每月數據。實際有效美元匯率是經合組織計算的指數，即美元兌一籃子貨幣的貿易加權價值，經消費者物價指數通脹差距調整。債券利差是美國10年期國庫券殖利率減去德國、日本及英國10年期政府債券殖利率的平均值。截至2023年11月8日。資料來源：經合組織、LSEG Datastream及景順。

## 重點

### 機會

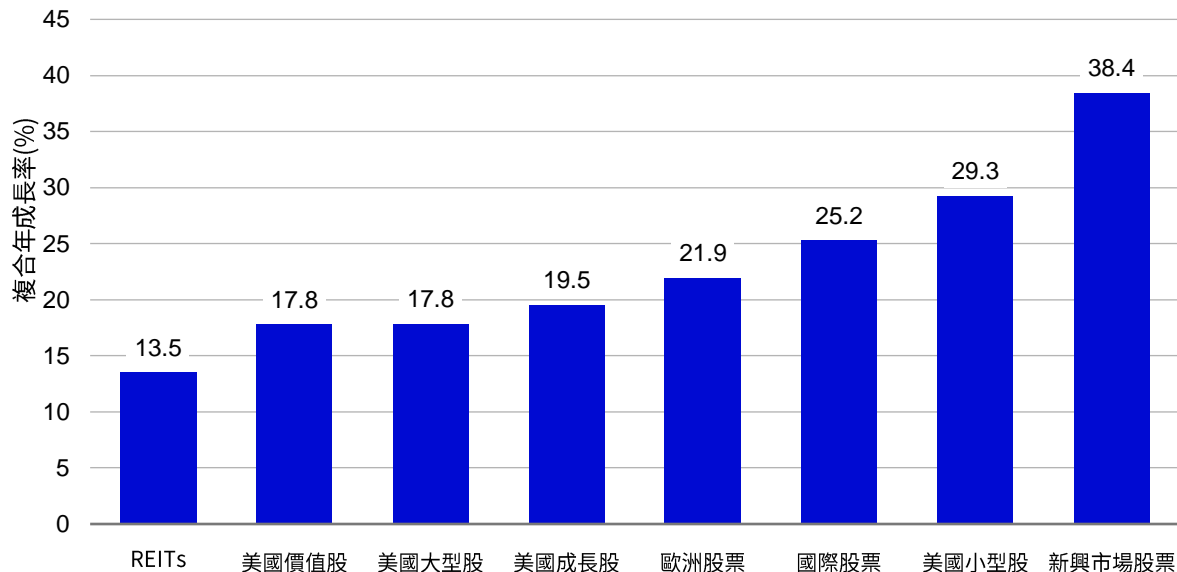
- 以實際貿易加權匯率衡量，美元仍遠高於歷史平均水準。我們認為，這一情況會維持一段時間，但不會長期持續。因此，我們預期美元將貶值。

### 刺激因素

- 利差通常會推動短期貨幣變動。美元在2022及2023年間因聯準會激進緊縮政策而走強，此舉也擴大了美國政府債券與其他地方債券之間的利差。然而，鑑於市場對聯準會放寬的預期，我們預期利差走勢將與美元相反。
- 各國貨幣的匯率通常被認為會偏離長期公允價值，並會偏離一段時間。這通常是因為金融流動適應新環境的速度比商品與服務流動更快。

# 股票：貿易復甦可望有利於非美元資產及週期性、價值導向更強及市值較小的股票

自1988年以來摩根大通全球製造業採購經理人指數上升期間全球股市的表現



資料來源：彭博及景順，2022年12月31日。註：REITs = 富時NAREIT全股REITs指數。美國價值股 = 羅素1000價值指數。美國大型股 = 標準普爾500指數。美國成長股 = 羅素1000成長指數。歐洲股票 = MSCI歐洲指數。國際股票 = MSCI所有國家世界（除美國）指數。美國小型股 = 羅素2000指數。新興市場股票 = MSCI新興市場指數。美元價格回報。請參閱指數定義附錄。投資者不得直接購買指數。過往表現並非未來業績的保證。

## 重點

### 機會

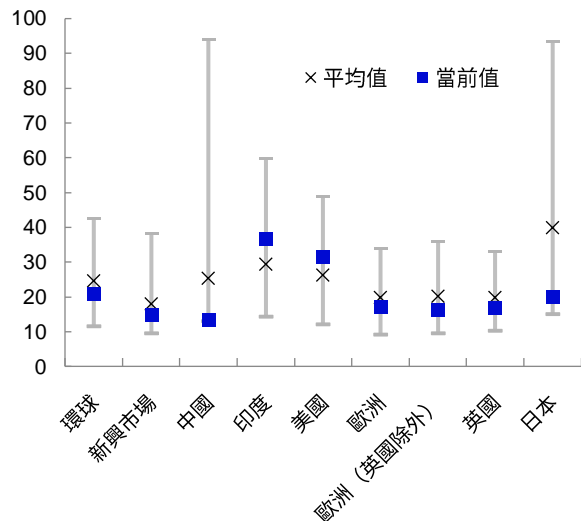
- **評價更具吸引力** — 近年來，全球價值股（包括新興市場、歐洲及小型股）的落後表現已經形成具有吸引力的機會。

### 刺激因素

- **聯準會緊縮結束** — 政策制定者似乎接近結束政策緊縮。
- **下半年成長復甦** — 全球產出成長通常有利於更具週期性的風險資產。我們預期在營運環境改善的情況下，全球價值股將重獲投資者青睞。
- **美元貶值** — 美元指數(DXY)應該會開始從當前高位回落，這應該有利於非美元資產。

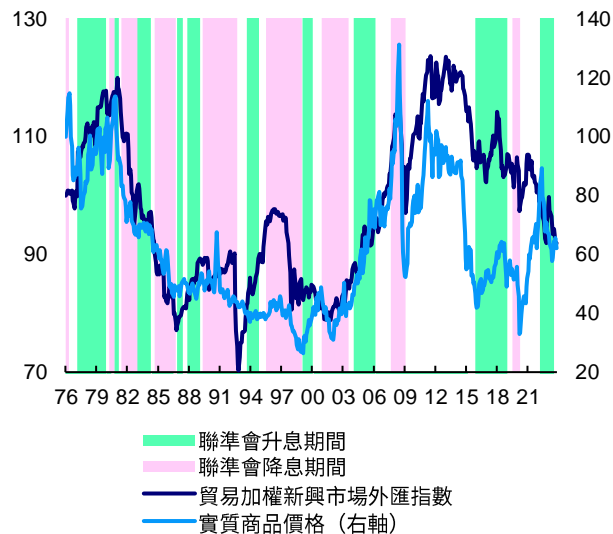
# 新興市場：價值相對良好

## 歷史範圍內的經週期調整本益比



附註：經週期調整本益比使用10年獲利移動平均值。基於1983年1月3日起（除了中國自2004年4月1日起、印度自1999年12月31日起，以及新興市場自2005年1月3日起）的每日數據，使用DataStream指數。截至2023年10月31日。資料來源：LSEG Datastream及景順。

## 新興市場貨幣、商品及聯準會



附註：過往表現並非未來報酬的保證。1976年1月至2023年10月的每月數據。實質貿易加權新興市場外匯指數為18種新興市場國家貨幣相對於美元的貿易加權平均值。實質調整使用全國CPI指數與美國CPI指數進行。實質商品價格指數基於標準普爾GSCI商品現貨價格指數，根據美國CPI指數作出調整。截至1976年1月，所有指數基數重設為100。截至2023年10月31日。資料來源：國際貨幣基金組織、經合組織、牛津經濟研究院、標準普爾GSCI、彭博、Refinitiv Datastream、景順。

## 焦點機會

- 我們認為，相較於已開發市場資產，新興市場資產的評價具吸引力。無論是債券或股票，我們認為為中期而言，新興市場資產的估值可能帶來高報酬。

## 刺激因素

- 過去，聯準會採寬鬆政策，新興市場資產則會表現不佳（在我們看來，這是因為恰逢全球經濟疲軟及商品價格下跌）。
- 我們懷疑本輪週期將持續為非典型週期，預計聯準會放寬政策將使美元走弱，而可能有利於新興市場貨幣。
- 自2011年前後商品泡沫見高點以來，新興市場貨幣有所貶值。在我們看來，短期內商品價格可能進一步走弱，但我們預期全球經濟最終復甦將有利於原物料、新興市場貨幣及資產。

# 固定收益：成長放緩及央行暫停升息可能對利率產生正面影響



## 全球存續期

- 最近幾個月，在成長優於預期之際，全球利率大幅上漲。
- 然而，隨著政策緊縮發揮效果，成長率應會放緩，進而可能減輕利率壓力。
- 我們預計隨著成長已經放緩，政策已經開始或很可能將要開始放寬，歐洲及中國預料將表現出色。
- 相反地，日本（貨幣政策風險高）及美國（經濟成長極其強勁）等市場更有可能表現不佳。



## 信貸觀點

- 在投資等級信貸方面，聯準會政策的不確定性對利差形成壓力，但目前評價看起來具吸引力。任何利率走穩都會推動增加投資等級配置。
- 高品質高收益的評價亦看似具吸引力，但「較高利率維持更長時間」可能對較低品質的高收益信貸構成挑戰。
- 相對於投資等級及其他信貸類別，新興市場信貸的整體吸引力不足。我們看好核心領域以外的機會，包括高收益新興市場。
- 市政債券及機構抵押貸款證券的評價看似具吸引力。市場對利率及利率波動趨穩的樂觀情緒應會支持這些類別。

## 景順環球固定收益團隊的觀點

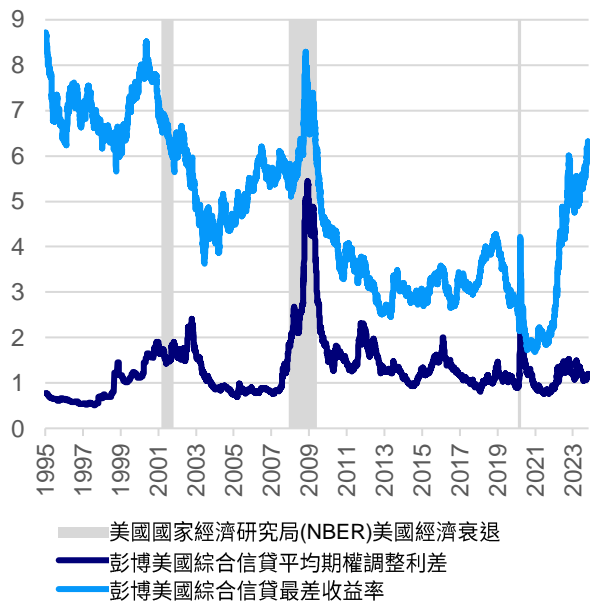


**Rob Waldner, CFA®**  
首席策略師

「聯準會已暫停升息，而且我們認為本輪升息週期很有可能要結束了。其他央行亦表明目前處於或接近升息週期尾聲，包括歐洲央行、英國央行及澳洲儲備銀行。已開發市場短期利率不斷上漲的結束，應會為債券市場帶來一定的穩定性，有助於減少利率波動性。我們認為升息週期接近此轉捩點，加上評價好轉，讓我們更看好風險資產。」

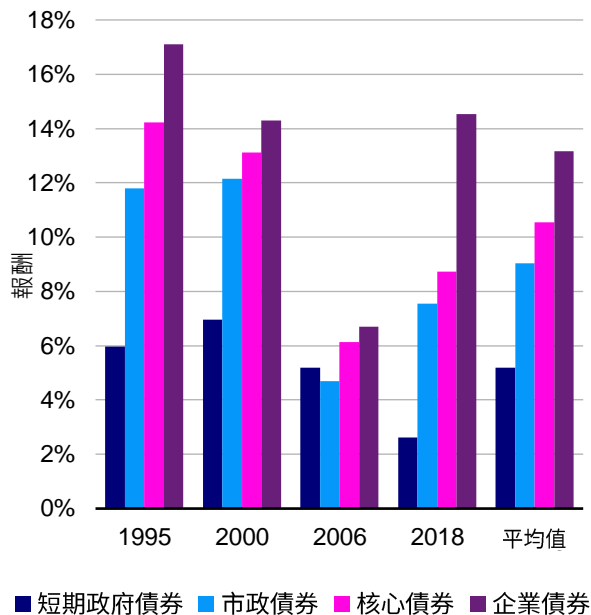
# 固定收益：目前債券提供引人注目的投資機會

信貸利差並不便宜，但收益率似乎具吸引力



資料來源：Macrobond、彭博及景順，截至2023年10月31日。

於升息週期結束後，信貸、核心債券及市政債券表現優於短期債券



附註：過往表現並非未來報酬的保證。

資料來源：彭博，2023年7月31日。關於指數定義，請參閱附錄一。投資者不得直接購買指數。

## 焦點機會

- 我們相信高品質信貸提供引人注目的投資機會。

## 刺激因素

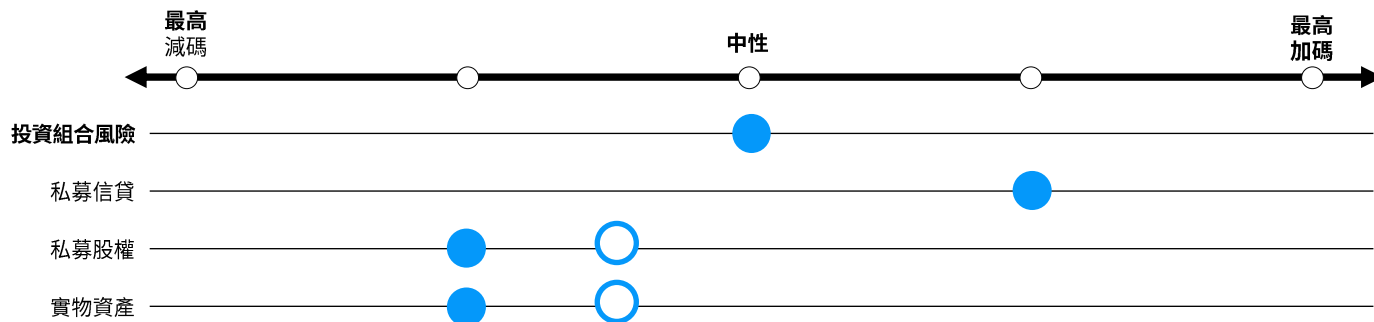
- 通膨下降** — 我們認為通膨已見高點，美國正處於反通貨膨脹進程。我們預計2024年通膨將持續回跌至接近央行目標水準。
- 貨幣緊縮結束** — 我們認為央行升息週期處於或接近尾聲。在我們看來，升息及利率波動創造的較高收益率是一個買入機會。
- 顛簸著陸** — 我們預期在成長放緩及通膨下降的環境下，投資等級企業將表現良好，且不會出現經濟衰退。企業基本面普遍穩健，大部份企業依然受惠於在近期利率走高之前的整體低融資成本。

# 另類投資：私募市場展望



Jeff Bennett, CFA®  
經理選擇總監  
景順解決方案團隊

- **私募信貸**：目前環境非常有利於執行保守型結構性交易。整體市場的新交易槓桿水準有所下降，同時貸款價值比指標大幅改善。鑑於信貸結構改善，目前完成的交易中，包含大量股權首先承擔損失（first-loss position）的條款。依絕對基準計算，槓桿信貸市場達到6兆美元，規模非常龐大，因此我們預期不良債權及特殊情況債務的投資機會將有所改善。商業房地產債務預計仍保持高吸引力，特別是具備有利融資管道的企業。
- **私募股權**：成長股策略備受高度關注，在本季每五項交易中，約有一項成長股交易，從中可見一斑。倘若排除外部併購交易，成長股交易量即將可能超過槓桿收購總量。這持續反映出相對於需要使用槓桿（在目前環境下成本高昂）的公司，能夠依賴自然成長推動回報的公司享有更有利的機會。
- **實物資產**：在高利率、收益率及上限利率持續上升下，資本市場被擾亂。雖然資產價值持續重新定價，但銀行著重於現有貸款狀況，因此提供的新流動資金有限，進而影響到所有主要市場的房地產交易。對於房地產主導的市場而言，雖然成長疲軟加上謹慎的市場情緒很有可能壓抑一些租戶需求，但對於不存在供應過剩的市場，基本面仍保持穩健。在基礎建設方面，雖然「乾火藥」（已募得但尚未投資的資金）歷來處於高水準，而且與房地產的評價相似，基礎建設評價並沒有得到基礎利率的支持，但近期基本面強勁，長期利多因素帶來支撐。





# 另類投資：商品展望



**Jeff Bennett, CFA®**  
經理選擇總監  
景順解決方案團隊



**David Gluch, CFA®**  
客戶投資組合經理  
景順環球資產配置(Invesco  
Global Asset Allocation)

## 儘管金屬的吸引力弱，但目前農業及能源的吸引力偏強

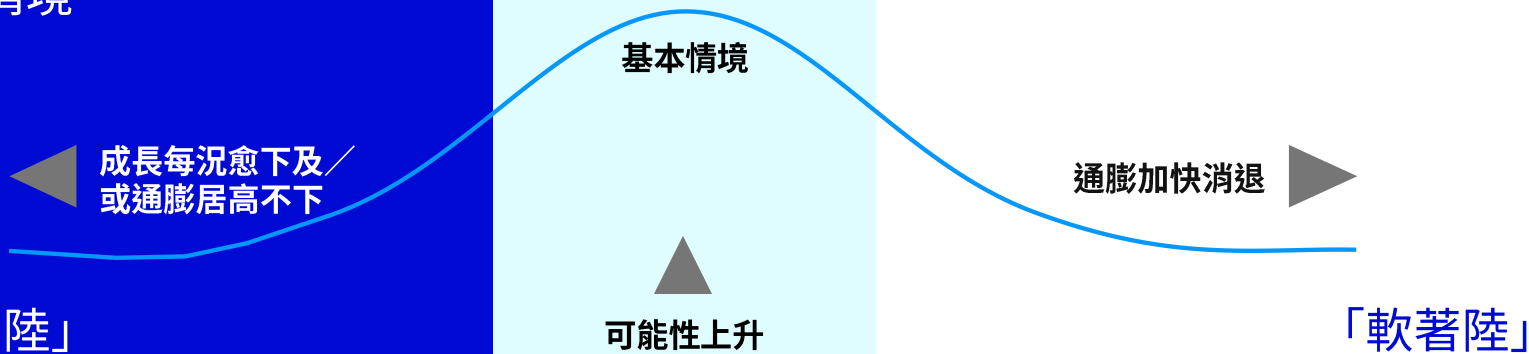
	總體	長期趨勢	評價	基本面
資產類別	具吸引力	具吸引力	具吸引力	不具吸引力
農業	具吸引力	具吸引力	具吸引力	具吸引力
能源	具吸引力	具吸引力	具吸引力	不具吸引力
工業金屬	不具吸引力	不具吸引力	具吸引力	不具吸引力
貴金屬	不具吸引力	具吸引力	不具吸引力	不具吸引力

在大部份子資產類別中，商品價格依然波動並在狹幅震盪，雖然我們的長期趨勢評估結果是目前仍具有淨吸引力，但我們想提醒投資者，商品價格變化莫測。在成為2023年到5月為止表現最差的子資產類別之後，於6月至9月期間，能源強勁反彈，布倫特原油測試了每桶100美元的關鍵心理水準。石油輸出國組織減產，加上俄羅斯減少出口以及精煉產品的利潤率上升，推高了能源價格，推動能源擺脫了2022年底形成的廣泛及小範圍浮動交易模式。在央行普遍暫停升息之際，夏季長期利率上升，進一步阻礙了工業金屬的發展。不溫不火的中國經濟及綠色能源製造業需求走軟，使得工業金屬持續受到壓力。黃金是基準指標的最大部位，在實質收益率上升及美元強勢下，黃金表現非常穩健。中東衝突的爆發，因避險資產需求，提振了黃金的表現。聖嬰現象對糖等熱帶軟商品的影響有助於農業的整體吸引力趨勢。

評價方面，採用現貨價格與指數加權五年平均價格比較法，雖然得分目前具有淨吸引力，但淨吸引力非常小。由於黃金是彭博商品指數的最大部位，金價的韌性不僅挫傷貴金屬，而且拖累更廣泛的指數。能源評價仍具吸引力，但在夏季上漲後吸引力有所減弱，同時小麥價格暴跌使農業出現淨吸引力。由於價格全線下跌，工業金屬的評價得到最大改善。

以年度利差衡量的基本面不具淨吸引力，主要由於彭博指數中的天然氣權重大及最大部位的黃金因其利差交易受殖利率曲線持續倒掛影響而不具吸引力。精煉產品及石油以及豆粕、大豆油、糖及咖啡的利差仍是最高。

## 另類投資情境



- 我們認為「硬著陸」可能是兩個潛在推動因素之一。無論是哪種情況，投資影響的最終結果將會相似，但短期表現將可能有所不同。
  1. 一個已成定局的政策錯誤藉由政策緊縮的長期及變化無常的滯後效應產生影響，而事實證明美國經濟不堪重負，難以因應這樣的後果。在此情況下，我們預期經濟成長將顯著疲軟及政策更快放寬。
  2. 通膨仍高促使政策制定者在更長時間內保持較高利率，進而產生比我們目前預期更大的經濟影響。

- 我們亦考慮美國的上行情境，其中供給側衝擊消退或早已消失，以及需求面溫和降溫使得通膨放緩，進而提振經濟。
- 在此「軟著陸」情境中，美國經濟目前正處於（或甚至正在退出）週期中期的放緩階段，並於2024年上半年經濟重新加速成長。
- 我們預期相對於基本情境，核心通膨將勢必沿著更平滑的軌跡下降，促使聯準會能夠更早放寬政策。
- 於美國之外，我們預期歐元區等盈餘經濟體以及雙赤字新興市場有望從此環境中受益。

## 硬著陸

通膨居高不下、成長放緩

政策緊縮的長期滯後效應或者持續的高通膨刺激政策進一步緊縮，都可能引發硬著陸。不管是哪種情況，投資影響相似，但短期表現將很可能有所不同——長存續期債券及股票很可能在早期硬著陸情境中更早表現出色，但在持續高通膨的情境中則表現不佳。

### 我們看好的資產...

- 現金
- 固定收益：長存續期主權債券
- 股票：防禦型類股，例如：消費必需品及健康護理
- 貨幣：非美元、非商品防禦性貨幣，例如：瑞士法郎、日圓

## 顛簸著陸

2024年持續反通貨膨脹，上半年經濟成長放緩，下半年經濟成長重新加速

2024年上半年，經濟成長放緩至低於趨勢水準，但隨著通膨下降、政策開始放寬以及實質工資成長走穩，下半年經濟成長重新加速。早在2023年第4季，市場很可能開始消化經濟先放緩、隨後開始復甦的情境。歐洲及英國的成長狀況相對較差。在2024年上半年，中國經濟成長很可能面臨挑戰，但將在2024年稍晚將有所改善。

### 我們看好的資產...

- 股票：
  - 週期股，包括價值股及小型股
  - 新興市場亞洲股票，包括中國股票
- 固定收益：
  - 長存續期配置
  - 美國投資等級及新興市場亞洲本地債券
- 貨幣：非美元外匯

## 軟著陸

反通貨膨脹加速、成長更佳

美國供給面衝擊消退，需求面溫和降溫使通膨放緩，進而提振經濟。在此情況下，美國經濟正處於（或者正在退出）週期中期的放緩階段，並於2024年上半年經濟重新加速成長。美國核心通膨將勢必沿著更平滑的軌跡下降，促使聯準會更早放寬政策，進而帶來正面的溢出效應。

### 我們看好的資產...

- 固定收益：高收益信貸
- 股票
  - 歐洲及新興市場
  - 價值股及小型股
  - 基礎資源、工業
- 貨幣：澳幣、加幣
- 商品：工業商品，特別是金屬

# 戰術性資產配置： 宏觀框架

附註：經濟可能在此框架中前進及倒退。

經濟體制

**復甦**  
成長位於趨勢 ▼ 以下且  
▲ 持續加速

**擴張**  
成長位於趨勢 ▲ 以上且  
▲ 持續加速

**放緩**  
成長位於趨勢 ▲ 以上但  
▼ 持續放緩

**收縮**  
成長位於趨勢 ▼ 以下但  
▼ 持續放緩

貨幣政策走向

持續放寬



持續緊縮



緊縮



放寬



市場領導力，依預期表現先後排序

<b>風險信貸</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>高收益、銀行貸款</li> <li>新興市場硬貨幣</li> </ul>	<b>股票</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>評價、規模、動能</li> <li>新興市場</li> </ul>	<b>股票</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>品質、低波動</li> <li>防禦股、已開發市場</li> </ul>	<b>政府債券</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>長存續期</li> <li>名目債券</li> </ul>
<b>股票</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>規模、評價、週期股</li> <li>新興市場</li> </ul>	<b>風險信貸</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>高收益、銀行貸款</li> <li>新興市場硬貨幣</li> </ul>	<b>政府債券</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>長存續期</li> <li>名目債券</li> </ul>	<b>高品質信貸</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>投資等級企業債券</li> <li>投資等級證券化債券</li> </ul>
<b>高品質信貸</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>投資等級企業債券</li> <li>投資等級證券化債券</li> </ul>	<b>高品質信貸</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>投資等級企業債券</li> <li>投資等級證券化債券</li> </ul>	<b>高品質信貸</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>投資等級企業債券</li> <li>投資等級證券化債券</li> </ul>	<b>風險信貸</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>高收益、銀行貸款</li> <li>新興市場硬貨幣</li> </ul>
<b>政府債券</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>中等存續期</li> <li>名目債券</li> </ul>	<b>政府債券</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>短存續期</li> <li>通膨掛鉤債券</li> </ul>	<b>風險信貸</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>高收益、銀行貸款</li> <li>新興市場硬貨幣</li> </ul>	<b>股票</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>品質、低波動、動能</li> <li>防禦股、已開發市場</li> </ul>

僅供用作說明用途。我們將政策放寬定義為美國聯準會降息及／或擴大其資產負債表規模。持續放寬表示美國聯準會維持降息政策及／或保持債券購買計劃。持續收緊表示美國聯準會削減資產購買規模及／或開始升息。緊縮政策表示美國聯準會透過升息紓解通膨憂慮。無法保證這些趨勢將於未來持續下去。

# 附錄一

## 第8頁圖表的附註：

- **聯準會寬鬆及殖利率曲線趨陡時，長期債券表現領先**  
「升息期間」描述美國聯準會上調政策利率的期間。「殖利率曲線（10年期-2年期，%）」描述10年期美國國庫券殖利率與2年期美國國庫券殖利率之間的差異。「總回報指數（10年期／2年期，1976年6月1日 = 1.00）」描述10年期美國國庫券與2年期美國國庫券的總回報指數之間的比率，於1976年6月1日基準重設為1.0。總回報使用各自的每日殖利率走勢計算，以得出價格走勢，並且添加到收益流（假設每日出售並重新買入，以保持固定到期日期）。資料來源：Refinitiv Datastream及景順環球市場策略部。
- **殖利率曲線趨陡時，債券往往領先股票**  
「國內生產總值加權殖利率曲線」為10個經濟體（澳洲、巴西、加拿大、中國、歐元區、印度、日本、俄羅斯、英國及美國）的平均值10年期殖利率減去2年期殖利率比較結果，以國內生產毛額加權計算。「債券／股票」基於美元總回報指數，由MSCI世界指數除以ICE BofA環球政府債券指數。資料來源：ICE BofA、MSCI、Refinitiv Datastream及景順。

## 第10頁圖表的附註：

- **戰爭對市場的影響通常比人們擔憂的更少**  
基於標普500指數（或在Robert Shiller建立該指數之前，基於美國股市等同指數）於一戰、二戰、古巴導彈危機、贖罪日戰爭、科威特戰爭及伊拉克戰爭各衝突事件爆發起計五年內的每月表現。對於各情景，指數基準初始重設為100（月份0），隨後計算接下來的60個月。資料來源：Robert Shiller、彭博及景順。

## 第15頁圖表的附註：

- **於升息週期結束後，信貸、核心債券及市政債券表現優於短期債券**  
短期政府債券由標準普爾0-1年期美國國庫券指數代表。市政債券由彭博美國市政債券指數代表。核心債券由彭博美國綜合債券指數代表。企業債券由彭博美國企業債券指數代表。

## 第9頁圖表的附註：

- 截至2023年8月31日的數據。上圖描述自1974年以來聯準會在寬鬆週期中首次降息前後12個月全球資產的總回報，下圖描述在相同情況下美國資產的總回報。所有資產於每個寬鬆週期的資料並不存在。資料來源：ICE、ICE BofA、FTSE Russell、MSCI、標準普爾GSCI、Refinitiv Datastream及景順環球市場策略部。**政府債券**：歷史及預期收益率及回報基於ICE BofA政府債券指數環球指數（自1985年12月31日起）及美國指數（自1978年1月30日起）的歷史表現。**企業投資級別債券**：ICE BofA投資級別企業債券指數環球指數（自1996年12月31日起）及美元指數（自1973年1月31日起）的歷史表現。**企業高收益債券**：美銀美林高收益指數美元指數（自1986年8月29日起）及環球指數（自1997年12月31日起）的歷史表現。**股票**：我們使用MSCI基準指數環球及美國指數（自1969年12月31日起）的歷史表現計算預期回報及計算長期總回報。**房地產**：我們使用FTSE EPRA/NAREIT指數美國指數（自1989年12月29日起）及環球指數（自2005年2月18日起）的歷史表現。**商品**：標準普爾高盛商品總回報指數自1969年12月31日起的歷史表現。

## 警語

投資附帶風險，投資標的及投資地區可能之風險如市場(政治、經濟、社會變動、匯率、利率、股價、指數或其他標的資產之價格波動)風險、流動性風險、信用風險、產業景氣循環變動、證券相關商品交易、法令、貨幣、流動性不足等風險。且基金交易係以長期投資為目的，不宜期待於短期內獲取高收益，投資人宜明辨風險，謹慎投資。詳情請參閱基金公開說明書或投資人須知。本文提及之經濟走勢預測不必然代表基金之績效，基金投資風險請詳閱基金公開說明書。Inv23-0381

景順投信 獨立經營管理  
景順證券投資信託股份有限公司  
台北市信義區松智路1號22樓  
客服專線：0800-045-066  
網址：[www.invesco.com/tw](http://www.invesco.com/tw)