

惠理基金
始於1993

2024年市場展望

迎接市場新風向

2023年12月

www.valuepartners-group.com





目錄

2023年回顧 04

亞洲投資展望 06

- 亞洲股票展望
- 亞洲固定收益展望

摘要 20

- 2024年全球資產配置觀點



2023年回顧

正如我們所預期，大多數亞洲股市在2023年充滿挑戰，期間出現大量不確定因素。

鑑於投資者對中國經濟重新開放帶來的刺激作用抱有高度期望，並認為這將利好整個亞洲地區，市場在年初時表現強勁。然而，儘管政府宣布一些扶持措施，但中國房地產行業持續受困，繼續打擊消費者信心，並拖累整體經濟，樂觀情緒因此迅速消退。

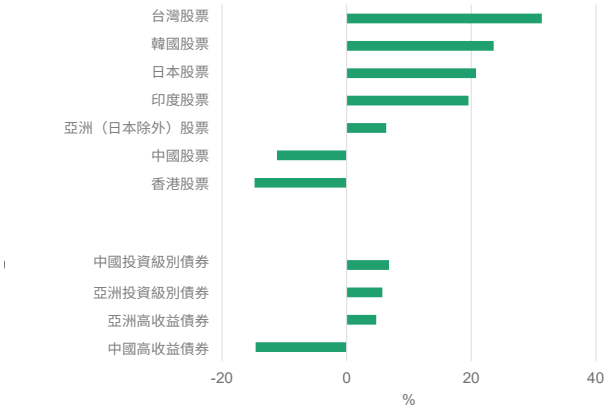
這亦導致亞洲高收益債券市場陷入困境，因為即使2022年出現數宗違約事件，中國房地產發展商佔該市場的比重在年初仍然很高。一如股票市場，亞洲高收益債券市場在年初的氣氛樂觀，但由於中國房地產銷售在經濟重新開放後仍然低迷，該市場在第二季開始調整。隨著一家被視為「財政狀況穩健」的大型民企發展商在年底前違約，市場其後進一步惡化。儘管中國政府宣布推出更多扶持措施，但由於投資者信心脆弱，市場在2023年餘下時間內維持波動。

從宏觀經濟的角度來看，不同地區持續的通脹壓力促成歷來最迅速及最強烈的全球性貨幣緊縮週期之一，範圍涵蓋美國、歐洲以及亞洲大部分地區，包括長期處於通縮狀態的日本。聯儲局的緊縮政策最為激進，導致美元大幅升值。由於人民幣的下行壓力有可能加劇，這限制了中國進一步放寬政策以支持經濟的靈活性。另一方面，日本擺脫「通縮陷阱」，帶動其股市成為亞洲表現最佳的股市之一（以日圓計算）。這次加息週期亦對固定收益產生影響，因為債券收益率上升導致投資級別債券的回報缺乏吸引力，而對貨幣市場及短期投資的需求則急劇增加。

從地緣政治的角度來看，中美關係依然相當微妙，因為美國繼續加強對中國的投資限制，而此前的新冠疫情亦導致一些企業重組供應鏈以納入南亞地區。因此，即使估值已經偏高，但印度等部分股市在2023年仍表現強勁。

另一個「改變市場」的發展是人工智能的迅速採用和普及，ChatGPT-4的推出開始徹底改變多家不同企業的運作模式。這亦導致對科技硬件的需求大幅增加，而由於科技供應鏈佔台灣及韓國股市較高比重，兩個市場均錄得雙位數回報。

2023年亞洲不同資產類別的表現



資料來源：彭博，截至2023年12月。貨幣單位為美元。參考MSCI指數回報作為地區股票表現的依據。



全球性及地區性宏觀經濟及地緣政治因素在2023年對亞洲資產構成重大影響，並將在2024年以不同方式繼續主導市場。我們預計市場形勢將逐漸改變，在2023年推動部分市場及資產上升的利好因素將會消退，而其他市場及資產面對的重大不利因素造成的阻力亦會減弱，從而導致2024年在某程度上出現均值回歸。



亞洲投資展望

上述全球性及地區性宏觀經濟及地緣政治因素在2023年對亞洲資產構成重大影響，並將在2024年以不同方式繼續主導市場。我們預計市場形勢將逐漸改變，在2023年推動部分市場及資產上升的利好因素將會消退，而其他市場及資產面對的重大不利因素造成的阻力亦會減弱，從而導致2024年在某程度上出現均值回歸。

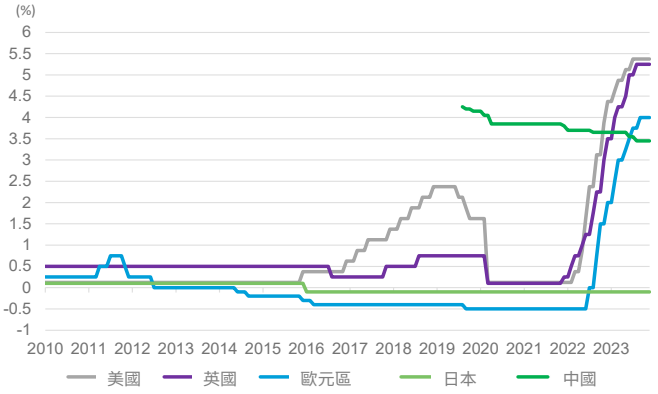
主要投資主題－迎接市場新風向

1) 通脹與貨幣政策－由亞洲的不利因素變成利好因素

儘管新冠疫情似乎已經遠去，但疫情的持續影響仍然明顯，尤其是對經濟及通脹的影響。然而，好消息是我們現已接近「結束的開始」，最終會回歸「正常」。

全球通脹壓力已逐漸緩解，通脹回落的趨勢有可能延續至2024年。在2023年最後一次聯邦公開市場委員會會議上，聯儲局確認該央行已完成加息，而根據其點陣圖預測，聯儲局可能在2024年減息最多75個基點。歐洲央行及英倫銀行等其他主要央行亦有可能採取類似舉措。鑑於日本正處於貨幣週期較早階段，日本銀行可能仍然是個例外。

央行主要政策利率

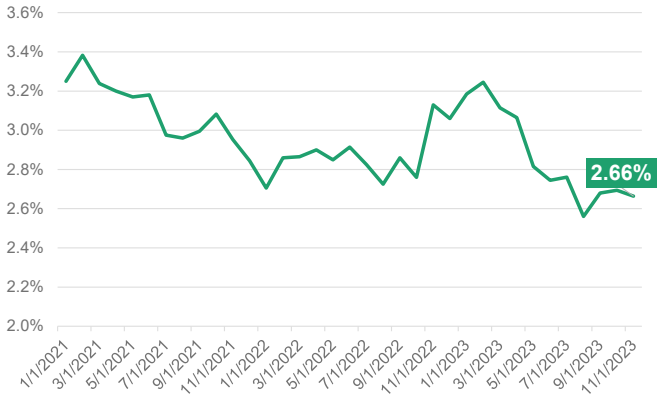


資料來源：彭博， 2023年。使用1年期貸款市場報價利率來代表中國的短期利率。

貨幣政策由不利因素改變為利好因素的趨勢有可能利好風險資產。我們認為亞洲可能最為受惠，因為此趨勢為亞洲央行實施更強力寬鬆政策創造了條件，特別是中國。2023年，貨幣緊縮及中國經濟復甦不如預期對人民幣造成貶值壓力，限制了中國人民銀行推出進一步貨幣刺激措施以支持經濟的靈活性。同樣，亞洲其他國家的央行亦需要保持審慎立場，並實施一些緊縮措施，以管理通脹及貨幣貶值風險。

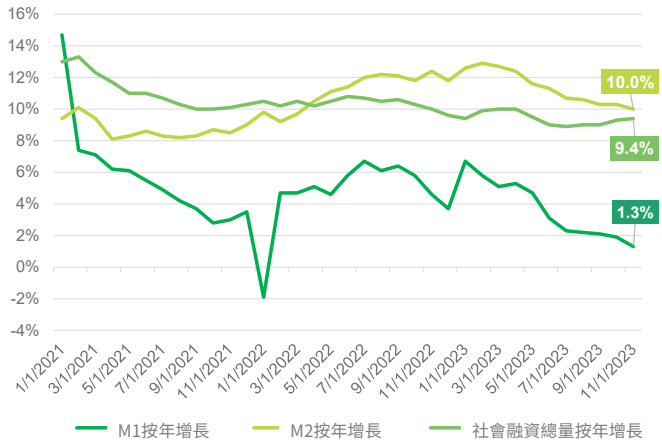
隨著美元的強勢減弱，經濟週期開始轉向，亞洲央行將有充裕空間放寬貨幣政策。這對於中國而言尤其明顯，因為最近的數據顯示其經濟面臨通縮風險，因此有需要並預計將採取更多非週期性寬鬆措施。我們認為，當局將在2024年將進一步下調存款準備金率及貸款市場報價利率，同時採取其他形式的寬鬆政策，以改善融資及貨幣環境，而由於最新數據顯示經濟進一步放緩的風險加劇，這些措施有可能在上半年推出。

10年期中國國債收益率仍然處於低位



資料來源：彭博，截至2023年11月。

貨幣環境仍然寬鬆，但需求減弱

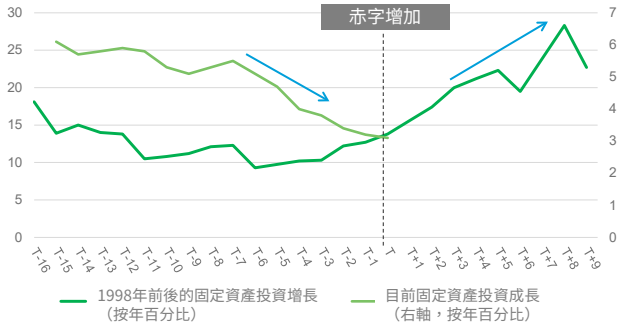


資料來源：彭博，截至2023年11月。

2) 經濟增長－中國經濟復甦延遲，但並非脫軌

由於第一季後的宏觀數據疲弱，2023年年初重新開放後的興奮情緒迅速消退。正面來看，政策扶持措施在7月後加快推出，凸顯了中國政策制定者對經濟增長的承諾。除了減息及下調存款準備金率外，當局亦宣布一系列寬鬆及扶持措施刺激經濟，包括在2023年10月出乎意料地宣布發行1萬億元中央政府債券，將中央預算赤字佔國內生產總值的比重由3.0%擴大至3.8%。

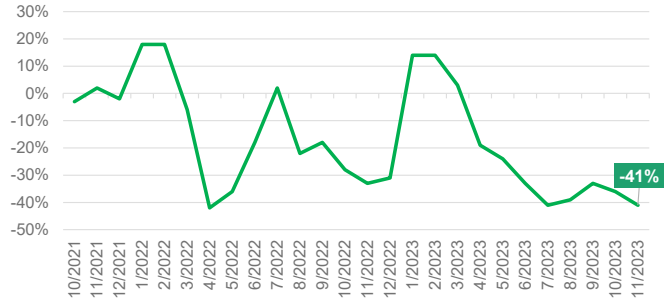
歷史數據顯示，年中預算赤字增加後，
固定資產投資可能加速增長



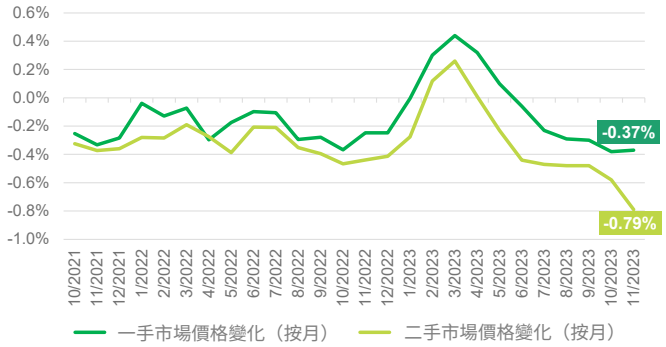
資料來源：萬得，里昂證券，截至2023年10月。

然而，由於房地產市場連同相關的上下游產業佔中國國內生產總值接近25%，房地產市場長期疲弱有可能持續拖累市場情緒。我們認為，新屋銷售可能在短期內持續放緩，從而影響財富效應及消費需求。因此，2024年的關鍵在於政府會否實施進一步扶持政策以幫助陷入困境的房地產市場，尤其是為面臨融資困難的發展商緩解壓力的具體措施。我們認為，穩定的中國房地產市場對於消費者信心的持續復甦及經濟增長動力進一步回升至關重要。

新屋銷售價值與4年平均值的比較



房地產價格下行壓力加劇



資料來源：國家統計局，摩根大通，截至2023年11月。

我們亦預計政府在制定解決持續的地方政府債務問題的綜合方案方面將有更大進展，此問題去年一直是市場的另一個主要憂慮。相關方案或包括一系列措施，例如地方政府融資平台的債務重組、與中央政府進行債務互換，以及／或以較低利率及較長期限進行債務重組／再融資。這方面的關鍵是要密切注意中央政府會否增加槓桿並為地方政府承擔更多債務。進一步的細節可能會在黨即將舉行的重要經濟會議上公布，包括黨代表大會的「三中全會」。

整體而言，我們預計中國經濟將呈U型復甦，並得到中央政府更多支持。

3) 走勢趨同導致表現分歧－識別出合適的行業與策略

2023年，包括亞洲在內的全球市場的特徵是由人工智能及科技為重點的投資主題主導。ChatGPT-4以及更多人工智能模型及應用程式是推動增長及市場回報的主要動力。與此同時，全球經濟走勢分歧，加上經濟增長及通脹形勢以及貨幣政策不同步，導致市場、行業與投資風格之間的回報出現顯著差異。

隨著上述宏觀經濟趨勢趨同，我們預計市場的廣度將會改善，均值回歸的力量將導致行業與策略的回報出現分歧。

首先，以股息為重點的股票投資策略可能會因貨幣政策放寬而受惠。在接近零利率的時期，投資者被迫承擔更高風險，透過配置高收益債券及收息股等資產類別來產生收益。相關配置的走勢在2022年及2023年大致逆

轉，因為利率及債券收益率迅速顯著上升，投資者重新配置投資級別債券及貨幣市場工具以降低風險。現在，隨著利率及收益率開始回落，此趨勢有可能開始逆轉。因此，我們預計以股息為重點的策略在2024年將表現理想。全球方面，從估值的角度來看，我們認為亞洲股票仍然大致吸引。亞洲的經濟增長與世界其他地區趨同可能會導致估值上的均值回歸，進一步推動亞洲股市在未來一年實現強勁回報。

科網泡沫時期



	MSCI所有國家（日本除外）高息股指數	廣泛市場	表現領先幅度
淨回報變化	+18.2%	+5.9%	+12.3%

	2000年12月	2002年5月
聯邦基金目標利率	6.5	1.75

全球金融危機



	MSCI所有國家（日本除外）高息股指數	廣泛市場	表現領先幅度
淨回報變化	+30.0%	-2.0%	+32.0%

	2007年12月	2010年12月
聯邦基金目標利率	4.25	0.25

資料來源：彭博。

歐債危機



	MSCI所有國家（日本除外）高息股指數	廣泛市場	表現領先幅度
淨回報變化	+10.2%	+1.2%	+9.0%

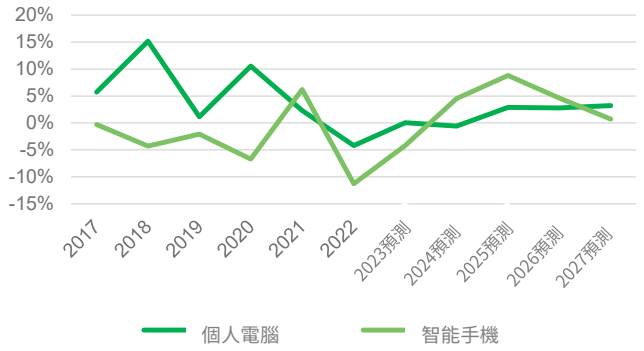
	2010年12月	2012年12月
聯邦基金目標利率	0.25	0.25

資料來源：彭博。

其次，隨著貨幣週期改變，以股息為重點的行業的市場領導地位亦有可能發生變化。由於淨息差在過去兩年改善，利率上升利好銀行等金融公司。與此同時，房地產投資信託及公用事業等依賴較高槓桿的行業因利息成本上升而受到影響。隨著貨幣政策開始放寬，兩個行業的表現可能會在未來數季出現均值回歸。同樣，如果中國推出更多刺激措施，消費支出有望改善，可能會導致2023年表現大幅落後的消費行業出現均值回歸交易。投資者應關注的另一資產類別是黃金，因為即使在貨幣緊縮週期，黃金亦展現出韌性。因此，投資者應花時間考慮有可能因宏觀經濟趨勢趨同而出現分歧的行業。

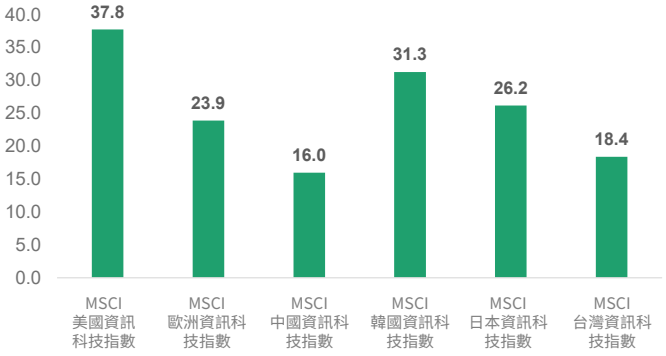
最後，部分在2023年表現領先的股票有可能在2024年繼續跑贏大市，其中最大機會跑贏的是科技股。利率下跌通常利好增長股。雖然人工智能相關股票的回報在2023年推高估值，但由於該科技迅速普及並產生強勁需求，加上目前的利息及收益率下降，預計在2024年將繼續利好科技相關股票。我們亦發現消費電子產品週期呈觸底反彈的跡象，有可能進一步增加整個行業在2024年的潛在市場回報。話雖如此，由於估值偏高，波動性有可能增加，因此選股將是捕捉機會及管理風險的關鍵。

全球智能手機及個人電腦收益正觸底回升



資料來源：麥格理，國際數據資訊，2023年12月。

亞洲科技行業的估值吸引



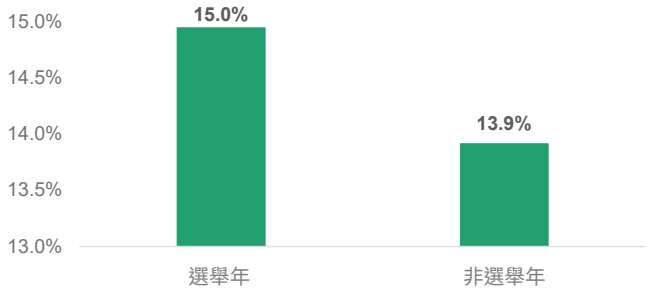
資料來源：彭博，2023年11月。

4) 地緣政治－持續的波動來源

受烏克蘭與俄羅斯衝突、中美關係以至最近的以色列-加沙衝突影響，地緣政治在過去數年一直是市場波動的持續來源。此趨勢不太可能改變，我們預計地緣政治將在2024年將繼續波動。

雖然全球各地將舉行多場選舉，但最觸目的是2024年下半年的美國總統大選。預計圍繞中美關係的問題將繼續成為焦點，尤其是考慮到對中國採取強硬立場仍然是美國兩黨的共識。隨著美國大選在年初展開，預計有關中美關係的消息將不斷增加，有可能引發波動。

標普500指數年化實際市場波動率
（1986年至2023年）



資料來源：惠理基金，彭博，根據月度回報計算，截至2023年12月。

投資者亦應關注亞洲部分重要選舉，尤其是台灣（2024年1月）、印尼（2024年2月）、韓國（時間待定）及印度（2024年6月）。視乎選舉結果，所有這些選舉均可能導致政策方向、國際關係以及中國與東盟及其他北亞國家之間的關係發生變化。所有選舉結果均可能觸發亞洲資產出現波動。因此，雖然我們對亞洲在2024年的前景整體保持樂觀，但我們亦認為，密切關注風險管理對於駕馭2024年日益複雜的投資格局及地緣政治環境至關重要。

我們預計以股息為重點的股票策略在2024年將表現理想。全球方面，從估值的角度來看，我們認為亞洲股票仍然最為吸引。亞洲的經濟增長與世界其他地區趨同可能會導致估值上的均值回歸，進一步推動亞洲股市在未來一年實現強勁回報。







亞洲投資展望

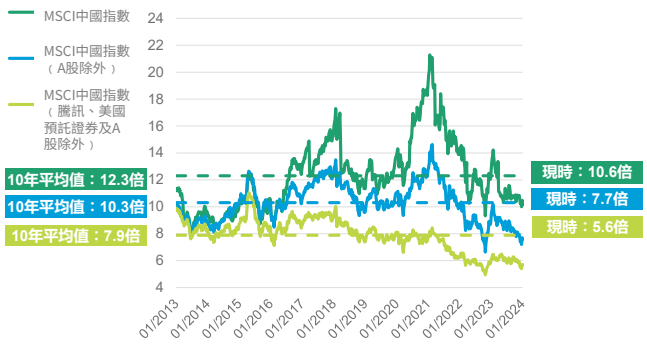
亞洲股票展望

從宏觀角度來看，雖然中國在2023年的經濟增長不平衡，但在更多扶持政策及中美緊張局勢緩和的帶動下，中國近期已顯示出穩定跡象。亞洲其他地區仍有個別投資機會，這些地區有強大的國內市場作後盾，因此在面對更廣泛的環球不利因素時更為穩健。整體而言，我們認為選股仍然至關重要，特別是我們預計市場踏入2024年時將繼續個別發展。

以下是我們對亞洲各股市的詳細展望：

中國股票：我們對中國股票的看法審慎樂觀，預計市場將在2024年下半年出現更顯著的復甦。短期經濟挑戰仍然存在，但隨著貨幣週期轉向，我們預計當局將推出更強力的扶持政策，導致未來數年逐漸出現「U 型」復甦。我們亦認為，中國市場的低估值股票具吸引力，並有可能出現均值回歸，在2024年進一步推動回報。

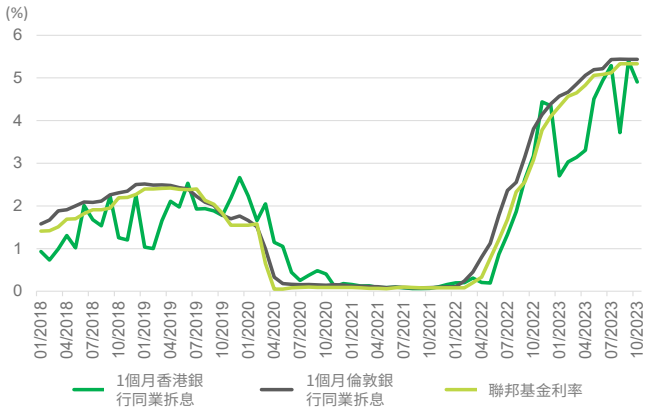
中國市場市盈率（倍）



資料來源：彭博，中金公司，截至2023年12月。

香港股票：如同中國股票，我們對香港股票看法審慎樂觀。然而，我們應注意香港股票面對的經濟挑戰可能更難解決。高昂的物業價格、租金及勞動力成本持續對企業構成壓力。這些問題可能需要更長時間來解決。市場亦更容易受到國際資本影響，如果地緣政治風險持續增加，市場或會出現更大波動。話雖如此，相反的情況亦有可能發生。如果中國出現週期性復甦，這將利好香港股票，因為國際資本可能會迅速重返市場以把握相關機會。與中國股票一樣，香港股票的估值低迷，因此應為長期投資者提供吸引的入市點，同時亦帶來緩衝，減低進一步大幅下跌的風險。

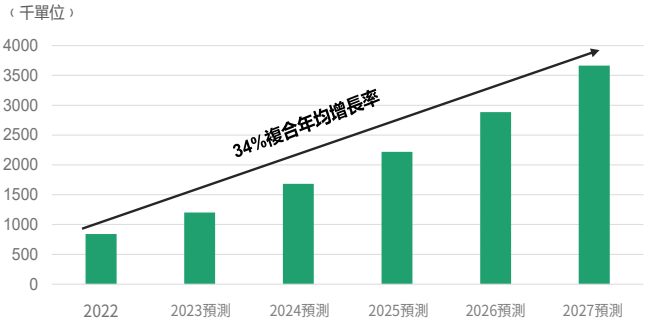
高利率是香港的主要拖累因素，
但未來情況或會改善



資料來源：萬得，里昂證券，截至2023年10月。

台灣股票：受人工智能、自動駕駛及電動車以及擴增實境及混合實境設備等其他新科技的正面趨勢帶動，台灣成為2023年表現較佳的亞洲股市之一。我們認為這些趨勢能夠繼續為台灣科技公司帶來新的商機，加上消費電子產品的下行週期有望逆轉，尤其是個人電腦及智能手機需求，這些趨勢使台灣市場有潛力在未來一年繼續表現理想。然而，投資者需要密切關注地緣政治事件，特別是即將舉行的台灣大選以及更廣泛的中美關係、通脹壓力及利率，這些因素均可能對台灣產生影響並引起波動。

對人工智能相關硬件的強勁需求
利好台灣科技公司的前景

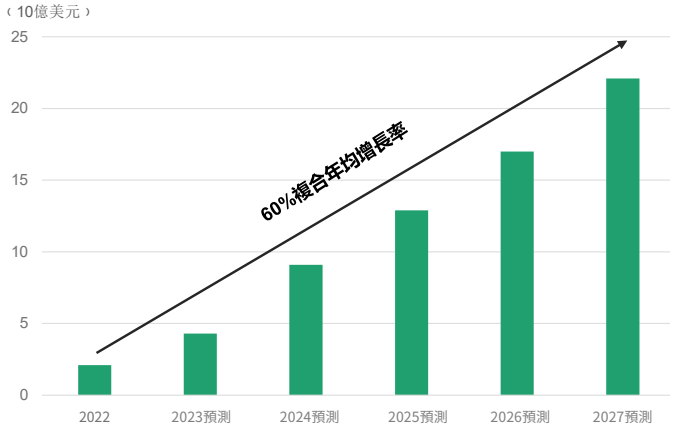


資料來源：彭博行業研究，里昂證券，Trend Force，2023年8月。

韓國股票：韓國市場在2023年跌宕起伏，市場在年初因對科技行業的樂觀預期而造好，但樂觀氣氛卻被近期的跌勢抵銷。展望2024年，我們看好韓國市場，因為由半導體主導的出口前景有所改善，而此趨勢亦應彌補韓國國內消費疲弱的部分影響。然而，市場波動可能維持高企，尤其是考慮到韓國政府最近推出的沽空禁令將持續至2024年上半年。

整體而言，我們在韓國市場發現個別投資機會，並看好能夠受惠於結構性增長及全球擴張前景的行業，包括半導體價值鏈、美容及汽車業。與此同時，我們認為市場的低估值領域（反映在低市帳率上）或會提供下行保障，以抵禦地緣政治緊張局勢及通脹升溫的風險。

高頻寬記憶體產品不斷增長的需求將帶動韓國資訊科技公司的表現，尤其是記憶體行業的公司

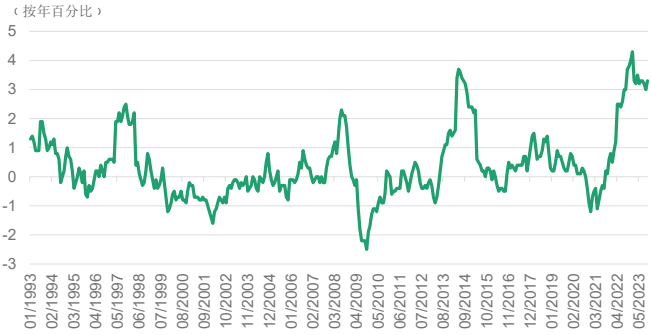


資料來源：彭博行業研究，里昂證券，Trend Force，2023年8月。

日本股票：鑑於宏觀環境複雜並在某程度上互相矛盾，我們對日本股票持輕微審慎及可說是逆向的投資觀點。一方面，日本銀行擴大收益率曲線控制政策的區間，並承諾維持超寬鬆貨幣政策。另一方面，廣泛及持續的財政刺激措施旨在進一步刺激經濟，對2%的通脹目標構成上行風險（最近公布的消費物價指數已上升至約3%）。因此，我們認為日本銀行維持負利率政策及收益率曲線控制措施的時間越長，屆時的經濟成本就越高。這亦將是日本在二十多年來首次面對利率上升，為消費者及投資者帶來額外的不確定性。我們認為，這些現實可能會導致貨幣及股市的短期波動加劇。

日本可能在多年來首次因高通脹而收緊貨幣政策

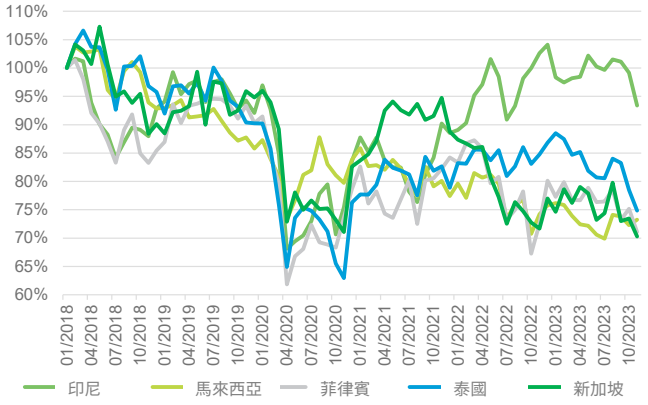
日本消費物價指數



資料來源：彭博，截至2023年10月。

東南亞股票：由於美國加息及中國經濟增長疲弱限制了東南亞市場的表現，該市場在2023年個別發展，整體表現遜色。隨著這兩個因素均有望在2024年改善，部分地區性市場的表現可能好轉，儘管地緣政治不確定性帶來的風險可能持續存在。主要市場方面，我們在未來一年看好印尼及菲律賓。印尼擁有強勁財政狀況及健康信貸增長。外國公司對印尼鎳礦開採及加工行業的投資不斷增加，推動其電動車供應鏈進一步發展，後者與基建投資及棕櫚原油仍然是經濟增長的動力。菲律賓方面，隨著利率環境放寬及貨幣靠穩，我們認為企業投資需求可能上升，消費亦有望增加。相對而言，我們對新加坡及馬來西亞市場持中性至審慎樂觀的看法，但對泰國的看法更為審慎，因為其資產質素問題持續存在，消費亦可能維持疲弱。

東盟市場近年表現參差，未來走勢可能繼續分歧

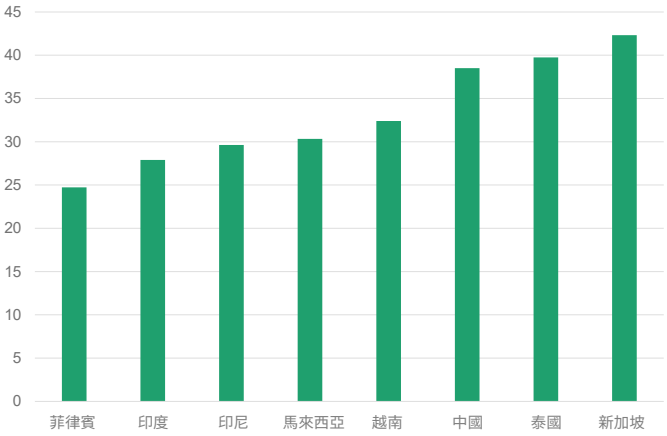


資料來源：彭博，截至2023年11月。

印度股票：印度市場在2023年的表現大幅領先，但我們對其極端估值維持審慎態度。目前，該市場的預測市盈率相對其他新興市場的溢價接近80%，留給投資者的安全邊際已所剩無幾，尤其是印度的銀行正逐漸遠離淨息差高峰及良性信貸成本的時期，資訊科技公司的收入增長亦有所放緩。消費增長的模式亦變得不平衡，支出偏向高端非必需消費品。對於對印度市場持長期樂觀看法的投資者而言，我們建議採取嚴謹篩選的策略，重點關注公用事業及能源行業的投資機會。

印度享有年輕人口等多個結構性有利因素；但亦面臨其自身挑戰及極端估值

不同國家的人口年齡中位數(2022 年)



資料來源：里昂證券，聯合國貿發會議，2022。

亞洲及中國投資級別債券發行人的前景依然穩健，違約率風險較低，有助支持信貸息差。與此同時，亞洲高收益債券的環境顯著改變，較少成份債券來自中國房地產行業，反映信貸質素日趨穩健。



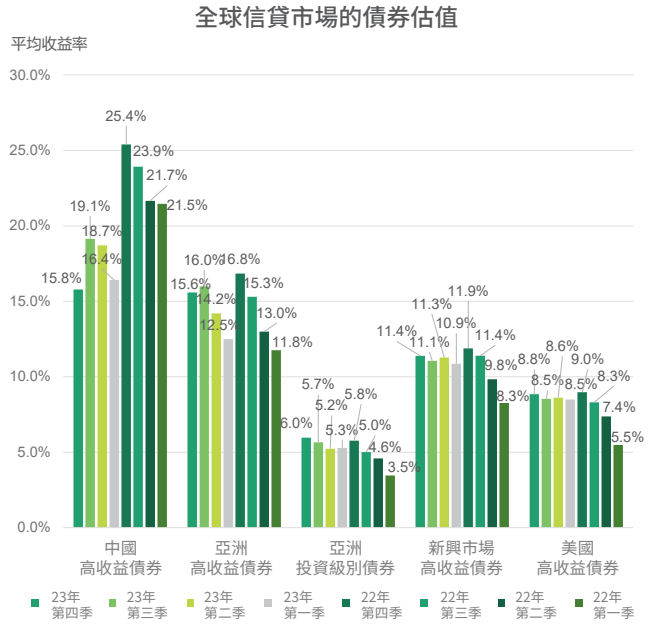
亞洲投資展望
固定收益展望

整體而言，亞洲及中國投資級別債券發行人的前景依然穩健，違約率風險較低，有助支持信貸息差。與此同時，亞洲高收益債券的環境顯著改變，較少成份債券來自中國房地產行業，反映信貸質素日趨穩健。信貸篩選及成功識別錯價機會仍然至關重要；我們亦繼續密切留意企業盈利及現金流復甦的速度及廣度。債券回購亦更為普遍，減輕了債券發行人的再融資負擔，並利好個別高收益細分市場的技術因素。鑑於信貸前景趨穩、行業板塊更加多元化及預期違約率下降，我們認為亞洲高收益債券的潛在價值將在2024年提高（圖一）。

整體經濟增長放緩下，可觀的利差收益還可提供下行保障。技術因素方面（圖二），我們預計亞洲投資級別債券供應速度只會輕微加快，因為在岸融資渠道仍然活躍。假如美國國債收益率由現水平回落，部分發行人或會把握機會發行債券。我們仍然預期亞洲高收益債券市場的整體債券供應量偏低。由於預計2024年的環境將充滿挑戰，美國利率大致偏向緊縮性，加上中國經濟增長復甦不穩，我們更傾向於採用槓鈴策略，以平衡風險與回報。亞洲投資級別債券的收益率約為5%至6%，提供了不錯的收益選擇，存續期亦較美國同類債券更短。我們亦發現輪換至長期債券的持續機遇，以在聯儲局政策轉向的路徑更加清晰時降低再投資風險。亞洲高收益債券領域亦為擁有優質資產的發行人提供大量機會進入在岸資本市場，提高其再融資能力。

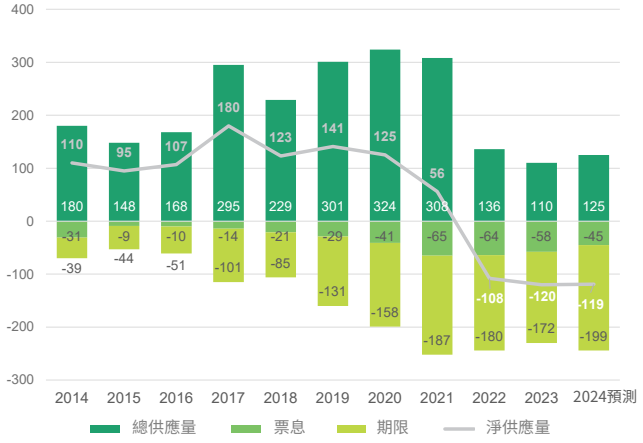
我們的信貸篩選主題是繼續投資受惠於消費推動復甦或去槓桿趨勢的債券。我們亦持續密切關注中國市場基本因素改善的速度，並維持分散投資策略，分別投資印度、印尼、香港及澳門。

圖一：相比其他地區，亞洲債券估值吸引，行業板塊更加多元化，違約率趨穩



資料來源：摩根大通亞洲信貸指數，彭博指數；截至2023年12月。摩根大通亞洲投資級信貸指數（「亞洲投資級別指數」）及亞洲高收益信貸指數（「亞洲高收益指數」）截至2023年12月18日的收益率分別為7.0%及3.9%，而截至23年首9個月的收益率分別為1.7%及-1.4%。

圖二：債券淨供應量較低，為亞洲信貸市場的個別細分市場帶來支持



資料來源：摩根大通，彭博，2023。



以下是我們對亞洲各類固定收益的詳細展望：

中國在岸：由於經濟前景疲弱，中國國債收益率在2023年第三季呈V形走勢，由8月的低位飆升20個基點。國債供應量增加導致前端流動性仍然緊張，收益率在11月中亦有所上升。由於房地產及消費活動的動力無以為繼，除非財政預算增加以推動債券供應上升，否則國債收益率進一步上升的風險可控。

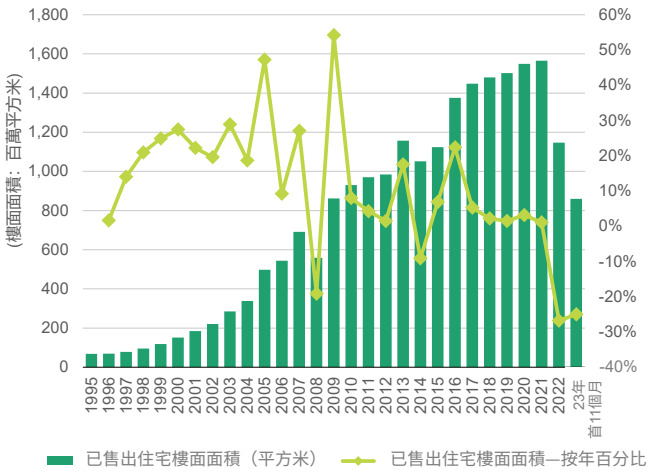
鑑於採取減息政策會對資本外流、銀行淨息差及人民幣貶值構成壓力，中國人民銀行可能對減息政策持審慎態度。經濟逐步反彈亦應降低了減息的必要性。儘管美元的強勢有所減弱，但我們仍認為美國及中國國債之間的收益率在短期至中期內將維持較大差距。

亞洲投資級別：亞洲投資級別債券應可提供防守性，並具有吸引的總收益率及利好的技術因素。然而，根據歷史平均水平及相比美國同類資產，我們認為息差進一步收窄的空間有限，但信貸息差大幅擴闊並非我們的基本預期，因為美國信貸息差應避免衰退式拋售。美國國債收益率略為整固將成為2024年表現的關鍵動力。

中國經濟增長放緩及不均以及美國利率高企將成為2024年亞洲信貸的主要風險因素。儘管如此，我們預期亞洲投資級別債券大致靠穩，其中，高評級的信貸最為穩健，因為其擁有強勁的資產負債表、市場地位以及融資渠道。亞洲投資級別債券及高評級信貸在廣泛指數中的權重亦有所增加，A／AA評級的信貸佔摩根大通亞洲信貸綜合指數約44%，其次是BBB評級信貸，佔41%。此外，債券降級風險偏低及債券供應有限，應預示亞洲投資級別債券在2024年保持穩健。

中國房地產：當局針對該行業推出的各種寬鬆措施尚未改變整體市場的信心及需求疲弱的情況。數據顯示，儘管8月份推出多輪針對較大城市復甦的措施，但9月份的房地產銷售僅出現小幅反彈，顯示需要採取更多寬鬆措施。我們預計銷售增長在2023至2024年觸底，因為市場憂慮就業保障及收入增長，這仍對住房需求構成主要障礙，而住房需求則需要時間恢復。此觀點亦建基於我們的預期，即中國政府將在振興該行業及減慢城市化速度方面保持支持性及非激進的基調。

中國房地產行業緩慢復甦



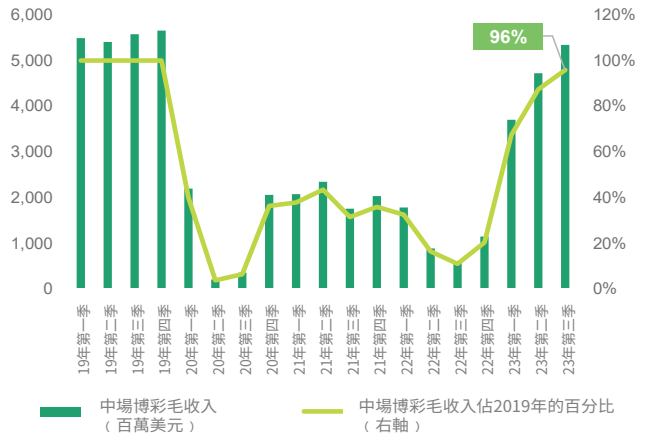
資料來源：中國國家統計局；截至2023年11月。

國企及民企發展商的兩極趨勢可能持續，前者受惠於支持較大城市及融資渠道的政策。鑑於資金緊張導致土地收購有限、新增供應減少及優先項目交付的房地產銷售託管帳戶受到限制，我們對民企銷售轉勢持審慎態度。

整體而言，我們預期2023年全國房地產銷售額下跌10%，較2022年按年下跌28%的幅度有所收窄，並在2024年維持弱勢，按年跌幅介乎5%至10%。由於收購土地受到限制、銷售率低，加上用於完成項目的資源增加，拖累房地產投資增長，新開工項目可能出現類似跌幅。另外，中國政府一直推動較大城市的舊城鄉鎮重建，以重振房地產投資。然而，房地產價格回升的規模、速度及資金來源可能與棚戶區重建計劃不同，棚戶區重建計劃主要由政策性銀行貸款提供資金，帶動行業發展向好。

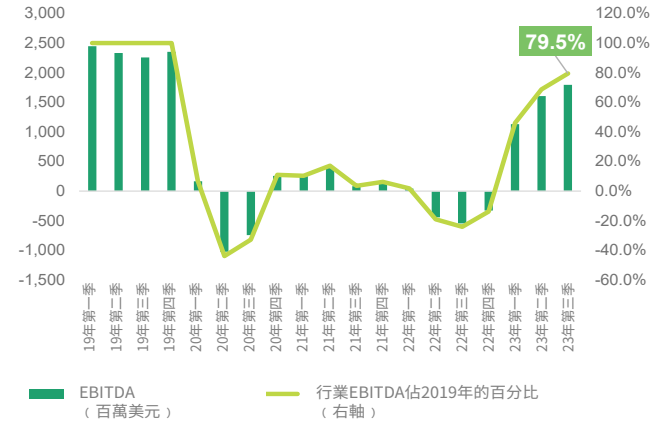
澳門博彩業：博彩公司受惠於博彩業的總收入強勁復甦。最新數據顯示整體市場的中場博彩毛收入已改善至達2019年約90%的水平。我們認為這種由中場業務帶動的增長趨勢將支持博彩公司的按年EBITDA增長及自由現金流創造較去年改善。2023年，該行業的EBITDA將達60至70億美元，足以應付利息成本及30至40億美元的資本支出。這將有利去槓桿，並促成更多上調評級行動。我們留意到中國經濟增長前景疲弱，這可能影響中場博彩市場復甦，但博彩公司的信貸狀況中期內將保持穩定。

中場博彩毛收入穩健復甦的動力增強，
回升至2019年的水平



資料來源：瑞銀；公司數據截至23年第三季。

行業EBITDA復甦情況理想



資料來源：瑞銀；公司數據截至23年第三季。

隨著更多新酒店房間推出，以及勞動力問題得以改善，中場博彩需求存在一定上升空間。加上營運槓桿利潤率穩定，應可帶動EBITDA在2024年上升。該行業進一步表現領先，有望推動中場博彩需求達到2019年水平的110%至120%。然而，鑑於預期中國經濟增長放緩，達到該水平可能存在挑戰。

鑑於估值不高、新增供應有限及基本趨勢改善，我們認為該領域將繼續在亞洲高收益債券中提供良好利差收益機會及分散投資優勢。

印度企業：由於強韌的內需及大量政府資本支出刺激投資，印度仍然是新興市場的增長引擎之一。儘管預計財政赤字將持續居高不下，但政府的外債水平有限，因此貨幣及資本外逃風險溫和。這應可支持宏觀狀況穩定，而由於2024年將舉行大選，整體情況應不會有太大偏差。

儘管印度高收益企業債券的基本因素大致穩固，且在岸市場融資條件有利，但債券估值（涵蓋可再生能源、大宗商品及公用事業）相比美國同類資產似乎較高。儘管如此，鑑於宏觀環境有利及債券供應不足，該板塊應可保持穩固。我們的看法維持不變，認為在美國經濟硬著陸、油價持續高企的影響以及季風季節對通脹帶來的風險將導致信貸息差可能擴大。此領域的任何整固將帶來投資機會。我們預計印度儲備銀行將在2024財年餘下時間（截至3月）維持利率不變。

印尼企業債券：受惠於大宗商品價格飆升及國內經濟狀況改善，印尼財政赤字迅速整固。另一方面，環球及中國經濟增長放緩應會削弱該國的出口及大宗商品前景。儘管如此，印尼審慎的財政立場及通脹可控，利好穩健的宏觀經濟情況。長遠而言，該國看重製造業的高價值鏈及電動車生態系統，有望吸引外資流入，長遠帶來其他增長動力。印尼央行對貨幣穩定的重視應可避免印尼盾波動。整體而言，我們預計2024年2月大選後，相關政策不會有重大變動。我們密切關注中國需求疲弱會否影響大宗商品價格。

2024年，隨著宏觀經濟環境及地緣政治格局改變，我們預計市場將出現全新及不同的風險與機會。我們認為，由於預計回報將出現均值回歸，投資者可透過配置估值更加吸引的資產來把握投資機會，同時透過對抗下行風險的對沖工具來達致平衡。





摘要

2024年全球資產配置觀點



資產類別	觀點	6至12個月觀點
股票		
美國	▼	• 美國股票無論是相對或絕對估值均偏高，其定價已反映了對2024年減息的大部分預期。 • 儘管強勁的經濟數據顯示軟著陸的機會不斷增加，但經濟衰退及通脹再次加速的風險仍然存在。考慮到目前的估值水平，這可能導致市場出現相當顯著的調整。
歐洲	▼	• 歐洲經濟衰退風險仍高，部分國家的經濟出現收縮。 • 儘管通脹已經緩和，但目前定價反映對2024年第二季減息的預測似乎過於進取。如果利率長期維持高企，可能會導致市場波動。
日本	▶	• 鑑於海外收入佔的比重較大，日圓疲弱的利好因素對公司盈利產生正面影響。監管機構及交易所強烈關注提高股東回報，促使股票回購活動增加，利好市場走勢。 • 然而，通脹及工資壓力仍在增加。日本銀行最終需要結束超寬鬆貨幣政策。這可能會扭轉日本股票目前的利好因素，使市場面臨回調風險。
北亞（日本除外）	▲	• 我們認為中國經濟已接近觸底，其復甦可能循序漸進，而不會出現V型反彈。由於預期極低及倉位非常少，我們認為市場此後將逐漸復甦。 • 台灣及韓國方面，我們認為由人工智能及其他新科技帶來的上升動力有可能繼續為科技公司創造新的商機。然而，投資者需要密切關注可能引起市場波動的地緣政治事件及貨幣政策變化。

▲ 增持　▶ 維持不變　▼ 減持

資料來源：惠理基金，2023年12月。



資產類別	觀點	6至12個月觀點
南亞	▶	• 亞洲的國內市場保持健康，通脹憂慮正在減弱。如有需要，部分國家有空間放寬貨幣或財政政策來支持經濟復甦。然而，隨著已發展市場陷入衰退，出口訂單放緩將限制上升空間。 • 南亞方面，我們看好印尼及菲律賓。印尼擁有強勁財政狀況及健康信貸增長，而隨著利率環境放寬及貨幣靠穩，我們認為菲律賓的企業投資需求可能上升。 • 我們對印度的極端估值持審慎態度。對於印度市場持長期樂觀看法的投資者需要嚴格篩選。我們在公用事業及能源行業發現投資機會。
其他新興市場	▶	• 隨著全球經濟增長放緩，出口減弱有可能影響其他新興市場。大宗商品價格下跌亦是多個其他新興市場的不利因素。 • 另一方面，內需變得更加穩健，通脹壓力減消退及美元走弱均利好貨幣寬鬆措施，可能對市場產生正面影響。
債券		
美國國債	▶	• 由於減息的時機及幅度仍然不確定，美國國債收益率可能維持波動。 • 隨著預算赤字增加，國債供應量增加可能會導致利率波動高企。 • 儘管如此，通脹放緩及經濟衰退的風險意味著投資者亦應持有存續期以實現分散投資，尤其是考慮到該資產類別提供較高的利差收益。
亞洲投資級別	▲	• 亞洲投資級別債券的收益率約為6%。由於需求維持強勁，加上新債供應仍然緊張，息差仍有空間進一步收窄。 • 亞洲投資級別債券能夠提供防守性，尤其是短期債券，其總收益率吸引，並繼續處於最佳的市場位置。
亞洲高收益	▶	• 亞洲高收益債券的環境已經改變，由於較弱的信貸已經違約，來自中國房地產行業的成份債券減少，反映信貸質素更加穩定。 • 隨著中國經濟接近觸底，市場情緒逐步改善。由於經濟復甦符合預期，澳門及中國的旅遊相關債券繼續錄得出色表現。 • 隨著利率下降，投資者有可能在2024年下半年重新關注該資產類別。

▲ 增持　▶ 維持不變　▼ 減持

資料來源：惠理基金，2023年12月。

資產類別	觀點	6至12個月觀點
新興市場債券	▶	• 美元及美國國債收益率靠穩利好對新興市場債券的情緒。通脹壓力消退為新興市場央行帶來在聯儲局之前放寬政策的空間，有可能利好該資產類別。 • 然而，由於全球經濟增長放緩，加上經濟衰退風險仍然存在，新興市場債券可能受到負面影響，尤其是在大宗商品價格走弱的情況下。
另類投資		
房地產	▶	• 加息週期結束有助穩定房地產行業。 • 然而，由於全球經濟衰退風險仍然存在，房地產需求的前景仍存在不確定性。
黃金	▲	• 由於美國加息週期有可能已經結束，黃金應繼續受到支持。 • 該資產類別亦繼續是應對地緣政治風險加劇的理想對沖工具。
基本金屬	▼	• 由於定價尚未充分反映經濟衰退風險，大宗商品價格將維持疲弱。 • 儘管中國經濟預計將逐漸復甦，但大宗商品需求可能在一段時間內維持疲弱，尤其是房地產行業復甦需時。
石油	▶	• 由於需求減弱及減產的作用互相抵銷，油價可能維持窄幅上落。 • 地緣政治緊張局勢加劇，特別是中東地區，有可能導致油價在短期內飆升。
現金	▶	• 目前的現金收益率具吸引力，提供約5%回報。 • 然而，由於利率已經見頂，持有現金的回報將逐漸減少。

▲ 增持　▶ 維持不變　▼ 減持

資料來源：惠理基金，2023年12月。

關於惠理

惠理於1993年成立，為亞洲最大的獨立資產管理公司之一。我們一直致力為環球的機構及個人客戶提供世界級的投資服務和產品。集團總部位於香港，在上海、深圳、北京、吉隆坡、新加坡及倫敦均設有辦事處。惠理於2007年於香港聯合交易所上市（股份編號：806），成為第一家於主板上市的資產管理公司。我們的投資策略覆蓋股票、固定收益、另類投資、多元資產及量化投資，服務亞太區、歐洲以至北美等地的個人及機構投資者。

請瀏覽我們的網站了解更多資訊： **www.valuepartners-group.com**

立即瀏覽惠理官方網站
掌握最新基金資訊^
和市場動態！

關注我們

惠理集团

^ 基金指獲香港證監會認可的惠理基金。證監會的認可並不等同官方的推介。

本文提供之意見純屬惠理基金管理香港有限公司（「惠理」）之意見，會因市場及其他情況而改變。以上資料並不構成任何投資建議，亦不可視作倚賴之依據。所有資料是搜集自被認為是可靠的資料來源，但惠理不保證資料的準確性。本文包含之部分陳述可能被視為前瞻性陳述，此前瞻性陳述不保證任何將來表現，實際情況或發展可能與該等前瞻性陳述有重大落差。

投資涉及風險，基金單位價格可升亦可跌，基金過往業績並不表示將來的回報。投資者應參閱有關基金之解釋備忘錄，以瞭解基金詳情及風險因素，投資者應特別注意投資新興市場涉及之風險。在決定認購基金之前，您或應徵詢財務顧問之意見。如果您選擇不徵詢財務顧問之意見，則應考慮該基金產品對您是否適合。證監會認可不等如對該計劃作出推介或認許，亦不是對該計劃的商業利弊或表現作出保證，更不代表該計劃適合所有投資者，或認許該計劃適合任何個別投資者或任何類別的投資者。本文件並未經香港證券及期貨事務監察委員會審閱。刊發人：惠理基金管理香港有限公司。

www.valuepartners-group.com



惠理基金
始於1993