



审时度势，把握先机
富达2024年全球投资展望

并购家 免费行业报告网

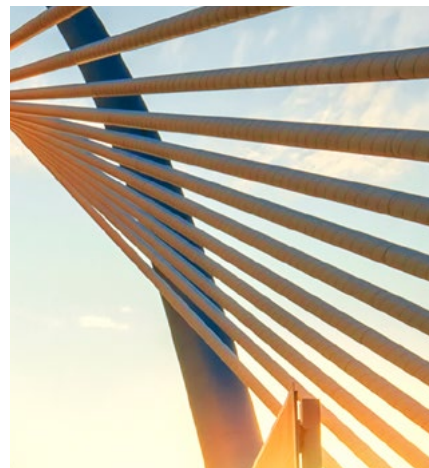
IPOIPO.CN 每日更新 不用注册会员 无广告 永久免费



目录

概览	3
2024年全球投资展望	5
情景1：周期性衰退	9
情景2：经济软着陆	12
情景3：深度经济衰退	15
情景4：没有衰退	18
聚焦亚洲	21

概览



风险增加、升息和四个宏观情景分析

2024年，全球经济体和市场将经历重大转变，加上政治环境的不明朗，预测2024年前景异常困难。我们归纳出全球市场可能出现的四个宏观情景及其各自的机率，逐一进行分析。



Andrew McCaffery
全球首席投资官

我们无法预知未来，也从未试过在完全知晓未来12个月将发生何事的情况下管理资金。有时，我们或许会有一些想法，但良好的投资需要严守纪律并保持开放的态度，做好准备，也需对实际变化做出反应。

普遍来说，要理解宏观经济、社会或政治转变并不容易，除非有关转变已发展成熟，而且新趋势已明显确立。此刻，我们正处于巨大格局转变的首个阶段：从低通胀和利率下降转为截然不同的环境。这个转变将令全球经济加剧波动，因此，持有资产所需的风险溢价将会上升。我们预期不同国家和地区的股票回报率差距将会扩大。

在这种环境下，我认为考虑不同情景会带来更大帮助：经济和市场可能出现的各种发展情况。我们评估每个情景发生的可能性，从而及早做好准备，识别支持或反驳特定结果的信号，以便相应进行调整。

在2024年投资展望中，我们就发达经济体阐述了四个投资者应多加留意的宏观经济情景，我们的投资总监将会说明各个情景下不同资产的表现。

未来一年前景如何？全球各地将在2024年举行一连串选举，同时市场将再度聚焦于财政政策。从政治层面来看，各地似乎偏好维持高财政预算赤字，以及不同形式的政府干预。这些开支将令市场定价开始上扬。我们预料资本成本将在2024年成为讨论焦点，不论是企业或者政府，而且也不限于利息成本的短期影响。

毋庸置疑的是，美国选举将最为瞩目。长久以来，美国一直是避险资金的首选地，也是存放贸易顺差收益的地方，有助为公共和私人开支提供资金。在回流趋势和中国对美国货品需求减少的环境下，作为全球储备货币发行国所享有的所谓“特权”似乎正在减弱。这些裂痕很可能在2024年扩大，并促使美联储暂停甚至逆转量化紧缩等货币措施。

中国的周期则处于不同的位置，对其他可受惠于中国需求的亚洲经济体带来积极影响。我们对中国的2024年展望也通过不同情景逐一分析。另一方面，日本与西方经济体一样，正在适应一个时代的终结和另一个时代的开始。

全球来看，最大的转变或许是致力于创造一个更加可持续的世界，以及政策官员设法推动公司和投资者进一步参与经济转型。

世事总是变化无常，但说我们目前正处于“大变局”的时期绝不为过。投资者在2024年宜保持灵活，根据实际情况做好相应改变。

2024年全球投资展望



周期性衰退风险仍在，投资者应保持谨慎

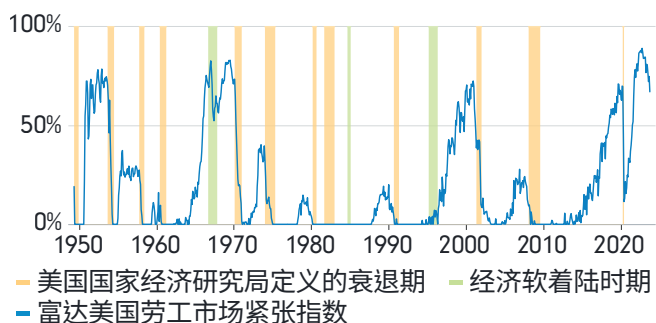
经济表现持续出乎市场意料，但我们深信，即使美国及其他发达市场利率尚未见顶，也距离见顶不远。在这种环境下，经济增长将停滞不前。我们详述2024年的四个潜在情景，以及当前商业周期的下一个阶段，而这个周期经历了本世代最进取的货币紧缩政策。



Salman Ahmed
全球宏观及战略资产配置主管

回顾2023年令央行官员及金融市场感到意外的情况，大都源于我们对过去15年（包括疫情）期间经济影响的认知不足——包括家庭和企业部门。我们预料未来数月的前景将渐转明朗，包括通货膨胀、最佳利率水平，以至美国就业市场的顽强韧性。然而，投资者忧虑本周期的下一个阶段将令市场更为波动，其实不无道理。

富达美国劳工市场指数终现放缓迹象



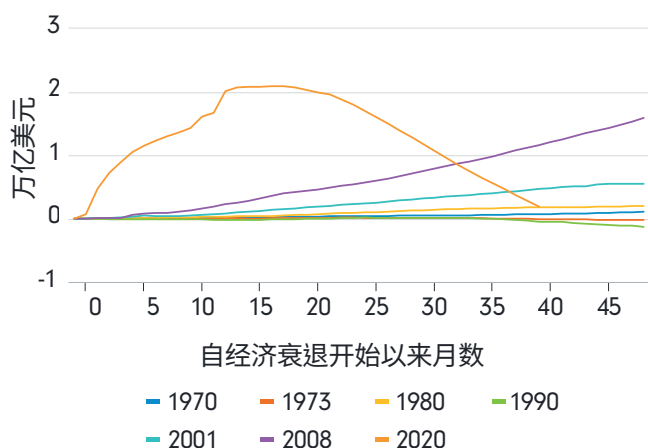
资料来源：富达国际、富达全球宏观团队、Haver Analytics, 2023年10月

过去，有投资者因为预料市场下行而受累；现时，投资者普遍支持市场在黄金经济环境下「软着陆」的观点，即过去两年的加息和紧缩政策恰到好处，足以使经济及劳工市场重返平衡状态。然而，我们抱持不同看法。

2024年的基本预测是周期性衰退

2023年最令人感到意外的是，获财政支持的消费者及企业带动经济表现强韧，但除非出现特殊情况，否则我们预期明年经济最终将会下行。事实上，有迹象显示经济已逐渐转弱。家庭及企业在疫情期间累积的储蓄已近乎耗尽，财政支持应会减少，而当整体信贷收紧，再融资需要便可能回升。

美国消费者超额储蓄近乎耗尽 步入经济衰退后的整体超额储蓄



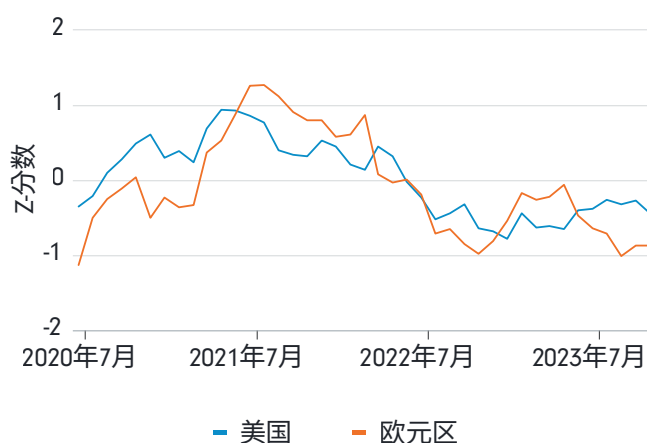
备注：超额储蓄计算方法是实际个人储蓄与国家经济研究局定义的每次经济衰退第一个月之前48个月的数据引伸趋势之间的累积差距。资料来源：富达国际、旧金山联储银行职员计算、美国商务部经济分析局，2023年9月。

上述所有因素均支持我们的基本预测 — 2024年将出现周期性衰退；通胀开始降温，但在有更明确迹象显示通胀正重返目标之前，利率将会维持较高水平多一段时间。随着经济增长受损的情况日益明显，各国央行政策将会转向，并开始减息。

基本上，我们仍然认为政策紧缩与其产生实质经济影响之间存在滞后。传导作用只是延迟而非中断，通胀居高不下，与市场预期有落差，意味着当局需要做出调整。纵观发达经济体，随着财政支持的滞后效应逐渐减退，紧缩货币政策将使经济步入温和衰退，应会令上述情况实现。在经济于2024年底复苏之前，劳工市场将恢复正常，价格也将恢复稳定。

欧洲的传导作用较为有效，当地已明显出现经济衰退的迹象。这促使欧洲央行开始聚焦经济增长 — 我们认为美国将在明年出现此趋势。

当前商业活动指标显示欧洲经济放缓较美国迅速



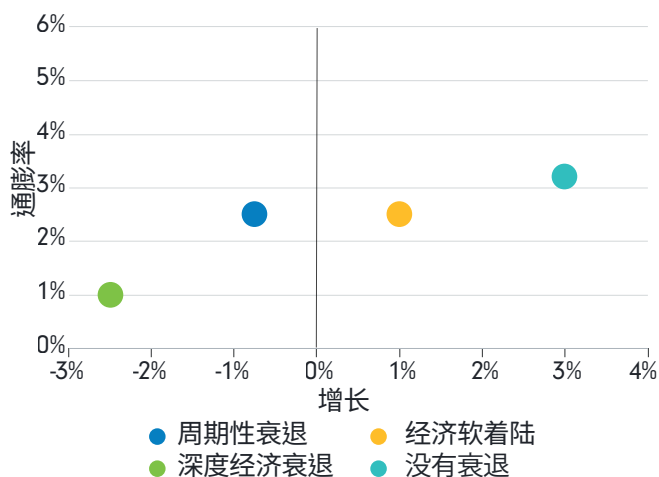
资料来源：富达国际、富达全球宏观团队、Refinitiv Datastream、2023年10月。

其他情景

我们仍然相信存在其他可能性。除了我们认为机率达60%的**温和型衰退**外，我们的2024年展望也会探讨更严峻的**深度经济衰退**（机率为10%）情景有何投资启示 — 在实质利率极高引发破坏性冲击的情况下，企业及消费者广泛削减开支，震撼整体经济，甚至将延续至2025年。我们亦预测出现较温和的**经济软着陆**情景的机率（20%），以及在2024年**经济没有衰退**的机率（10%），换言之，在两个情景下，经济维持当前的增长和通胀水平，促使各国央行进一步上调政策利率，尽管步伐将循序渐进。

在各个情景下，美联储的政策路径，以及通胀和增长走势将会截然不同，而且就时间及结果而言，难免存在高度不确定性。

2024年的四个情景



备注：通胀率以美国个人消费开支价格指数计算。增长以美国国内生产总值计算。
资料来源：富达国际，2023年10月。

市场仍然乐观

在获当前市场定价支持的软着陆情景下，把利率维持较高水平多一段时间的决定，或会使通胀进一步降至政策官员感安心的水平。美联储及其他央行将会以宽松政策做出回应，消除家庭和企业偿债金额急升的威胁。随着通胀预期放缓及劳工市场靠稳，工资大幅上升的压力减退。

然而，我们的研究显示，这情景与目前的通胀和劳工市场动态不符。富达股票、固定收益及私募信贷分析师调查显示，企业的劳工成本压力仍然沉重。地缘政治紧张局势及能源转型的需要，将持续使商品价格面临上行压力，继而迫使各国央行维持高利率，迟早会对经济增长造成更重大冲击。

别忽略极端风险

另一方面，经济增长亦面临其他真正威胁。美国大选年将突显两党分歧，对政府开支能力构成威胁，并可能显著改变其于欧洲及亚洲的地缘政治目标。

在全球供应链已经出现紧张背景下，俄乌冲突将继续推高商品价格。巴以冲突扩大为地区冲突的风险仍然存在，包括油价可能上涨，导致整体通胀面临新一轮冲击。有关冲击可能削弱加息效应，继而出现经济滞胀风险。

政策官员将继续测试金融体系的极限。鉴于全球各国首次退出量化宽松，很多状况我们并不清楚也很难预料。我们预料市场观点将迅速改变。投资者应该就经济周期缩短做好准备，并密切关注供求失衡的情况，以及政策效应滞后的情况。在波动的宏观经济环境下，投资者宜保持警惕。

分析师观点

我们向富达股票、固定收益及私募信贷团队分析师进行调查，了解在不同情景下其行业的预期表现。下表的向上箭头显示，该行业的大部分响应反映正面影响，而背景颜色显示有关影响的强度。例如，大部分主要消费品分析师认为，周期性衰退将会对其行业带来正面影响。

	非核心消费品	核心消费品	能源	金融	健康护理	工业	资讯科技	原材料	电讯	公用事业	房地产
周期性衰退	↘	↗	↘	↘	↘	↘	↘	↘	↘	—	—
经济软着陆	↗	—	—	↘	—	↗	—	↗	—	—	—
深度经济衰退	↘	↗	↘	↘	↘	↘	↘	↘	—	↗	↗
没有衰退	↗	—	↗	—	—	—	↗	↗	—	↘	—

↘ 强烈负面影响

↘ 中度负面影响

— 并无明显方向

↗ 中度正面影响

↗ 强烈正面影响

备注：房地产分析师会考虑房地产领域上市证券的盈利／股价以及相关实物资产的收益率。
资料来源：富达国际分析师调查报告，2023年10月。

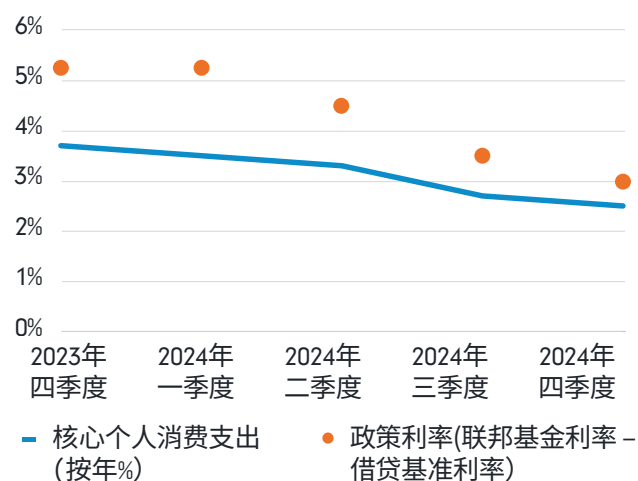
情景1: 周期性衰退

60%
机率

我们的基本预测情景

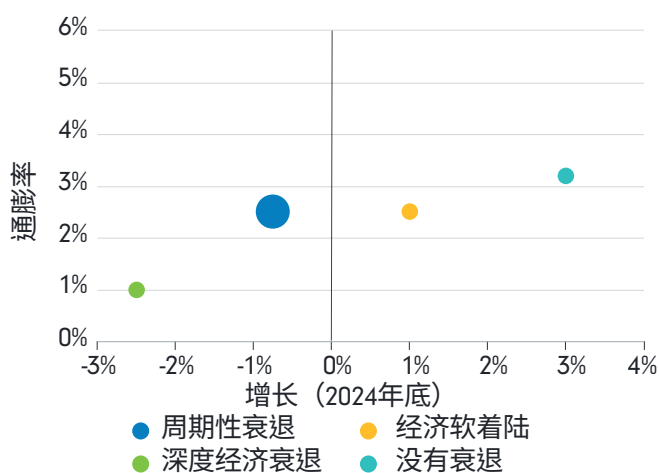
在周期性衰退下，经济将温和收缩，其后在2024年底或2025 初恢复增长。在重返目标水平之前，通胀将持续居高不下，利率将在更久一段时间维持较高水平，随后央行将转向降息。这是我们现时的基本预测。

温和衰退：通胀重返目标 – 劳工市场走弱后利率下降
机会依然存在...



资料来源：富达国际，2023年10月。

2024年稍后将出现增长



备注：通胀率以美国个人消费支出价格指数计算。增长以美国国内生产总值计算。
资料来源：富达国际，2023年10月。

投资概要： 根据我们的基本预测情景，周期性衰退将导致经济增长放缓，因此，小盘股和非必需消费品公司情况令人忧虑。股票（避免持有低质量或小型公司）将值得关注；固定收益方面，焦点仍然集中于短期优质信用债。

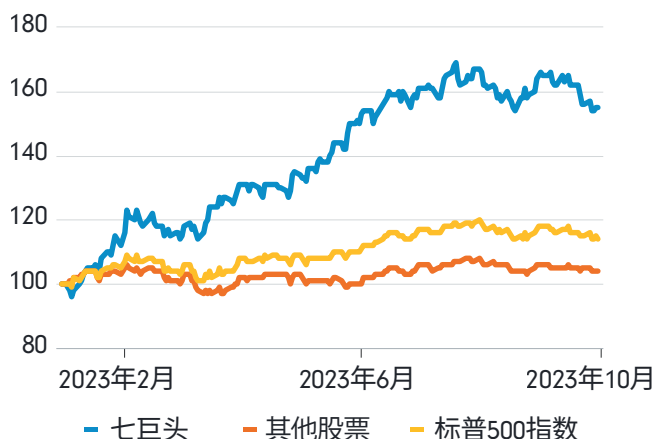
- 对周期性行业和表现疲弱的地区保持审慎
- 利率一旦下降，名义债券将可受惠，但由于通胀仍然居高不下，通胀挂钩债券受到青睐
- 房地产投资可能步入“黄金经济环境”

多元资产

我们将周期性衰退视作温和的避险情景，对于一些放眼不同行业和地区的精明投资者来说，市场仍然存在投资良机。市场预计经济将于年底前复苏，因此投资者毋须恐慌，大可持有一些精选股票投资。美股尤其稳占优势（避免持有低质量和小型公司），具体而言，中盘股以至标普500指数大部分成分股显得额外吸引，这些股票并未如美股“七巨头”（‘Magnificent Seven’，即Alphabet（谷歌母公司）、亚马逊、苹果公司、Meta、微软、英伟达和特斯拉）般，于今年取得令人难以置信的佳绩。这些营运妥善及增长前景稳健的公司估值显得相当合理。鉴于美国小盘股的债务再融资需求增加，在经济放缓或衰退情景下将面临更大的挑战。

换言之，在衰退情景下，我们更看好优质股票及信贷，多于低质量股票及信贷，而再融资忧虑促使我们在基本预测情景下，偏好投资级别信贷及评级较高的高收益债券发行人。

美股“七巨头”表现领先标普500指数



备注：美股「七巨头」= Meta、亚马逊、苹果公司、微软、Alphabet、Tesla和Nvidia。
资料来源：高盛、富达国际，2023年10月。

我们预期在周期性衰退下，通胀在重返目标水平之前将持续居高不下，因而在此情景下，我们将偏好（可提供「实际收益」的）通胀挂钩债券多于名义债券。市场价格已反映通胀将重返目标水平，但投资者预期实际收益需要升至非常高水平，才会实现这个目标。在此情景下，实际收益应会跟随经济增长及央行预期下降。

无论在任何情景下，我们都看多若干新兴市场，因其估值吸引，而且处于独特的经济周期阶段，但我们会根据不同情景而改变投资偏好。在经济衰退期间，我们看好与全球周期联系较少的印度及印度尼西亚，这些市场均具有不少良好的防守性优质股。随着全球利率回落，我们亦看好部分新兴市场本币债券（设有汇率对冲），前提是不会出现任何影响主要新兴市场偿债能力的重大增长忧虑。

- Henk-Jan Rikkerink
全球投资方案及多元资产部主管

固定收益

根据我们的情景预测，周期性衰退将于2024年上半年开始。在此期间，通胀将高于市场普遍预测。我们预期通胀连续超预期上升，将导致通胀挂钩债券再度表现出色。情况与2020年至2021年期间相似，当时通胀加速升温，1至10年期通胀挂钩债券表现优于所有年期名义债券约15%。通胀出乎意料上升，意味着名义债券在2024年上半年将备受挑战。在此情景下，我们将看好中存续期通胀挂钩债券多于名义债券。

此外，央行对通胀居高不下保持高度警惕，亦为债市带来支持。短期优质信用债（例如以英镑计值）亦将表现优秀。

我们预期美联储在2024年下半年的降息步伐将较预期迅速，届时名义债券将会逐渐走强。这将是最难做出资产配置的关键时期，但对于承险能力较高的投资者来说，名义债券收益率处于周期高位，某程度上确实令人难以抗拒，并可提供高于通胀挂钩债券的基本回报。

- **Steve Ellis**
全球固定收益投资总监

股票

在此情景下，我们认为目前普遍盈利预测过于乐观，预计有关预测将会下调。我们可于欧洲和日本等市场发掘估值便宜的股票，因其估值尚未反映任何经济衰退的情况。受到一系列注重股东回报的企业治理改革所影响，日本市场对股权拥有人特别有利。若其他市场降息，预期日元将会走强。

在周期性衰退下，我们将对工业股等欧洲周期性股票保持审慎，但预期将会在估值吸引的金融股中发掘投资机会。类似债券的资产在周期性衰退下亦通常表现不俗，例如公用事业、主要消费品

及健康护理业。

与此同时，英国在此情景下表现疲弱，因市场约五分之一为能源及矿业公司。这些公司在经济增长放缓下将表现受损。我们看好国际企业，尤其是不受经济因素影响的优质公司，因其具有经常性收益和良好定价能力，能够渡过难关。这些公司遍布多个行业，包括主要消费品以至计算机软件。

在此情景下，中小盘股可能更具动力。这些公司在2023年受加息影响而被降级，因此相对于远期盈利预测，其估值已相当便宜（尽管市场对其能否实现预期仍存有一些疑虑）。若经济压力在年初进一步加剧，小盘股将会受压，但利率升势一旦缓和，小盘股的复苏潜力可能更大。有别于2023年大幅推动市场走势的大型科技股，规模较小的公司并没有「完美定价」，因此可提供更大的安全幅度。

- **Ilga Haubelt**
欧洲股票主管
- **Martin Dropkin**
亚太区股票主管

分析师观点

我们的分析师预期各行业在不同情景下的表现。

“周期性消费品是一个风险较高的行业，须取决于非必需消费品开支。在任何规模的经济衰退下，这些公司都会首当其冲。”

— 北美非必需消费品固定收益分析师

“在此情景下，商品价格应会上升，对原材料公司造成负面影响。”

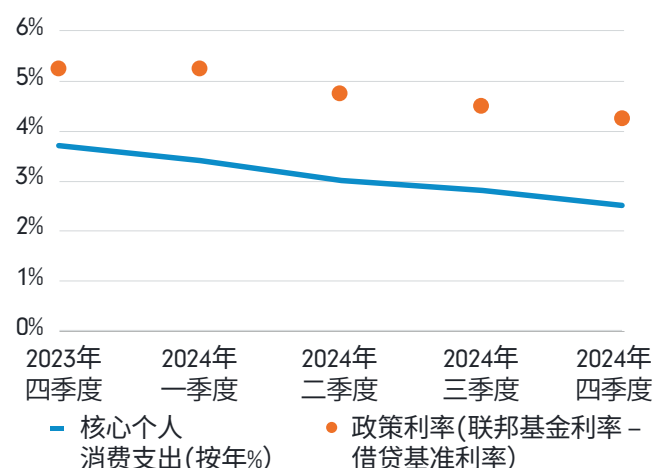
— 印度原材料股票分析师

情景2: 经济软着陆

20%
机率

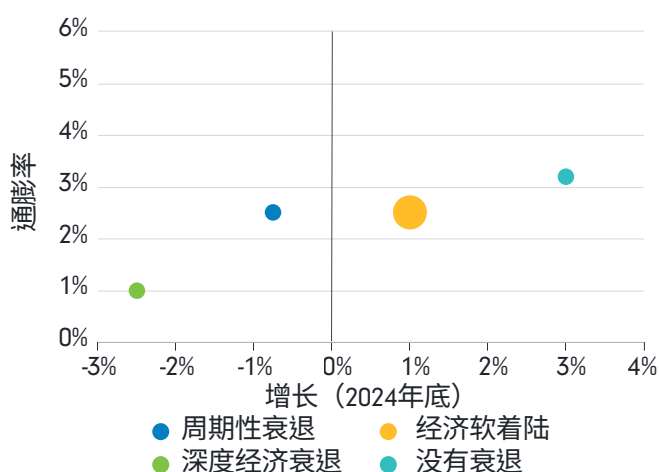
软着陆情景涉及主要经济体的增长略低于长期趋势，而且并无出现导致市场偏离轨道的重大冲击。海外央行决定将利率长时间维持在较高水平，带动通胀重返可接受的水平，随后海外央行政策转向并开始降息，缓解家庭和企业的债务压力。

软着陆：通胀重返目标，利率恢复正常
市场承压...



资料来源：富达国际，2023年10月。

随着经济避免步入衰退



备注：通胀率以美国个人消费支出价格指数计算。增长以美国国内生产总值计算。
资料来源：富达国际，2023年10月。

投资启示：在软着陆情景下，投资者将倾向在众多资产类别中承担风险，随着通胀重返目标水平，成长股、房地产物流及周期性信贷等领域将展现机遇。然而，鉴于固定收益市场的到期墙逐渐逼近，加上美元的避险作用，投资者仍须做出一些防守性部署。

- 市场环境利好名义债券、欧洲房地产及消费相关公司
- 防守性较弱的中型公司表现有望领先大市
- 货币市场基金将于年初提供具备吸引力的机会

多元资产

我们认为软着陆很大程度上是一种风险情景，对股市来说是利好消息，尤其是对2023年推动标普500指数表现的大型股以外的股票；对债市来说也是略为正面的消息。由于经济仍然高度不明朗，我们看好美国中型股多于超大型成长股，因为后者已于今年“资金流向优质资产”期间受益。

软着陆将扭转过去两年因“避险”资金流入而推高美元的情况，从而削弱收益率，将不利美元走势。如出现周期性升势，我们将看好韩国及中国台湾等对增长敏感的半导体周期所影响的市场，以及巴西等“风险较高”的市场。预期美联储降息及美元走软将刺激高收益新兴市场外汇回升。其他方面，我们认为软着陆情景将有利备受打击的周期性资产，包括亚洲高收益信用债及流动性较高的另类资产。

- Henk-Jan Rikkerink

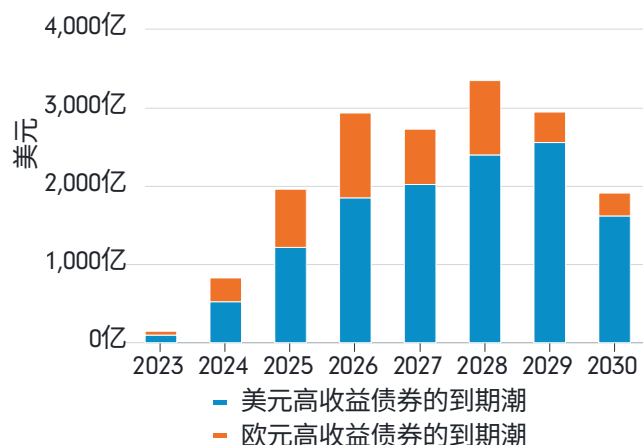
全球投资方案及多元资产部主管

固定收益

在此情景下，市场环境如无意外应利好名义债券。由于整体利率于年底前下降，存续期较长的票据将提供更优回报。经济增长表现稳健，在这个有利风险资产的环境下，高收益债券也将表现更佳。

在利率将长时间维持较高水平（可能至少持续至2024年上半年）的环境下，加上企业借款人的债务到期量预期在未来三年逐渐逼近，投资级别信贷仍然面对一些危机。然而，在经济持续（而非过度）增长的情况下，仍有空间投资于投资级别信贷以及经过审慎和充分研究购入的高收益资产，两者应可提供相对较高的收益。

到期潮不大可能在2024年造成问题，但高收益债券的到期潮迫近



资料来源：彭博、富达国际，2023年8月31日。

或者说，由于存续期相对较短，货币市场资产及较短期通胀挂钩债券或许会表现较弱，尽管两者在年初预计较优，直至政府及企业债券的资本收益开始成为主流，并利好有关资产为止。

由于美国收益率将从现在高于其他发达市场的高位开始下行，美国资产的表现可能较佳。欧洲金融业可能是另一个值得关注的领域，在利好固定收益的市场环境下，其估值水平相对便宜。

- Steve Ellis

全球固定收益业务首席投资官

股票

软着陆情景中最重要的元素是通胀重返目标水平，央行成功完成任务。在此情景下，随着通胀重返目标水平及央行政策转向，成长股（尤其是金融及商品股）预计向好。我们认为价值股的优势或许不如成长股明显。

在软着陆情景下，消费市场尤其值得关注。个人薪酬将跟随通胀上升，但按揭成本将跟随利率下降，家庭的可用现金增加，这正是投资消费市场的良好时机。

然而，在软着陆情景下，仍须采取防守性策略，尤其是相对于“没有衰退”情景。我们将加大力度投资于多元化资产，这将有助保护投资组合免受任何宏观经济冲击拖累，并对高估值股票更为警惕。

地区方面，我们预期日本股市将在此情景下受益。若全球其他地区的央行开始降息，导致实际利率迅速下降，日元将开始升值。日本消费股预计将表现良好，而依赖出口的企业则可能面对货币走强所带来的压力。

- *Ilga Haubelt*

欧洲股票主管

- *Martin Dropkin*

亚太区股票主管

分析师观点

我们的分析师预期各行业在不同情景下的表现。

“健康护理业的估值对利率高度敏感，企业盈利易受通胀影响。因此，这是最正面的情景。预期绝对估值将会上升。”

— 欧洲健康护理股票分析师

“公用事业具有防守性。软着陆对大部分行业来说都属正面，但对公用事业来说只是中性。”

— 北美公用事业固定收益分析师

“我认为目前市场预期介于经济软着陆与出现周期性衰退之间，因此，对周期股来说，软着陆是利好消息。”

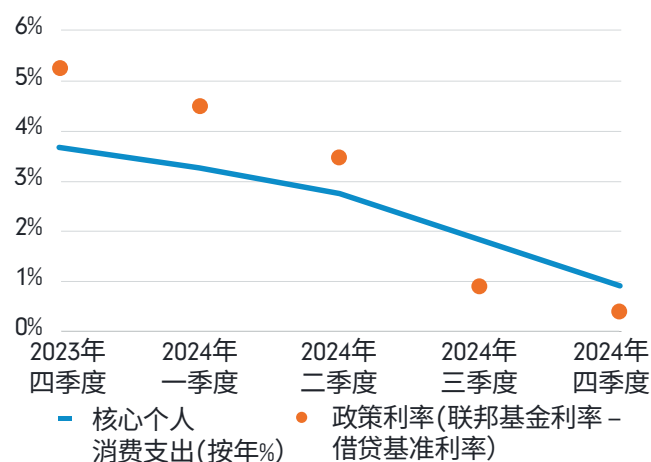
— 北美非必需消费品固定收益分析师

情景3: 深度经济衰退

10%
机率

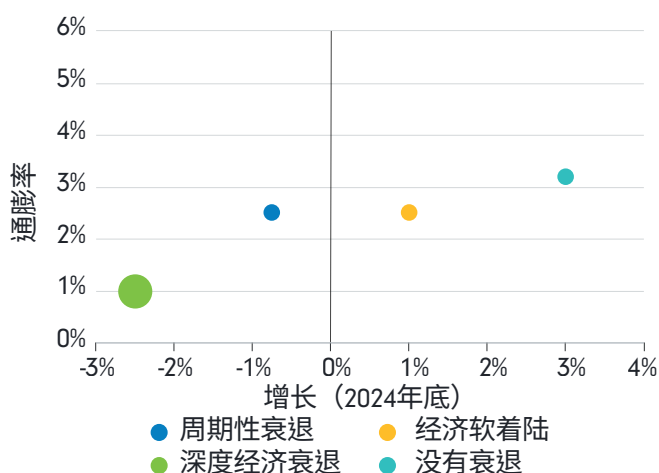
若发生深度经济衰退的情景，发达经济体和新兴经济体将进入深度和长期低迷。企业市场将陷入严重的违约周期，实力较弱的主权国家亦将面临压力。由于深度经济衰退将促使大部分企业和家庭削减开支，央行会透过积极减息来应对，而通胀也将急降。

深度衰退：通货膨胀逆转；央行政策大幅转向市场避险...



资料来源：富达国际，2023年10月。

随着经济陷入深度衰退



备注：通胀率以美国个人消费支出价格指数计算。增长以美国国内生产总值计算。
资料来源：富达国际，2023年10月。

投资启示：深度经济衰退使经济严重低迷，将令投资者对广泛资产保持审慎，但仍暗藏机遇。固定收益存续期和避险货币有望提供一些缓解，而健康护理和公用事业等稳健防守性行业的长远收益前景明朗，可能仍具吸引力。

- 须对大部分资产类别采取避险策略
- 专注于存续期、防守性和可持续收入
- 避险货币和黄金值得重视

多元资产

深度经济衰退显然是一种避险情景，鉴于主要央行政策可能大幅转向，这个情景也将有利美元和日元（作为传统避险资产）、黄金及债券存续期，而财政状况强劲的公司将会表现出色。我们特别忧虑部分小型股公司能否抵御深度和长期衰退，尤其是债台高筑的公司。我们有充分理由考虑美国中型股和部分估值仍然合理的标普500指数成份股，但不包括美股“七巨头”（‘Magnificent Seven’，即Alphabet（谷歌母公司）、亚马逊、苹果公司、Meta、微软、英伟达和特斯拉）。同样，我们强烈偏好优质信用债，多于风险较高的高收益债券。

美国以外地区方面，在深度经济衰退的情景下，印度和东南亚等防守性较强的新兴市场股票似乎条件最佳，因为这些市场与全球周期联系较少。

- *Henk-Jan Rikkerink*

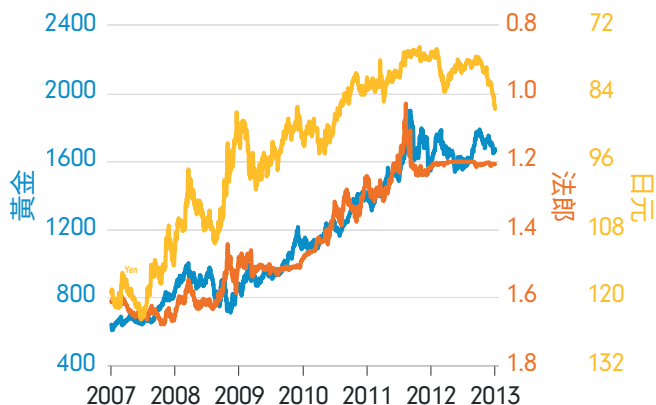
全球投资方案及多元资产部主管

固定收益

深度经济衰退总会令固定收益投资者望而生畏，更会促使所有投资者避险。信贷和大部分股票将不获市场垂青，或至少被迫屈居次要地位，次于对利率下降做出投资和资本保障的需要。

在真正经济低迷的时期，我们往往会买入存续期，因为预期央行将会减息，而且减幅可能颇大，甚至令量化宽松卷土重来。许多客户在本年已开始实行这些部署，部分因此亏损，但在深度经济衰退的情景下，这可能会带来回报。

“避险”货币及黄金在过往的避险情景下走强



附注：黄金指数为XAU（美元/安士）；日元兑美元汇率=法郎兑欧元
资料来源：Refinitiv Datastream、富达国际，2023年10月。

我们会寻求透过存续期提升资本，也会增加现金配置和买入黄金。此外，我们会考虑一些避险货币，并尽可能投资于较高质素的固定收益，并就股票持仓无可避免的亏损进行对冲。假设我们已摆脱供应导致成本急升的威胁，就没有必要投资于通胀挂钩债券。

- *Steve Ellis*

全球固定收益投资总监

股票

银行和其他金融机构有能力应对一般的周期性衰退，但在面对这种严峻情景时将举步维艰。在资产负债表衰退的情景下，我们将大幅减持金融股。鉴于需求下降，部分商品股也可能受压。

在这种情景下，投资者需要寻找避险资产，而公用事业和健康护理公司等类似债券的资产是选择之一。美国市场也可作为相对避险投资。当然，降息环境会令部分公司受惠，例如过去价格昂贵的成长股，其折让现金流会突然显得吸引。

迅速采取任何防守性策略非常重要。现时，没有任何主要市场的估值反映这个情景，因此若资产负债表持续衰退，价格将大幅调整。至于小型公司，投资者宜保留可动用资金，等待环境明朗化。政策官员将面临政策转向和挽救经济的巨大压力。利率将急剧转变，使成长股在年底再度受到青睐。

- *Ilga Haubelt*

欧洲股票主管

- *Martin Dropkin*

亚太区股票主管

分析师观点

我们的分析师预期各行业在不同情景下的表现。

“利率下降有利食品配送公司的现金流。鉴于食品配送公司的发展尚未成熟，因此某种程度上在非必需消费品业属于特别例子。当下，尚未清楚这些公司的利润率将如何随着行业发展增长，而且在许多情况下，它们的自由现金流只处于即将转为正数的状态，因此价值异常侧重于长远观点。由此可见，利率环境变得非常重要。”

— 欧洲非必需消费品股票分析师

“深度衰退将意味需求进一步受到冲击，因此需要更长时间来调整库存，继而令经济低迷且混乱。”

— 北美信息科技固定收益分析师

“防守性行业（例如主要消费品杂货店）将受惠于投资者撤离周期股。”

— 北美洲核心消费品股票分析师

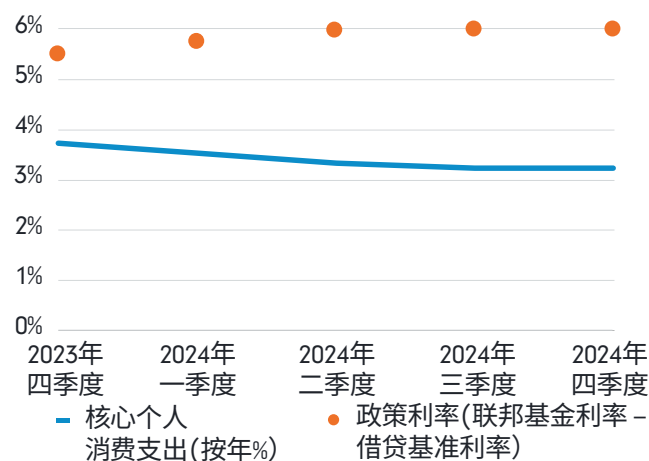
情景4: 没有衰退

10%
机率

在没有衰退情景下，美国经济增长将保持强韧；欧洲经济现时放缓的情况将会逆转。核心通胀仍然居高不下，持续高于央行目标一至两个百分点，促使货币政策官员继续推高利率。

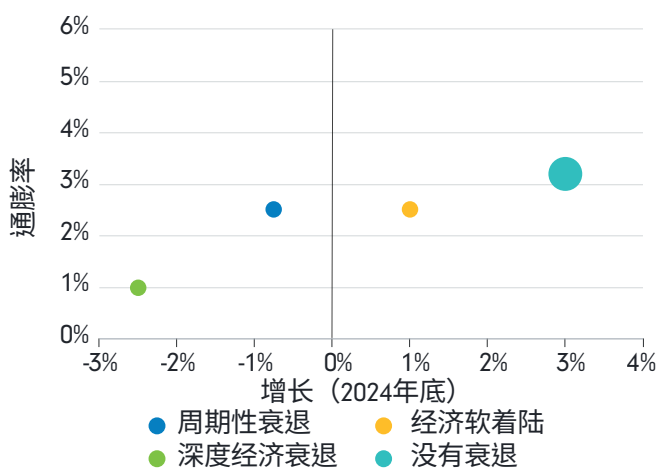
没有衰退：利率长期偏高，通胀居高不下

利率维持高水平...



资料来源：富达国际，2023年10月。

源于增长保持强韧



备注：通胀率以美国个人消费开支价格指数计算。增长以美国国内生产总值计算。
资料来源：富达国际，2023年10月。

投资启示：没有衰退的情景可能比想象存在更多变量。在利率保持高企甚或上升的情况下，中型公司及商品也备受关注。然而，在此情景下，房地产市场、寻求再融资的公司，以至政府及投资级别债券将面临挑战。

- 预期欧洲出口国将表现出色，新兴市场也加速增长
- 中型公司很可能表现优于2023年市场焦点的超大型成长股
- 债券及优先有担保贷款方面，再融资利率将为杠杆比率较高的公司带来挑战

多元资产

利率将维持较高水平更多一段时间，意味着市场将看淡存续期投资。在此情景下，我们看好优质信用债及现金多于政府债券，并基于市场将就结构性通胀走高重新定价，而偏好通胀挂钩债券多于名义债券。

股票方面，我们看好美国中型股多于超大型成长股，一如经济软着陆的情景。中型股的估值显得更为合理，并具有优势，可在没有衰退情景下的稳健经济增长环境获益。美国以外地区方面，利率将维持较高水平多一段时间的情景，对欧洲和日本银行等利率敏感的周期股来说同属利好消息。其他估值便宜的周期性资产也可受惠，例如中国股票、亚洲高收益债券及流动性较高的另类资产。

若经济转佳而不是衰退，预料韩国及中国台湾等周期性较强的新兴市场亦将受惠，因其正受对增长敏感的半导体周期所影响。在此情景下，风险较高并以商品出口为主的新兴市场资产（例如巴西股票）也将走强。

- **Henk-Jan Rikkerink**

全球投资方案及多元资产部主管

固定收益

就政府及投资级别债券而言，这是最危险的情景：通胀持续远高于目标水平，经济奇迹地成功抵御加息和量化紧缩带来的压力，促使美联储再次加息。有关情况将不利对存续期较长的名义债券保持审慎的投资者。

货币市场基金将受惠于现金利率上升，一般来说，我们看好存续期较短的优质周期性资产。值得注意的是，并非所有周期性资产（例如低质量

的高收益资产）都会受到强劲增长的正面影响，因为质量较低的资产往往会受流动性恶化和利率上升所拖累。

随着再融资利率不断升高，杠杆比较高的公司面对的危机将持续扩大，形成特殊风险升温的环境。受通胀意外上升所推动，以及在其存续期较短和风险低于名义政府债券的防护下，10年期以下通胀挂钩债券将表现优秀。地区方面，美国经济增长将转佳，通胀也会升温，因此，美国债券利息的升幅将高于欧洲债券利息，对存续期投资带来更严峻的环境。

在没有衰退情景下，通胀连结债券持续看多



资料来源：洲际交易所美银1年至10年期美国国库通胀连结债券指数、洲际交易所美银1年至10年期美国国库券指数、富达国际，2023年9月30日。

- **Steve Ellis**

全球固定收益投资总监

股票

假设中国强劲的经济表现是推动“没有衰退”情景的因素之一，欧洲部分出口国（尤其是德国）应处于有利位置，有望受惠。对中国增长表现敏感的日本同样反应正面，我们预期新兴市场将加速增长，令出口国再度受益。

投资风格方面，我们预期利率将维持较高水平多一段时间的环境将有利价值股多于成长股，年内企业盈利将稳步提升。在此情景下，美国经济

将保持强韧，实现全民就业，消费者仍有能力消费。然而，值得注意的是，在利率持续走高下，这种情景最终可能为股市带来挑战。

美股方面，我们将挑选具备以下两个主要特征的公司。第一是具定价能力—即可控制投入和产出成本的公司。第二是财务状况结构良好、杠杆有限，以及能够每年创造自由现金流的公司。铁路公司不但拥有固定资产，在许多情况下还具有垄断权，是同时符合这两个条件的例子之一。

商品（尤其是石油）在没有衰退情景下也将走强，有利英国市场，因这些行业在英国市场的占比较重。另一方面，对投入成本敏感的公司来说，通胀居高不下属坏消息，将导致公司利润率受压。我们在周期性衰退情景下看好的若干主要消费品公司，将受到商品价格上涨所打击。

在没有衰退情景下，不难想象在2023年表现出色的“七巨头”大型科技公司将继续成为赢家，但估值是关键所在。部分公司拥有良好的业务模式，在其分类行业中占据主导地位，并可继续产生可持续的自由现金流。其他公司的光辉时刻已过，现时的高估值似乎并不合理。

- *Ilga Haubelt*

欧洲股票主管

- *Martin Dropkin*

亚太区股票主管

分析师观点

我们的分析师预期各行业在不同情景下的表现。

“由于估值仍对利率非常敏感，预期加息将继续令估值受压，尤其是当市场忧虑高息环境长远将持续。此外，由于行业定价能力有限，持续高通胀将对盈利构成负面影响。”

— 欧洲健康护理股票分析师

“大部分公用事业公司都受惠于通胀上行保障（特别是受监管公用事业公司），但持续高通胀将导致资本开支、营运开支、指数挂钩债务和利息成本上升，可能会削弱信贷指标，特别是考虑到整个行业的高额投资要求。”

— 欧洲公用事业固定收益分析师

“若通胀继续居高不下，资产质量恶化可能会抵销加息带来的持续优势。”

— 欧洲金融固定收益分析师

聚焦亚洲



积极把握新增长动能

中国经济放缓及美元表现强势，在过去一年使许多亚洲经济体的强劲增长表现少有获得市场关注。然而，进入2024年，亚洲的增长将保持强劲势头，带来新的投资机遇。



Martin Dropkin
亚太区股票主管



Lei Zhu
亚洲固定收益主管

过去一年，美元的强劲表现及投资者对中国经济复苏的乐观情绪减退，掩盖了许多亚洲经济体的强劲增长表现。然而，在消费强劲及结构性转变的积极影响下，亚洲增长前景仍然稳健。

中国经济增长的三种情景

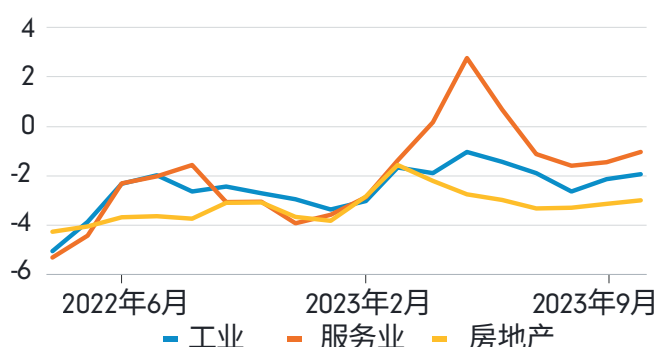
中国是亚洲市场的一个重要变量。展望明年，我们认为中国经济最可能出现三个宏观情景。

第一个是我们的基本预测情景，核心是中国经济**持续趋于稳定**，即随着房地产业靠稳及消费回升，经济复苏步伐逐渐加快。我们认为这种情景出现的概率约为65%，在这情景下，中国经济在2024年将达到4%-5%的增长。宏观调控预计在财政及货币政策方面发力，确保经济增长处于正轨。同时采取有效措施解决深层次的结构性问题，助力经济摆脱旧有的投资主导模式。这些政策支持继而有助稳定房市，因为房地产占中国家庭财富约三分之二。房市企稳后从而提振消费信心。

若发达经济体出现经济衰退，国内市场转强便有助抵消海外需求急挫的影响。虽然我们认为过去数年的高增长模式不可持续，但宏观经济环境改善，为企业盈利提供支持，最终提振投资信心。房地产方面，我们预期房价将趋于稳定，而非重拾增长，我们需要密切注视债务水平。

在“持续趋于稳定”的情景下，对中国国内资产的影响差异较大。就中国股票而言，相对全球其他大部分地区，国内股票估值水平具有较好吸引力，航运、工业及石油服务业等周期性股有望受惠于经济恢复增长。疫情期间累积的大量过剩储蓄，使家庭开支转强，亦有利消费股表现。在这情况下，利率可能保持稳定以至轻微下跌。低通胀环境令中国政府债券的实质收益率仍显吸引，可望为在岸债券需求提供支持。即使如此，由于投资者预期政府日后将提供政策支持，加上政府债券供应上升进一步推高债券利率，在岸债券市场可能出现一些短期流动性收紧的情况。

随着房地产市场低迷，中国服务业成为亮点



资料来源：富达国际，2023年11月。备注：富达国际专为中国活动指标的单月数据。Y轴显示各领域的Z分数。分数大于0表示活动高于长期平均值。分数少于0表示活动低于长期平均值。

中国经济的第二个潜在情景是可能出现下行风险，例如政府的刺激经济政策未能迅速到位，可能导致经济**急剧放缓**。我们认为这种情景的概率为25%。这意味着经济将受到国内结构性挑战及外部需求放缓的双重打击。政策支持不足或会使本已受困的房地产市场出现更大跌幅。这导致作为地方政府财政收入主要来源的土地销售进一步减少，可能增加地方政府债务的信用风险。

若房地产及地方政府债务的双重危机波及整体金融体系，中国可能迈向“日本化”，或长达多年的经济滞胀，特点包括负债沉重、面对通胀放缓压力，以及消费者和企业的开支及信心回落。中央政府仍有空间提高杠杆水平，以抵消经济下行的影响，但对股票投资者来说，这样的熊市情景需采取防守性策略。公用事业及主要消费品股在抵御逆境方面展现更强韧性。这样的情况可能利好中国固定收益资产，而我们在偏好存续期方面或会更加进取。与此同时，若违约率在经济下行期间上升，投资者宜维持优质企业债券持仓。

我们预测的中国第三个（也是最后一个）情景，涉及经济步入强劲**通货膨胀**阶段。我们认为在三个情景当中，这是可能性最低的一个，概率只有10%。在这种情景下，中国将重拾过去的经济模式，政府以过度投资来支撑经济增长，并重新拉动房地产市场。政府官员可能采取周期性宽松措施以外的手段，拯救房地产开发商及资金收紧的地方政府融资，促使国有和民营企业再度掀起信贷热潮。通胀升温。企业及消费信心回升。房地产价格重回高位，带来广泛的经济复苏。这种情景下，短期内中国可能重拾迅速的经济增长，但投资者应保持警惕：长远来说，这种由债务推动的经济扩张不可持续，最终甚至令中国经济面临更严重的结构性问题。就资产类别的影响而言，通胀复胀情景利好对经济敏感的价值股，例如重型机械及金融股。我们也看好消费股，特别是非必需消费品股，因为广泛的消费复苏可能随之而来。

日本

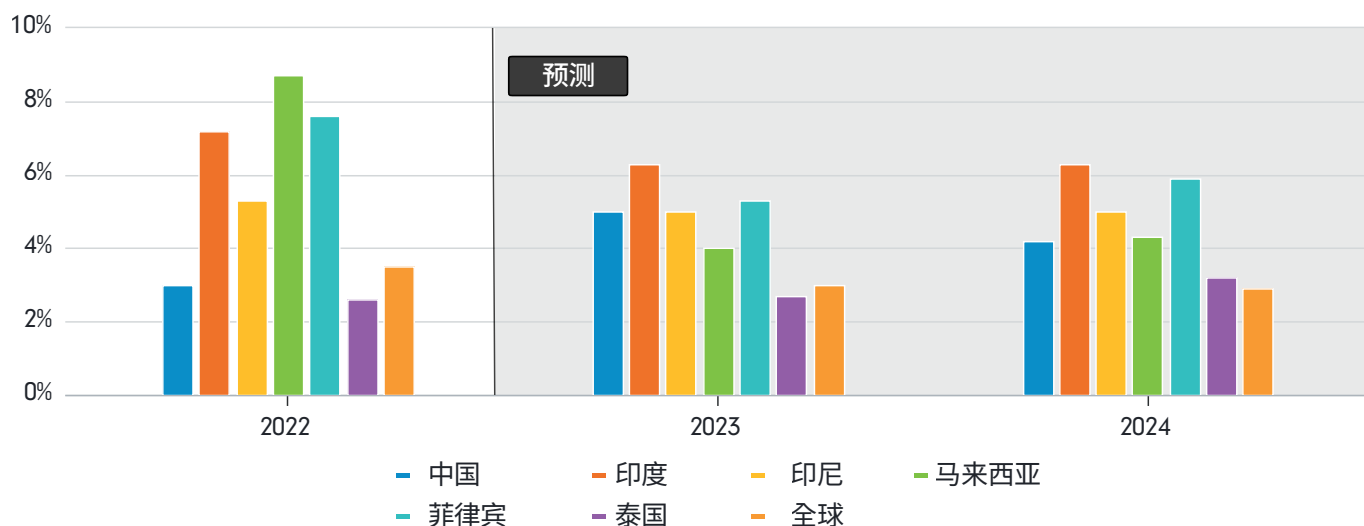
中国的经济走势是亚洲最大变量，但在未来一年带动区内市场的经济体并不止中国。日本股市可能持续表现领先，因为日本经历了数十年增长停滞和物价下跌后，逐渐转向通胀温和的状态。工资增长将产生连锁效应，有助刺激消费并支持物价进一步上涨。日本居民家庭的心态开始转变，由储蓄转向消费，这将带来广泛而且深远的影响。与此同时，日本的企业管治改革持续释放股市价值。企业更加专注于高分红及回购。与大部分发达经济体比较，日本股市在股东回报水平方面的改善更加迅速。随着政府官员信心日增，相信日本的温和通胀已达到可持续水平，日本央行进一步撤销超宽松政策，以及全面退出收益率控制政策，只是时间问题。政策正常化将有助吸引资金流入当地债券市场。

印度及东南亚

若西方国家经济衰退或中国经济意外放缓，亚洲其他市场将面临挑战；然而，长远亦有望受惠于若干利好的结构性增长动力。展望未来数年，印度可能成为全球增长最迅速的经济体之一。随着劳动人口增长，印度将会生产和消费更多商品与服务，并推动科技创新。对比其他亚洲及新兴市场，印度股票的估值相对偏高，但鉴于当地上市公司持续提供较高的股本回报率，因此估值偏高实属合理。

另一方面，企业致力在印度及东南亚扩大生产基地，以减少对中国供应链的依赖，将会为区内制造业增长动力提供支持。虽然邻国难以复制中国的制造业领导地位，但“中国+1”供应链配置兴起，将会令大量企业和投资流向亚洲其他市场，从而提振印度及东南亚的出口和就业。当然，发达经济体衰退或中国增长急剧放缓，都会对亚洲其他市场的出口构成沉重打击；但这只是应该广泛考虑因素的其中一项，实际情况还将取决于明年最终的哪一种全球宏观情景。

预期亚洲市场新兴经济体经济增长将保持强劲



备注：2023年和2024年数据为国际货币基金组织预测。数据为年度实质国内生产总值成长率。
资料来源：国际货币基金组织10月份《世界经济展望》、富达国际，2023年11月。

本资料须获富达基金书面同意方可向外发放。本资料内所载的观点,在任何情况下均不应被视为富达基金的促销或建议。富达基金对任何依赖本文而引致的损失概不负责。有意投资者应就个别投资项目的适合程度或其它因素寻求独立的意见。虽然富达基金已采取措施,确保文内资料准确无误,但不拟就有关由第三方所提供的数据出现错误或遗漏承担任何责任。

本资料仅供数据参考用途,未经富达基金的书面同意,请勿传阅或复制本资料。本资料不应被视为邀请或推介认购富达基金任何基金或产品,或邀请或推介采用富达基金的资产管理服务。

富达 / 富达国际 / Fidelity / Fidelity International指FIL Limited及其附属公司,富达基金指富达基金管理(中国)有限公司。“富达”、“富达国际”、Fidelity、Fidelity International、Fidelity International 标志及F标志均为FIL Limited的商标。富达只就产品及服务提供数据。

投资涉及风险。本数据仅包含一般数据,并非认购基金份额的邀约,亦不应被视为建议购买或沽售任何金融工具。本数据所载数据只在数据刊发时方为准确。观点及预测或会更改而不需另作通知。本资料所载的证券(如有)仅供资料用途,在任何情况下均不应被视建议买入或卖出有关证券。

富达基金与股东之间实行业务隔离制度,股东并不直接参与富达基金的投资运作,股东的过往投资业绩不代表富达基金的投资业绩,且不构成对富达基金管理基金业绩表现的保证。

