



粵創資產管理有限公司
INNOVEST ASSET MANAGEMENT LIMITED

股票市場 策略

2024年7月2日



免責聲明

- 本演示文稿內容僅供參考，不構成要約、招攬或邀請、宣傳或任何其他意見或推薦。
- 本演示文稿中的資訊和圖表僅供參考，不保證此類資訊和圖表的準確性。在作出投資決定時，請讀者獨立思考，並尋求專業意見（如有需要）。基金投資涉及風險。過往表現並不代表未來表現。投資者在認購基金前，應參閱基金的相關銷售檔，包括所涉及的風險因素。倘若因本刊物的內容而招致任何損失，則與基礎資產管理有限公司或其集團內任何公司無關。
- 本演示文稿由 Innovest Asset Management 發佈，未經香港證券及期貨事務監察委員會審閱。

中國：高頻數據顯示經濟復甦乏力

高頻數據顯示，6月迄今經濟復甦乏力...

政策寬鬆後，一手新屋銷售的改善非常有限。根據每周銷售數據和行業專家的評論，“517”住房政策的積極影響僅持續了大約兩周，對二級市場的積極影響比一級市場更為明顯。根據Wind的數據，在6月1日至20日期間，前30個城市的一二級市場累計建築面積同比為-29%/+9%。

618的消費表現略顯令人失望。根據Syntun星圖數據的數據，618期間的行業GMV同比為-7%（2023年為+15%）。雖然整體銷售表現不佳可能部分歸因於今年預售期的取消，但同比下降仍意味著整體消費者情緒低迷。另一個數據來源Analysys表示，整體GMV同比增長13.6%，但隨後報告還表明，這種增長伴隨著大幅的價格折扣和高產品退貨率。

成品庫存仍遠高於正常水準，訂單趨勢仍然疲軟。根據高盛（Goldman Sachs）進行的專有月度調查，在6月份的調查中，由關鍵基礎材料製成的成品庫存仍高於正常水準，20-25%的製造業生產商出現庫存過剩。在同一項調查中，訂單趨勢也有所減弱，29%的受訪者預計6月訂單環比將有所改善（5月為38%），57%的受訪者預計6月訂單量將環比下降（5月為38%）。

鋼鐵需求和日用煤量均低於去年同期。根據Mysteel的數據，6月第3周，表觀鋼（螺紋鋼）需求同比下降>20%，延續了過去幾個月的低迷表現。鐵礦石和鋼鐵價格的下跌也預示著需求疲軟。6月第3周，25個省份電廠的日燃煤消費量同比下降6.1%（第二周同比下降8.3%），這意味著電力需求疲軟。

煉油廠和瀝青廠的開工率仍在下滑。根據ICIS的數據，最近幾周煉油廠的平均開工率進一步下滑。該讀數是自中國在Covid封鎖後重新開放以來的最低水準。另外，截至6月19日當周，瀝青廠的平均開工率降至22.2%，為近年來的最低水準。儘管炎熱的天氣可能產生了負面影響，但這些讀數充其量只是適度的。



中國：政策甜頭可能即將到來...但不要指望火箭筒

...促使我們將近期的重點轉移到三中全會和年中政治局會議上，以尋找政策“甜頭”——儘管沒有“火箭筒”

目前高頻經濟數據的運行率表明，24年第二季度GDP增長（市場預期：同比增長5.3%;24年第一季度：同比增長5.3%）可能會環比放緩，並對政府實現約5%的全年增長目標構成輕微的下行風險。

在夏季達沃斯論壇（6月25日至27日）上，李克強總理表示，中國有信心實現約5%的GDP增長。今年5月，習主席最近會見了私營企業，並強調了中國的支持立場。

我們認為，最高政治領導人的語氣表明，一些政策「甜頭」可能會在三中全會（7月15日至18日）或年中政治局會議（7月底左右）前後宣佈：降准50個基點（繼2024年1月降息50個基點后，年內第2次降准）

“新型優質生產力”相關產業扶持政策 新質生產力

關於未售房屋庫存的一些後續措施

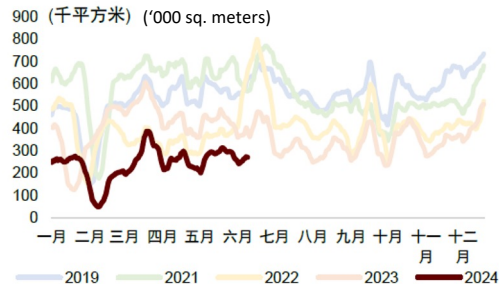
准官方媒體微妙提及「中國式」量化寬鬆（QE）

關於消費稅、農村土地、財政等改革的潛在細節

我們還認為，中國最終將訴諸「中國式」量化寬鬆——儘管官方仍將將其稱為OMO（公開市場操作），從技術上講，這實際上是量化寬鬆但決策者們正在耐心等待美聯儲在實施前採取更鴿派的態度，因為擔心人民幣大幅貶值和資本外流與美國/日本相比，實施可能更加漸進，並且不那麼「方向性」（即以犧牲政策可見性為代價進行更靈活的操作）

高頻數據 – 房地產市場

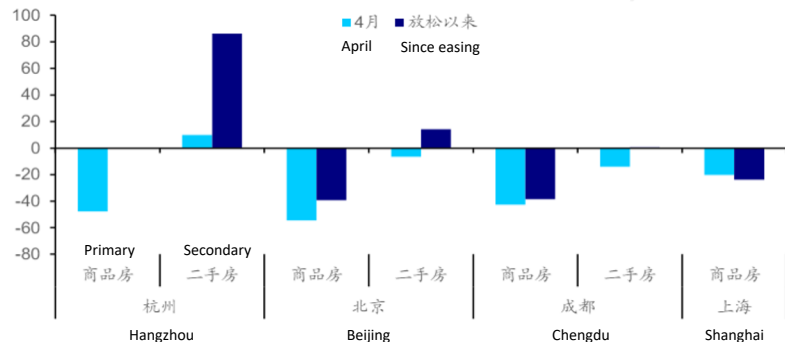
30個主要城市新屋銷售量 (GFA)



注：我们对 30 大中城市商品房成交面积进行了 30 日移动平均

資料來源：Wind、CICC。注：使用30天移動平均線。

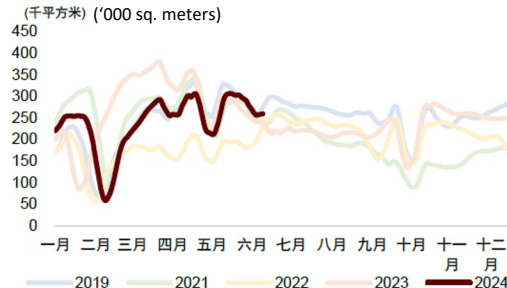
房屋銷售面積同比增長：(1) 4月; (2) 自政策寬鬆以來



Hangzhou: 9 May – 22 Jun
Beijing: 29 Apr – 22 Jun
Chengdu: 28 Apr – 22 Jun
Shanghai: 28 May – 22 Jun

資料來源：海通國際風能網估算。

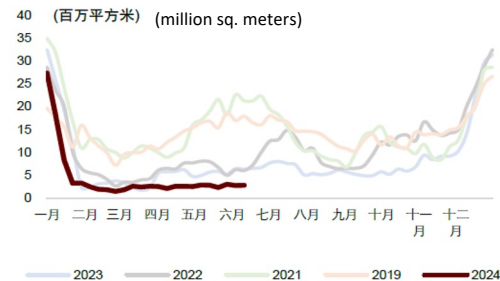
15個城市的二級市場房屋銷售量 (GFA)



注：我们对 15 个城市二手房成交面积进行了 30 日移动平均

資料來源：Wind、CICC。注：使用30天移動平均線。

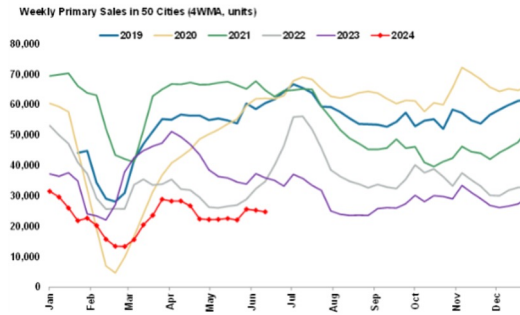
土地成交量 (樓面面積)



注：我们计算的是 2023 年土地成交建面与 2019 年同期均值的同比

資料來源：Wind、CICC。

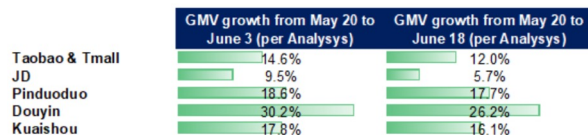
50個城市的新屋銷售量 (套)



資料來源：CREIS、摩根士丹利。注：使用4周移動平均線。

高頻數據 – 618網購活動

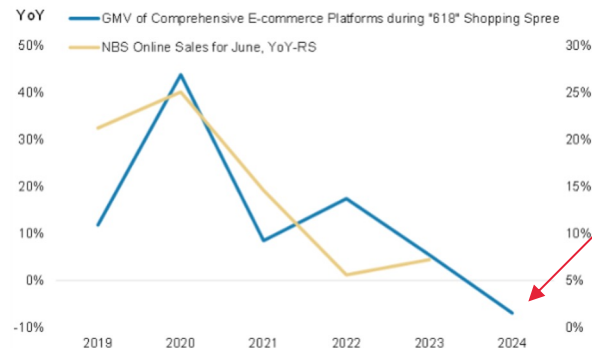
“618”購物活動表現 – 來自易觀的數據



來源 #1 :
Analysys
同比正增長，但
無論如何增長率
似乎並不高

資料來源：Analysys、Goldman Sachs。

“618”購物活動表現 – 數據來自 Syntun



來源 #2 : Syntun
GMV史無前例的
下降

資料來源：Syntun、CEIC、摩根士丹利。

“618”購物活動表現 – 數據來自 Syntun

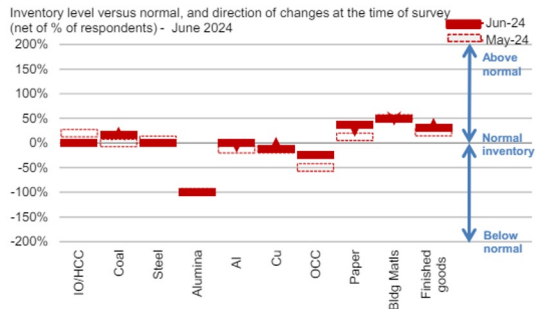
	2023 618 Shopping Festival	2024 618 Shopping Festival
Traditional B2C + livestreaming eCommerce	798.7	778.5
yoy %	9.8%	-2.5%
Time span	Platforms started on 8pm on May 31	Tmall started on 8pm on May 20; JD started on 8pm on May 31
Traditional eCommerce GMV (Rmb bn, B2C only)	614.3	571.7
yoy %	5.4%	-6.9%
Market share	#1 Tmall #2 JD #3 Pinduoduo	#1 Tmall #2 JD #3 Pinduoduo
Livestreaming eCommerce GMV (Rmb bn)	184.4	206.8
yoy %	28%	12.1%
Livestreaming eCommerce GMV relative to traditional eCommerce GMV %*	30%	36%
Market share	#1 Douyin #2 Diantao #3 Kuaishou	#1 Douyin #2 Kuaishou #3 Diantao
On-demand retail GMV (Rmb bn)	24.3	24.9
yoy %	8%	2.5%
Market share	#1 Meituan Instashopping #2 JD Daojia #3 Ele.me	#1 Meituan Instashopping #2 JD Now #3 Ele.me
Community group purchase GMV (Rmb bn)	16.7	13.9
yoy %	9%	-16.8%
Market share	#1 Duo Duo Grocery #2 Meituan Select #3 Xingsheng Youxuan	#1 Duo Duo Grocery #2 Meituan Select #3 Xingsheng Youxuan

來源 #2 :
Syntun
與去年相比，
所有渠道的增
長均較弱

資料來源：Syntun、Goldman Sachs。

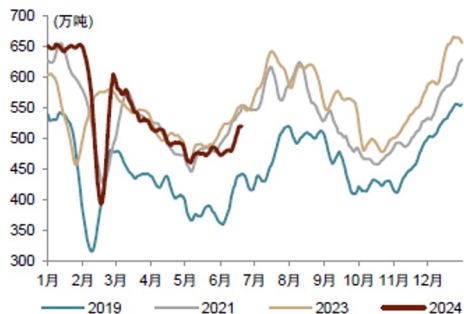
高頻數據 – 上游/中游行業

淨庫存水平和變化



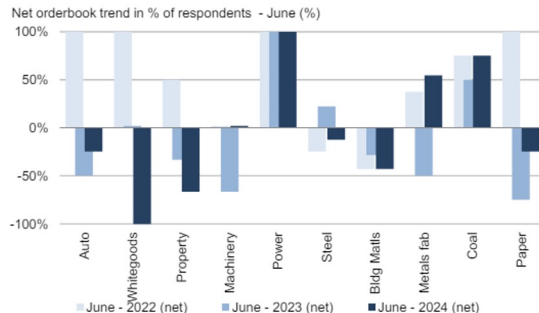
資料來源：高盛。

25個省份電廠的日用煤量



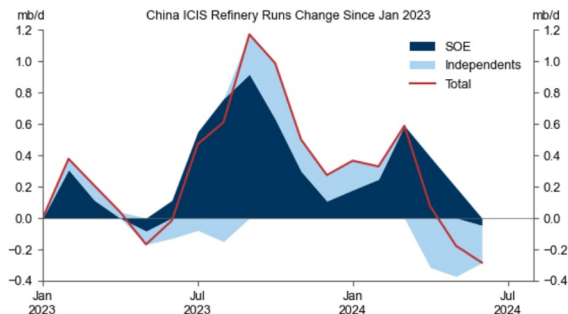
資料來源：高盛。

按市場區隔劃分的訂單調查



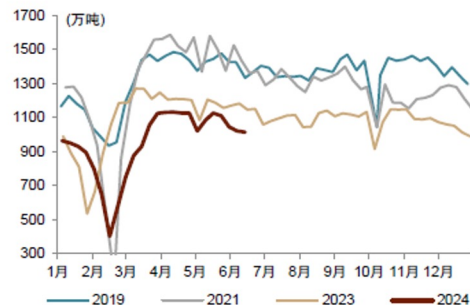
資料來源：高盛。

中國煉油廠開工率



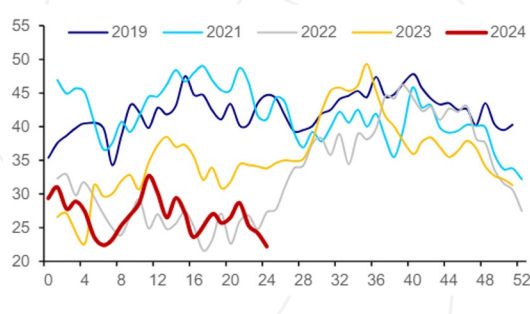
資料來源：ICIS、高盛。

鋼鐵表觀需求



資料來源：Mysteel、中金公司。

瀝青設備利用率 (%)



資料來源：Wind、海通國際。*X 軸顯示一年中的星期。

高頻數據 – 其他跟蹤器也表明改進有限

Stronger Weaker															
		Sources & Tickers	Measure												
Production	Refinery Run Rate	CRCRSDIR Index	Change from 2019, Percentage Points												
	Steel Rebar Inventory	CNIXRETO Index	Year-on-year change (%)												
Export	China (Export) Containerized Freight Index ⁽⁴⁾	SHSPCQFI Index	Year-on-year change (%)												
Consumption	Job Losses ⁽¹⁾	Baidu Search Index	Absolute level												
	11-city metro passenger volume ⁽²⁾	ECST T OMTRBJ	% Change from pre-pandemic level												
	Car Sales ⁽³⁾	PCAOPSW Index													
	Home Appliance Sales ⁽⁵⁾	CHMKFVON Index CHMKWVON Index CHMKAVON Index													
	50-City New Home Sales	{BI REALA TRAF 12110-2-W-Units W104 PRC <GO>}													
Financial Markets	Stock Market	SMSZ300 Index	% Change from pre-pandemic level												
	AA, AA+ Corporate Bond Yield Spread	CNCBR3 Index - CNCBA3 Index	Basis Points												

資料來源：CPCA、山東龍中資訊、中國國際貿易中心、CUSTEEL、上海航運交易所、彭博經濟

短期（1個月）觀點摘要



七月：又是玩智力遊戲了的時候了.....

上個月回顧：

6月份，恒生指數（HSI）進入盤整，當月下跌約1%。由於高頻數據顯示經濟復甦緩慢，以及美國/歐盟加大對中國的政治/貿易壓力，投資者情緒在本月變得更加謹慎。

我們對下個月的看法：

“**握住而不抬起; Stability First**” 托而不舉，穩字當先 這幾年來，一直是中國最高決策者採取的關鍵戰略和座右銘。這意味著只有當經濟或金融市場出現不穩定時，刺激或政策寬鬆才會生效。隨著 SHCOMP 回到重要的心理水準（3,000 點）下方，恒生指數徘徊在 18,000 點以下，517 后房地產市場改善微不足道，以及 24 年第 2 季度 GDP 可能邊際放緩，我們再次接近 2024 年初的困境——那是政府加大支援力度的時刻（降准、金融市場改革談判、更換中國證監會負責人、推出房地產市場政策等）。

因此，我們認為，最高決策者可能會在未來一個月（或兩個月）宣佈一些積極因素，以緩解金融市場的下行空間。我們預計恒生指數在7月上半月將保持疲軟，然後在下半年出現潛在反彈，因為在三中全會（7月15日至18日）和年中政治局會議（7月底左右）之前，有更多政策猜測。總體而言，我們預計7月份恆指將在18,000點左右交易，在政策投機開始之前，可能會超調至約17,500點。

7月其他值得關注的關鍵事件：（1）一些中國房地產開發商可能發出盈利警告；（2）在重要會議期間有沒有股息減稅公告？（3）中國主要銀行的除息可能拖累恒生指數的整體表現

歷屆三中全體會議回顧

- 三中全會可能會重申**2017年**党代會確定的關鍵優先事項，因為習仍然是國家主席
- 重點：提高生產力、農村土地改革、財政改革、支援住房部門和私營企業

中共黨代會三中全會名單

Party Congress	Date	Main outcome
11th	Dec 18-22, 1978	Shift the focus of Party work to socialist modernization and economic work. A directional change.
12th	Oct 20, 1984	Reform from rural to urban areas, break-through in key concepts like commodity economy and law of value
13th	Sep 26-30, 1988	Price and wage reform; strengthen and improve the ideological and political work in enterprises
14th	Nov 11-14, 1993	Lay out the framework of socialist market economy system.
15th	Oct 12-14, 1998	New socialist rural area developments
16th	Oct 11-14, 2003	Improve socialist market economy system concept, scientific development. Shareholding is a main form of public ownership, establish modern property rights system. Non-SOE entities can enter any field unless prohibited.
17th	Oct 9-12, 2008	Rural area reform, especially transferability of rural land contracting and management rights
18th	Nov 9-12, 2013	Comprehensive elaboration on main reform areas, market should play a decisive role in resource allocation
19th	Feb 26-28, 2018	Institution reforms for the Party and the government

資料來源：黨的檔。

中共二十大后改革會議一覽表

Commission	Date	Main outcome
Central Comprehensively Deepening Reforms Commission	Jun 11, 2024	Improve China's modern enterprise system; Food security; Promote innovations via opening-up
	Feb 19, 2024	Land management system; Green transformation of the Chinese economy; Promote innovations
	Nov 7, 2023	Promote the construction of a beautiful China; Improve state-owned capital operation budget system; Improve the regulatory mechanism for natural monopolies; Experts participation in public decision-making process; Zoning control of the ecological environment
	Jul 11, 2023	Higher-level opening-up to promote new development model; Deepening rural reform; Gradual shift from dual control of energy consumption to dual control of carbon emissions; Compensation system reform for universities and research institutes; Oil and natural gas market reforms; Power system reform
	Apr 21, 2023	Deepening reforms as the fundamental driving force for promoting Chinese-style modernization; Strengthen the leading role of enterprises in scientific and technological innovations; Improve the management of SOEs; Promote the development of private economy
Central Financial & Economic Affairs Commission	Feb 23, 2024	Large-scale equipment renewal and consumer goods replacement; Reduce the logistics cost of the economy; Maintain the share of the manufacturing sector in the economy relatively stable
	Jul 20, 2023	Protect farmland; Transformation and utilization of saline-alkali land
	May 5, 2023	Accelerate the construction of modern industrial system; Support China's modernization with high-quality population development
Central Financial Commission	Mar 13, 2024	Study Xi's speech at Two Sessions, implement government work report; Prevent financial risk, strengthen financial regulation, promote high-quality development
	Nov 20, 2023	Study Xi's speech at the Central Financial Work Conference. Five key areas including innovations, green, inclusive, pension and digital finance; Strengthen financial regulation and prevent financial risks; Overarching Party leadership on financial work

資料來源：黨的檔。

即將舉行的重大活動摘要

日期	事件
7 月 5 日	美國 – 工作數據 預計非農就業人數將降至約19萬（4月份為272k） •失業率會繼續升至4%以上嗎？7位經濟學家對6月份的普遍估計在3.9%至4.0%之間，因此>4.0%肯定意味著就業市場疲軟
7 月 11 日	美國 – CPI 核心CPI的下行趨勢會持續嗎？
7 月 23 日	美國 – 成屋銷售 在抵押貸款利率上升的情況下，它會保持疲軟嗎？
8 月 1 日 (美國7月31日)	美國 – FOMC 會議 市場定價表明不會減產;關注Powell在下次會議（即9月）首次降息的任何跡象
6月30日至7月3日	CH – 採購經理人指數 官方/財新採購經理人指數之間的分歧會持續嗎？官方採購經理人指數（PMI）是否進一步惡化？
7 月 12 日	CH – 匯出數據 這種力量能持續到6月嗎？
7 月 22 日	CH – 貸款市場報價利率（LPR） 儘管概率很低，但有什麼意想不到的減少嗎？

長期市場觀點摘要

美國市場觀點：美國大選前QT放緩是有意轉向

2017-2019年縮減週期意味著儘管盈利正增長，但在估值下調的情況下，前路將更加坎坷；我們認為，美聯儲於5月1日宣佈從6月1日開始放緩量化緊縮，這可能是由於選舉因素而有意轉向的，這可能會使估值在更長時間內保持高位

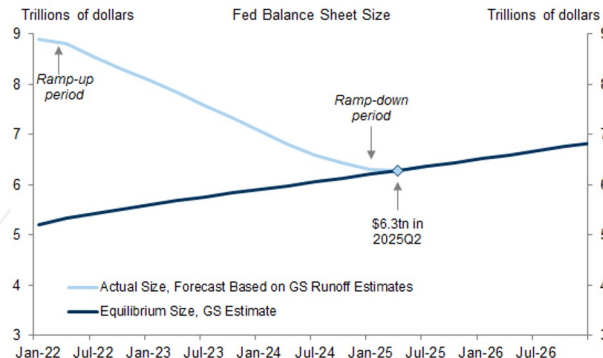
美聯儲進入本輪縮減週期的第一階段（2022年6月至8月），將資產負債表縮減上限為每月475億美元，我們現在處於第2階段（自2022年9月以來），金額增加到每月950億美元；但隨後在5月的FOMC會議上，美聯儲宣佈從2024年6月1日起將量化緊縮規模放緩至每月600億美元

在2017-2019年縮減週期中，標準普爾500指數的12個月遠期市盈率從 **C.18x 一度降額到 C.14x** 直到2019年底美聯儲大幅政策大轉彎後，才恢復到縮減前的水準

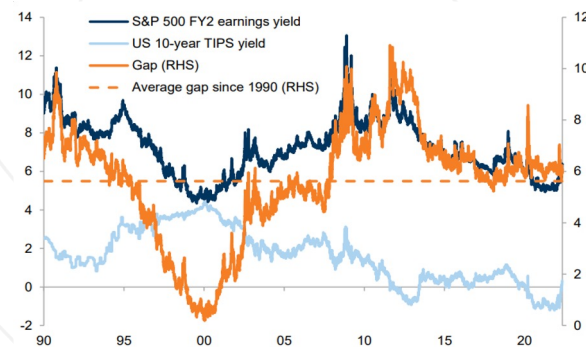
- 我們認為，放緩的QT加上有彈性的近期收益，可能會在更長時間內使整體市場估值保持高位，這可能會促進喬·拜登的連任
- 儘管由於美聯儲有意轉向，估值可能會在更長時間內保持在高位（可能持續到11月大選），但我們仍然認為標準普爾500指數**2024年市盈率為22倍**（高於15.7倍的長期市盈率），在以下方面對我們沒有足夠的吸引力：（1）通脹放緩但仍處於高位；（2）全球超級大國之間的地緣政治緊張局勢；（3）美國經濟增長放緩
- 策略：**保持相對的防守和敏捷；將部分配置轉移到流動黃金ETF（例如GLD US）或實物黃金信託（例如PHYS US）；對估值不高的無利可圖的科技股持謹慎態度；在美元市場中，IG與HY相比更受歡迎；逐步增加整體投資組合久期，以捕捉市場利率見頂

與上期報告比較，主要觀點變更以紅色標示

美聯儲資產負債表縮減：長達一年的進展



標準普爾 500 指數的收益收益率差距低於 LT 平均水準



資料來源：Basis Asset Management、彭博社、高盛

China Market Views: Taming Big Gray Rhinos Takes Time

- LGFV債務和房地產行業被視為兩頭大灰犀牛，因為它們對經濟、資產市場和銀行體系具有重要意義
- 到目前為止，高層決策者採取了零敲碎打的方式（人民幣1萬億元的地方債置換計劃、城市層面的住房政策寬鬆等），這表明去槓桿化步伐正在逐步放緩，經濟復甦的拖累時間更長
- 除非政策制定者轉向“火箭筒式”方法（鑒於問題的規模和具有挑戰性的地緣政治/經濟條件，我們認為目前不太可能這樣做），否則我們認為無法快速解決問題，去槓桿化進程可能需要幾年時間
- 我們預計政府的整體政策方向將保持不變**“To Hold Without Lifting; Stability First”** 托而不舉，穩字當先，這意味著只有當經濟或金融市場出現不穩定時，刺激或政策寬鬆才會生效
- 因此，我們預計中國/香港股市的主要方向將保持區間震盪，下行空間將受到謹慎政府支援的緩衝，但上行空間將受到持續去槓桿化努力的限制，除非我們看到政策方向的轉變和/或地緣政治/經濟狀況的改善

正確看待中美經濟週期

- 我們認為，美國經濟週期處於「滯脹」後期（即增長放緩和通脹下降），中國處於「再通脹」階段（但可以受到政策的影響）

我們的基本假設是，美國經濟將在24年第二季度左右出現溫和衰退；未來幾個月，美國企業盈利勢頭將進一步減弱，因為快速加息的影響將波及整個經濟；預計美國高收益違約風險將上升

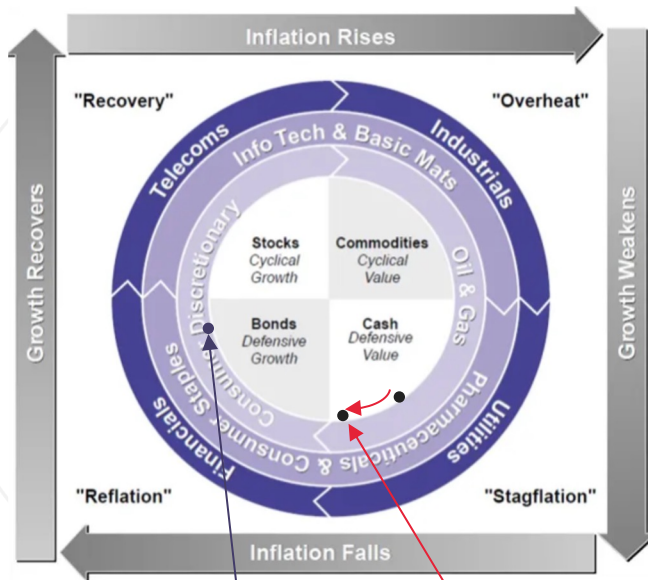
我們的建議：

- 股票：**由於全球利率居高不下，對現金流/資產負債表不佳的虧損公司保持謹慎
- 信用：**美元市場增持IG對高收益（IG ETF：LQD US）；對於美國股市敞口較大的投資者，通過減持股票來增加美國IG信貸敞口
- 資產配置：**重申我們的審慎立場；建議在3-6個月內維持一些黃金配置，以在24年第二季度左右對沖美國經濟衰退風險

與上期報告比較，主要觀點變更以紅色標示

資料來源：美國銀行AML、Basis AM

美銀投資時鐘框架



我們認為，美國在“滯脹”方面已經進入了非常晚的階段

中國很可能位於之一個點；然而，它可能會受到中國政策的嚴重影響



时间	事件	重点关注
2023年4季度		
11月30日-12月12日	联合国气候变化大会（COP28）	关注全球与中国碳达峰、碳中和工作进展
12月14日	欧央行议息会议	关注欧央行货币政策走向
12月14日	FOMC议息会议	关注对于全球流动性环境的影响
12月	中央政治局会议	关注经济政策走向
12月	中央经济工作会议	回顾2023年经济形势，部署2024年经济工作
2024年		
1月	1号文件发布	一般为农业相关主题
1月左右	地方两会	关注重点地方的政策导向
1月15日-1月19日	达沃斯世界经济论坛	关注全球主要领袖在论坛上的相关发言
2月1日	FOMC议息会议	关注对于全球流动性环境的影响
2月	中国央行2023年第四季度货币政策执行报告	回顾2023年四季度货币政策情况，部署未来货币政策工作
3月初	全国两会	关注政府工作报告的政策导向
3月	中国财政部2023年财政政策执行报告	回顾去年财政政策情况，部署未来财政政策工作
3月	OECD发布经济前瞻	关注全球经济预测
3月21日	FOMC议息会议	关注对于全球流动性环境的影响
3月左右	博鳌亚洲论坛2024年会	关注领导人在年会上的相关发言
4月	中央政治局会议	关注经济政策走向
5月2日	FOMC议息会议	关注对于全球流动性环境的影响
5月	中国央行第一季度货币政策执行报告	回顾一季度货币政策情况，部署未来货币政策工作
6月13日	FOMC议息会议	关注对于全球流动性环境的影响
7月	中央政治局会议	关注经济政策走向
7月26日-8月11日	巴黎奥运会	关注相关产业的影响
8月1日	FOMC议息会议	关注对于全球流动性环境的影响
8月	中国央行第二季度货币政策执行报告	回顾二季度货币政策情况，部署未来货币政策工作
9月19日	FOMC议息会议	关注对于全球流动性环境的影响
11月5日	美国总统大选	关注美国政局变化
11月8日	FOMC议息会议	关注对于全球流动性环境的影响
11月	中国央行第三季度货币政策执行报告	回顾三季度货币政策情况，部署未来货币政策工作
11月	G20峰会在里约热内卢举行	关注峰会议题
12月19日	FOMC议息会议	关注对于全球流动性环境的影响
12月	中央政治局会议	关注经济政策走向
12月	中央经济工作会议	回顾2024年经济形势，部署2025年经济工作

2024年主要活動

要監控的關鍵事項：

中國第三次全體會議期間的住房和經濟政策

• 美聯儲和歐洲央行首次降息的時機

• 美國總統大選

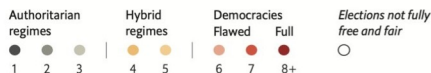
- 市場普遍預期特朗普將回歸
- 民意調查顯示特朗普將獲勝
- 特朗普的勝利可能會帶來更高的政策不確定性



2024 Election events that could most impact APAC trading and market structure

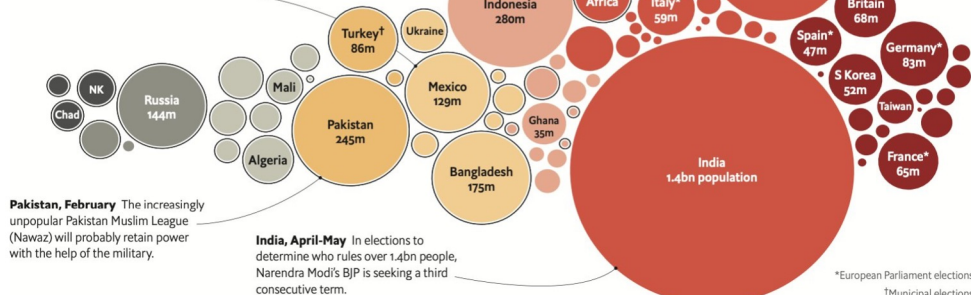
Jan	Feb	Mar	Apr	May	Jun	Jul	Aug	Sept	Oct	Nov	Dec	No date yet
13 th Taiwan (Presidency, Legislative Yuan)	8 th Pakistan (National Assembly) 14 th Indonesia (Presidency, Reg. Rep. Council, House of Rep.)	15 th -17 th Russia (Presidency) 31 st Ukraine (Presidency ~ may not occur due to martial law)	10 th S. Korea (National Assembly)	TBC April/May India (House of The People)	6 th -9 th EU (Parliament)			16 th & 25 th USA Presidential Debates	1 st & 9 th USA Presidential Debates	5 th USA Election (Presidency, Senate and House of Rep.)		By Jan 28, 2025 UK (House of Commons)

Countries with an election in 2024, by democracy score



Mexico, July Morena's re-election as ruling party is almost assured, and Mexico will have a woman president for the first time.

South Africa The ANC may fall short of a majority, which would be a political earthquake weakening president Cyril Ramaphosa.



資料來源：《經濟學人》、摩根大通

2024年選舉日曆

國家數量

40 (佔全球的 21%)

人口

32億 (佔全球的41%)

國內生產總值

442億美元 (佔全球的42%)

聯繫方式

如欲瞭解更多資訊，請聯繫：

Sam Lau

SamLau@basisamhk.com

+852 3701-0312

Kelvin Chan

KelvinChan@basisamhk.com

+852 3701-0303

Cyrus Chong

CyrusChong@basisamhk.com

+852 3701-0306

Hermia Chan

HermiaChan@basisamhk.com

+852 3701-0307

Rio Wang

RioWang@basisamhk.com

+852 3701-0305

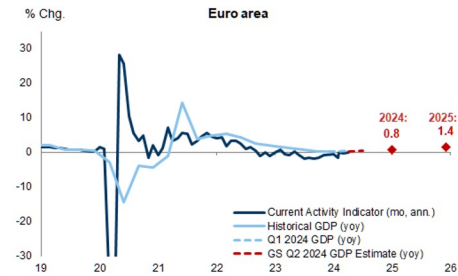
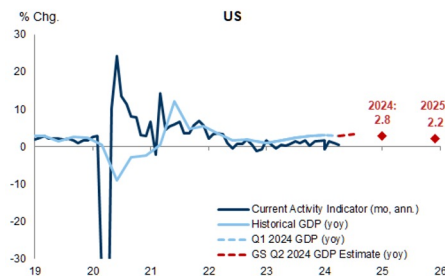
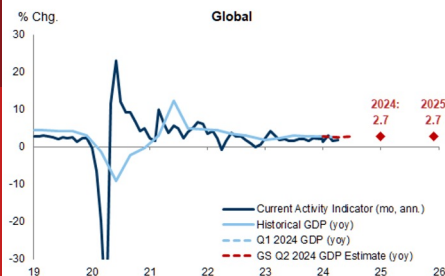


粵創資產管理有限公司
INNOVEST ASSET MANAGEMENT LIMITED

附錄

大多數主要經濟體全球經濟增長疲軟，金融環境收緊

Economics							Markets								Equities									
GDP growth (%)	2024				2025		Interest rates 10Yr (%)	Last	E2024	E2025	FX	Last	3m	12m	S&P 500	E2024		E2025		Returns (%)	12m	YTD	E2024 P/E	
	GS (Q4/Q4)	Cons. (Q4/Q4)	GS (CY)	Cons. (CY)	GS (CY)	Cons. (CY)										GS	Cons.	GS	Cons.					
Global	2.8	--	2.7	2.6	2.7	2.6	US	4.43	4.25	4.10	EUR/\$	1.08	1.05	1.08	Price	5,200	--	--	--	S&P 500	-2	11.3	22.2x	
US	2.4	1.6	2.8	2.4	2.2	1.8	Germany	2.49	2.25	2.00	GBP/\$	1.27	1.24	1.28	EPS	\$241	\$244	\$256	\$278	MXAPJ	2	7.5	14.7x	
China	4.7	4.7	5.0	4.9	4.2	4.5	Japan	1.00	1.25	1.80	\$/JPY	156	155	150	Growth	8%	10%	6%	14%	Topix	6	15.7	16.1x	
Euro area	1.4	1.2	0.8	0.7	1.4	1.4	UK	4.17	3.75	3.75	\$/CNY	7.22	7.30	7.20						STOXX 600	4	8.8	14.3x	
Policy rates (%)	2024				2025		Commodities	Last	3m	12m	Credit (bp)	Last	1H24	2H24	Consumer	2024		2025		Wage Tracker 2024 (%)				
	GS	Mkt.			GS	Mkt.										CPI (%, yoy)	Unemp. Rate	CPI (%, yoy)	Unemp. Rate	Q1	Q2	Q3	Q4	
US	4.88	4.91			3.88	4.36	Nat Gas, NYMEX (\$/mmBtu)	2.84	2.70	4.00	USD	IG	87	89	90	US	3.3	3.8	2.7	3.7	4.3	--	--	--
Euro area	3.25	3.26			2.25	2.83	Nat Gas, TTF (EUR/MWh)	34.64	30	32		HY	300	297	291	Euro area	2.4	6.7	2.1	6.7	--	--	--	--
China	1.70	1.85			1.70	--	Copper (\$/mt)	10,295	10,500	13,000	EUR	IG	121	121	120	China	0.4	--	1.5	--	--	--	--	--
Japan	0.13	0.36			0.63	0.52	Gold (\$/troy oz)	2,408	2,600	2,700		HY	328	341	336									

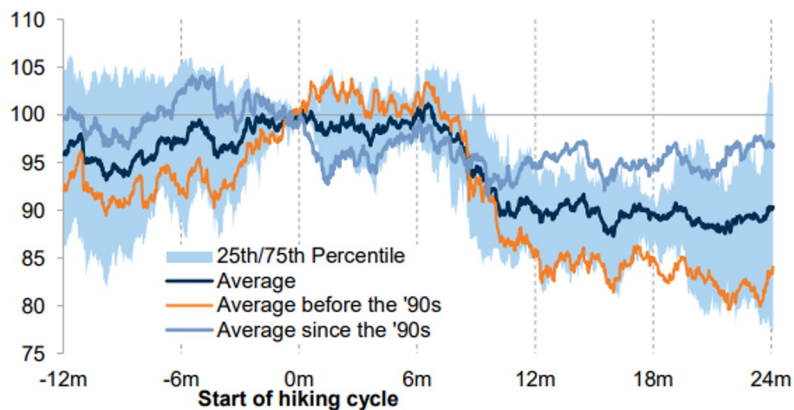


Source: Basis Asset Management, Bloomberg, Goldman Sachs. Data as of 24 May 2024.

在美聯儲加息週期中，美國股票估值將下降，價值股將跑贏成長股

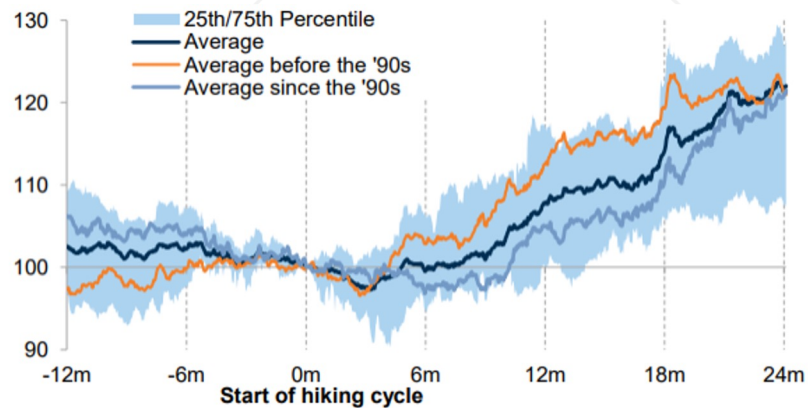
在美聯儲加息週期中，股票估值平均下調

標準普爾 500 指數 12 個月遠期市盈率 (1985 年之前的追蹤市盈率)



在美聯儲加息週期中，價值股最終跑贏了成長股

標準普爾 500 指數 12 個月遠期市盈率 (1985 年之前的追蹤市盈率)



資料來源：Basis Asset Management、彭博社、高盛



粵創資產管理有限公司

INNOVEST ASSET MANAGEMENT LIMITED

Knowledge

Integrity

Professional

格致

誠信

專業