



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

資本市場 策略

2024 年 10 月 2 日



免責聲明

本演示內容僅供參考，並不構成要約、招攬或邀請、宣傳或任何其他建議或推薦。

本演示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。在做出投資決策時，請讀者獨立思考並尋求專業建議（如有必要）。基金投資涉及風險。過去的表現並不代表未來的表現。投資者在認購基金前，應仔細閱讀基金的相關銷售文件，以了解基金的相關風險因素。若因本出版物的內容而造成任何損失，則Innovest Asset Management Limited或其集團內的任何公司無關。

本簡報由 Innovest Asset Management Limited 發布，未經香港證券及期貨事務監察委員會審查。



內容

1. 最新市場話題
2. 短期市場展望
3. 股票推薦
4. 長期市場展望



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

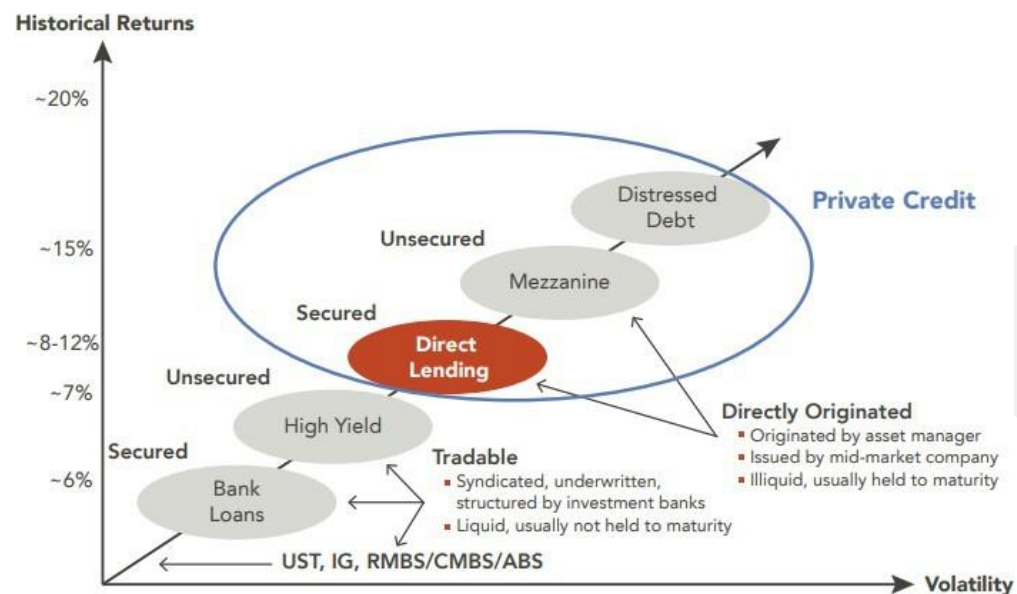
私人信貸

一把雙刃劍 – 需要明智地使用

什麼是私人信貸？

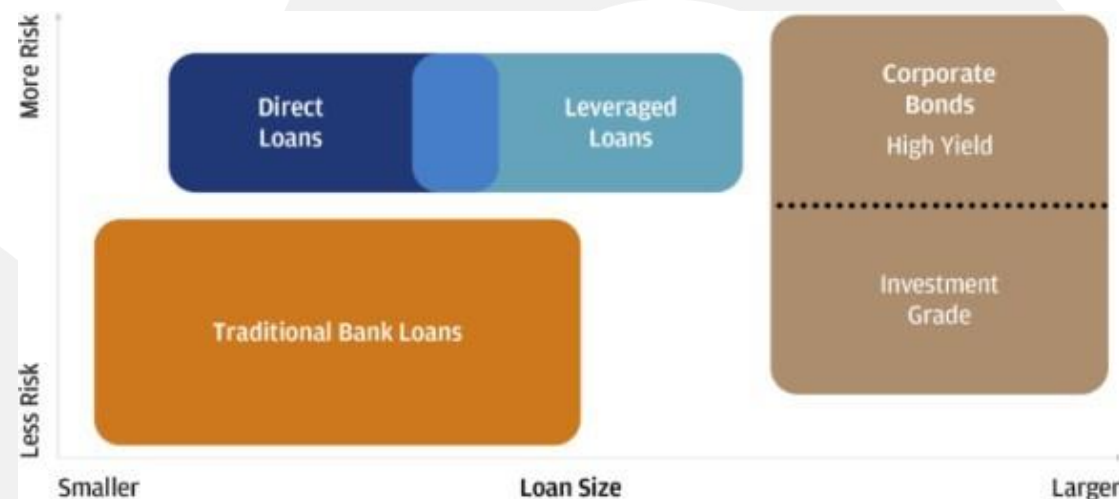
- 私人信貸是在公開市場之外協商的信貸投資，通常不在公開市場交易
- 根據 Marquette Associates 編制的歷史回報和波動性數據，私募信貸資產類別的回報高於傳統固定收益資產（例如高收益、銀行貸款、投資級債券），但也具有更高的波動性
- 私募信貸涵蓋廣泛的領域，其中 直接借貸 佔私募信貸市場的一半以上

固定收益光譜（回報與波動性）



Source: Marquette Associates.

固定收益光譜（回報與波動性）



Source: JP Morgan

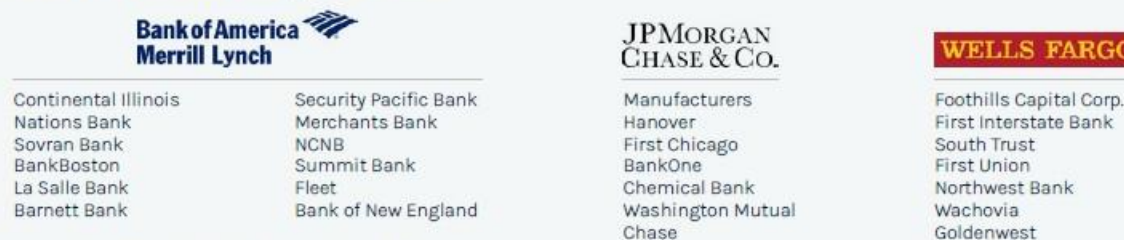
市場規模的驚人增長

- 2008 年金融大危機後，美國銀行合併和銀行監管加強，導致銀行 對非流動性資產的需求減少
- 自 2008 年以來，低利率和充足的流動性環境也鼓勵富裕和機構投 資者進入私人信貸市場，因為提供的收益率更高
- 資產管理公司使用業務發展公司（BDC）將資產類別打包給公 眾，其中一些公司在紐約證券交易所上市並積極交易

U.S. Bank Consolidation

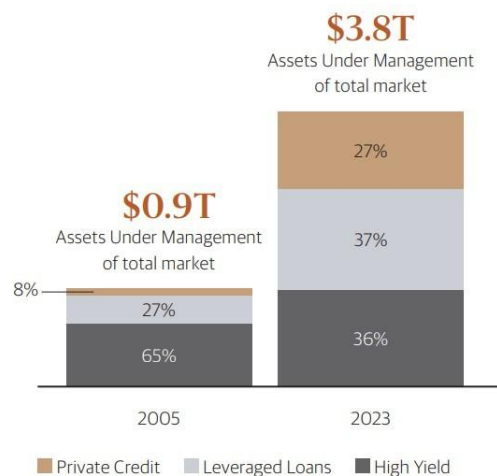


Bank consolidation over past decades¹

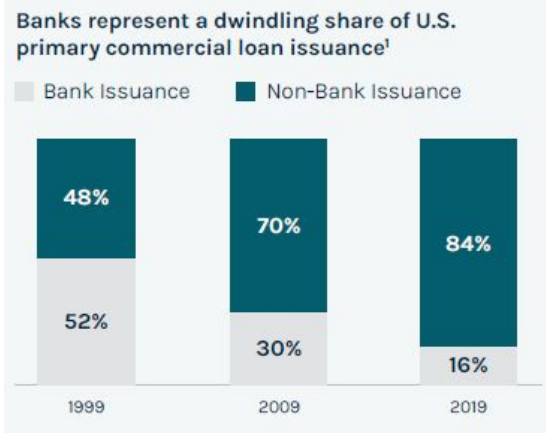


1. Source: Ares. For illustrative purposes only.

US Below-Investment-Grade Credit Market

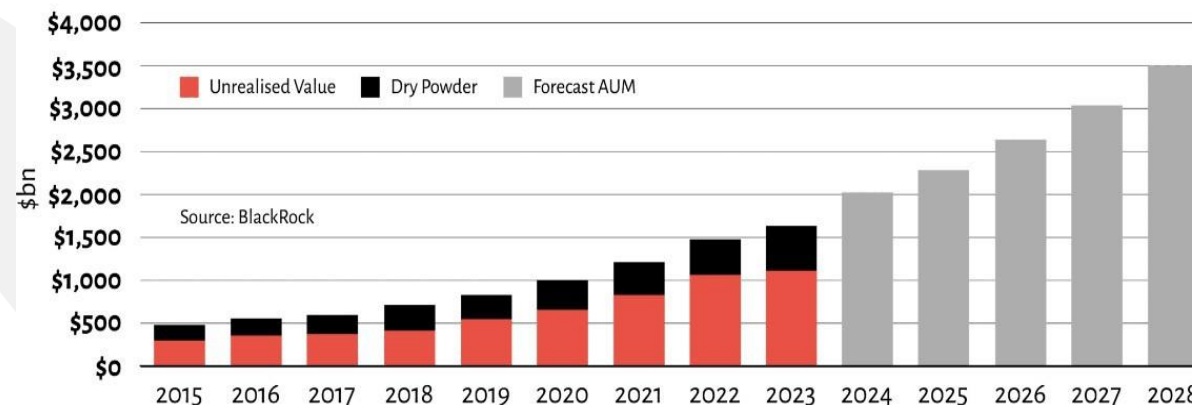


Source: Bloomberg, Preqin



Source: Ares, S&P

Forecast: The Private Credit (Debt) AUM, is expected to reach \$3.5T by year-end 2028



Source: BlackRock

商業和工業貸款結構的比較

	Bank Loans	Direct Lending			
		Unitranche*		Mezzanine	High Yield Bonds
		First Lien	Second Lien		
Coupon Payments	Floating 3.5-4.5% floating over SOFR (~5% today)	Floating 5.0-6.0% floating over SOFR (~5% today)	Floating 6.0-8.0% floating over SOFR (~5% today)	Fixed 12.0-15.0% fixed (may have a PIK component)	Fixed 7.0-10.0% fixed (may have a PIK component)
Security	Secured; first lien on assets	Secured; first lien on assets	Secured; second lien on assets	Subordinated	Subordinated
Liquidity	Fairly liquid	Illiquid	Illiquid	Illiquid	Typically liquid
Covenants	Loose or no covenants (depends on what market will bear)	Highly negotiated covenants, 1-2 at the moment, including maintenance/ incurrence covenants	Highly negotiated covenants, including maintenance/incurrence covenants, but takes a back seat to 1L covenants		Typically incurrence covenants only
Stated Maturity	5-6 years	5-7 years	5-7 years	5-7 years	7-10 years
Prepayment Terms	Par	Par - \$1.03	Par - \$1.03	Often 2-yr non-call, then at premium	Often 3-5-yr non-call
Closing Fees / Discount ("OID")	1-3% goes to banks	1-3%	2-5%	2-5%	1-2%
Equity	No	Not generally	Yes, potential upside through equity co-investments or warrants		No

Source: Ares

商業和工業貸款結構的比較(續)

	Bank Loans	Direct Lending		
		Unitranche*		High Yield Bonds
		First Lien	Second Lien	
Due Diligence (DD)	Intensive DD by lead investors; syndicate access to diligence may be more limited	Intensive, including full access to management, 3rd-party accounting reviews		Public equity-style research designed to identify attractive risk-adjusted returns within the investable universe
Control	Limited to no control over deal structure and terms; risk of large group of investors who may have misaligned interest in downside scenario	Generally sole lender or part of small group of investors, giving lenders more control over structure, terms, documentation, amendments and work-out situations; benefit from position of incumbency for follow-on investments		Limited to no control over deal structure and terms; risk of large group of investors who may have misaligned interest in downside scenario
Board Rights	No	May have board observer seats	May have board observer seats or board seats	No
Information	Variable	Typically access to robust financial packages and frequent contact with management teams		Limited to quarterly public information

*Unitranche is a loan structure that combines senior and subordinated debt into one loan.

Source: Ares

與傳統信貸部門相比，歷史表現強勁

- 私募信貸的表現優於傳統信貸領域(例如高收益債券、槓桿貸款)
- 根據 Cliffwater 數據, 2005 年至 2023 年期間, 與傳統信貸相比, 僅有 1 年出現負回報(2008 年為-6.5%)且表現強勁
- 但請注意, 大多數私人信貸債務缺乏流動性, 且並不總是以市價計價, 這使得它們在市場低迷時更具彈性

Annual returns of Fixed Income Key Indices Ranked in Order of Performance (2016-2023)

2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	Total Return Aggregate Performance
17.1% US High Yield	10.4% Global High Yield	8.1% Private Credit	14.3% US High Yield	9.2% Global Investment Grade Bonds	12.8% Private Credit	6.3% Private Credit	14.0% Global High Yield	9.2% Private Credit
14.3% Global High Yield	8.6% Private Credit	0.4% US Leveraged Loans	12.6% Global High Yield	7.5% US Investment Grade Bonds	5.3% US High Yield	-0.8% US Leveraged Loans	13.4% US High Yield	6.1% US High Yield
11.2% Private Credit	7.5% US High Yield	0.0% US Investment Grade Bonds	9.0% Private Credit	7.1% US High Yield	5.2% US Leveraged Loans	-11.2% US High Yield	13.3% US Leveraged Loans	5.4% US Leveraged Loans
10.2% US Leveraged Loans	7.4% Global Investment Grade Bonds	-1.2% Global Investment Grade Bonds	8.7% US Investment Grade Bonds	7.0% Global High Yield	1.0% Global High Yield	-12.7% Global High Yield	12.1% Private Credit	4.9% Global High Yield
2.6% US Investment Grade Bonds	4.1% US Leveraged Loans	-2.1% US High Yield	8.6% US Leveraged Loans	5.5% Private Credit	-1.5% US Investment Grade Bonds	-13.0% US Investment Grade Bonds	5.7% Global Investment Grade Bonds	1.5% US Investment Grade Bonds
2.1% Global Investment Grade Bonds	3.5% US Investment Grade Bonds	-4.1% Global High Yield	6.8% Global Investment Grade Bonds	3.1% US Leveraged Loans	-4.7% Global Investment Grade Bonds	-16.2% Global Investment Grade Bonds	5.5% US Investment Grade Bonds	0.8% Global Investment Grade Bonds

Source: Morningstar, Cliffwater. As of 31 December 2023.

Calendar Year Return Comparison: 2005-2024

Calendar Year	Cliffwater Direct Lending Index (CDLI)	Bloomberg High Yield Bond Index	Morningstar LSTA US Leveraged Loan Index	Bloomberg Aggregate Bond Index
2005	10.1%	2.7%	5.1%	2.4%
2006	13.7%	11.9%	6.7%	4.3%
2007	10.2%	1.9%	2.1%	7.0%
2008	-6.5%	-26.2%	-29.1%	5.2%
2009	13.2%	58.2%	51.6%	5.9%
2010	15.8%	15.1%	10.1%	6.6%
2011	9.8%	5.0%	1.5%	7.9%
2012	14.0%	15.8%	9.7%	4.2%
2013	12.7%	7.5%	5.3%	-2.0%
2014	9.6%	2.5%	1.6%	5.9%
2015	5.5%	-4.5%	-0.7%	0.6%
2016	11.2%	17.1%	10.1%	2.7%
2017	8.6%	7.5%	4.1%	3.6%
2018	8.1%	-2.1%	0.5%	0.0%
2019	9.0%	14.2%	8.7%	8.7%
2020	5.5%	7.1%	3.1%	7.5%
2021	12.8%	5.3%	5.2%	-1.5%
2022	6.3%	-11.2%	-0.8%	-13.0%
2023	12.1%	13.5%	13.3%	5.5%
10 Years	8.8%	4.6%	4.4%	1.8%
Inception	9.5%	6.4%	4.8%	3.1%

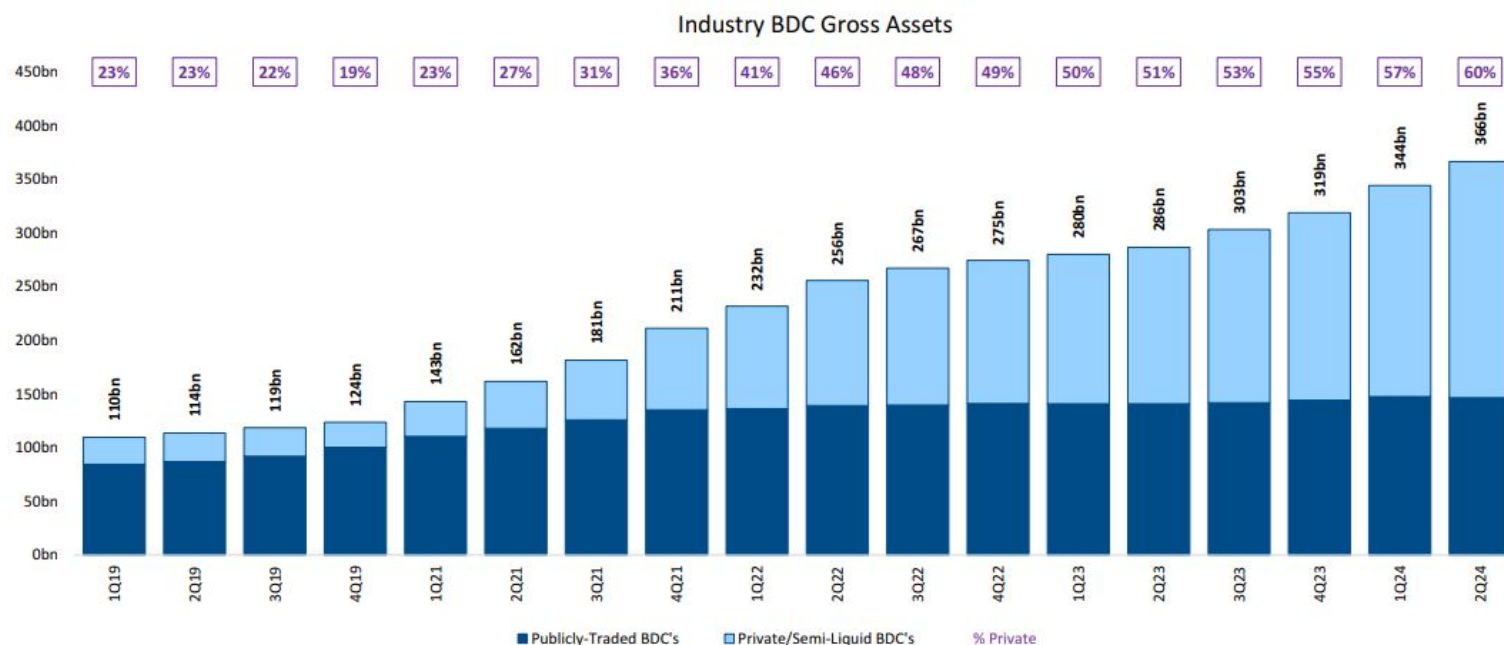
Source: Cliffwater. Blue highlights show the best performing of the four indexes for a given year, while tan highlights are our own and notate negative absolute return years. All returns are gross total returns. Past performance is not an indicator of future returns.

- 但與公共信貸不同的是, 投資者很難直接進入私人信貸市場
- 這催生了稱為商業發展公司 (BDC) 的投資工具

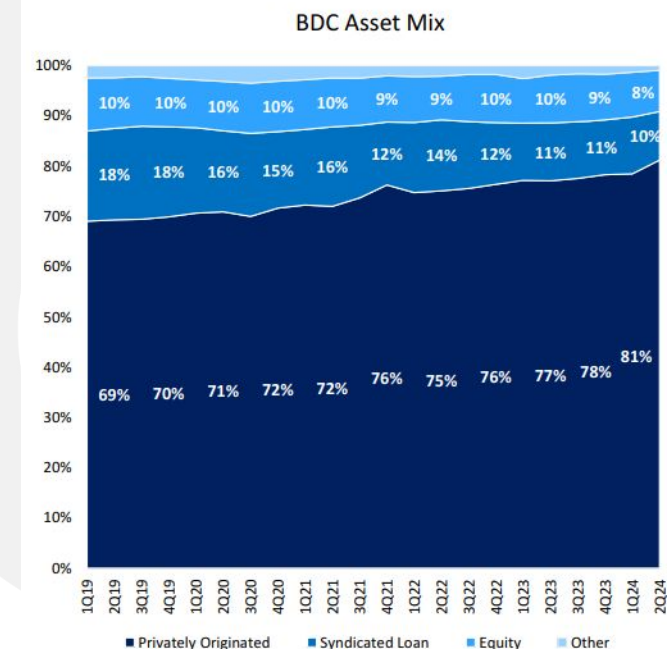
BDC：用於獲取私人信貸資產的公開上市/私人工具

- 業務發展公司(BDC)可以被視為投資者獲得多元化資產池裡私人信貸資產所有權的包裝器或工具。
- BDC 是一家封閉式投資公司，由國會根據 1940 年《投資公司法》第 54 條的修正案創建，稱為 1980 年《小企業投資激勵法》
- BDC 可以是公開上市的，也可以是私人的 – 大約 40% 的 BDC 按總資產公開上市，債務資產佔資產配置的 >90%

Publicly listed and private BDC gross assets



Aggregate BDC allocations by asset class



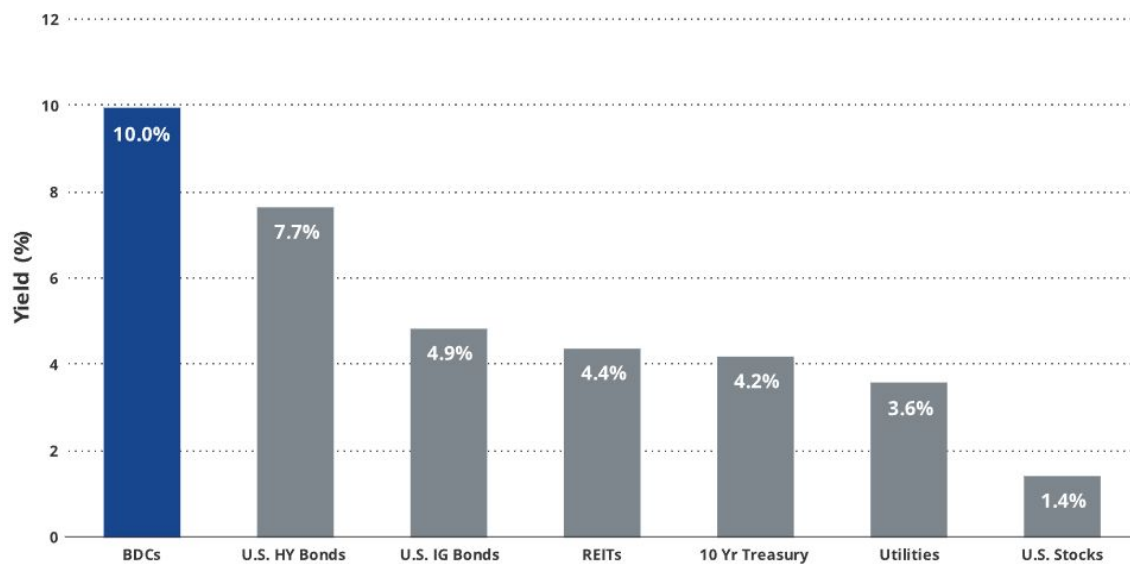
Syndicated loan allocations estimated by loans with available pricing data

Source: LSEG Data and Analytics, BDC Collateral, Goldman Sachs

公開上市的 **BDC**: 面向零售市場

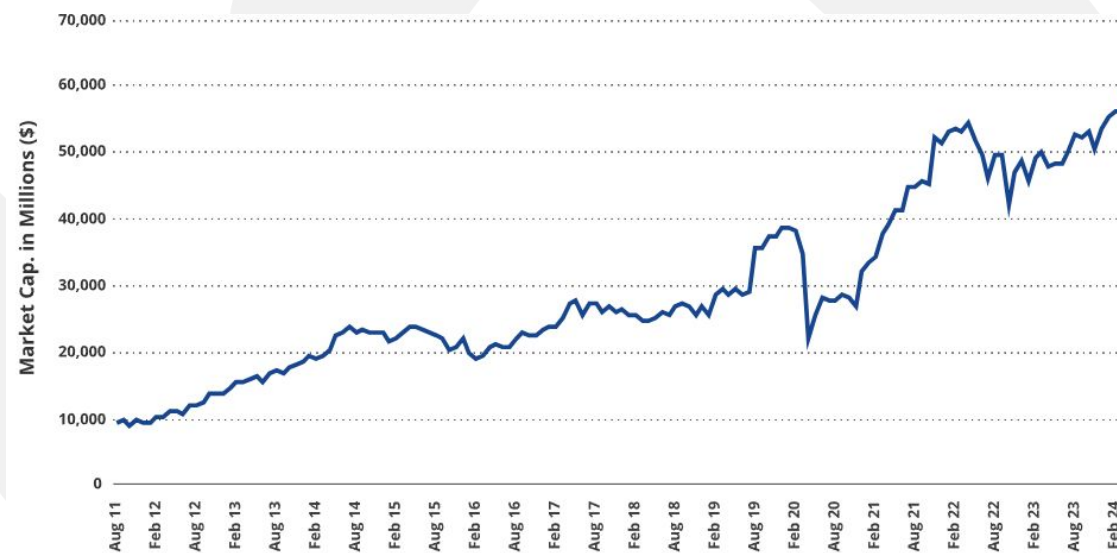
- 公開上市的商業發展公司 (BDC) 適合在不犧牲流動性需求的情況下尋求進入私人信貸市場的投資者, 因為 BDC 是公開交易的證券, 在大多數情況下具有不錯的二級市場流動性
- 風險:(1) 許多BDC 使用槓桿來提高收益率;(2) 在重大經濟衰退期間(例如新冠疫情), BDC 可能會出現大幅下跌(3) 許多標的信用資產不受第三方評級, 這與公共信用不同, 公共信用通常獲得評級機構(例如標準普爾、惠譽)的信用評級;(4) BDC 可能以資產淨值的溢價/折價進行交易, 並且通常比標的私募信貸資產波動更大;(5) 多收費高額費用(基本費用+ 績效費);

BDC 提供更高的產量



Source: FactSet. Past performance is no guarantee of future results. BDCs represented by MVIS US Business Development Companies Index; U.S. HY Bonds represented by ICE BofA US High Yield Index; REITs represented by FTSE NAREIT Equity REITs Index; Utilities represented by Standard & Poor's 500 Utilities Index; U.S. Stocks represented by Standard & Poor's 500 Index; U.S. IG Bonds represented by Bloomberg Barclays US Aggregate Bond Index; U.S. 10 Yr Treasury represented by ICE BofA Current 10-Year US Treasury Index.

BDC 的市值



Source: FactSet. BDCs represented by MVIS US Business Development Companies Index (MVBDOCTR); Index data prior to June 19, 2023 reflects that of the MVIS US Business Development Companies Index (MVBIDTGS). From June 19, 2023 forward, the index data reflects that of the MVIS US Business Development Companies Index (MVBDOCTR). Index history which includes periods prior to June 19, 2023 links the performance of MVBIDTGS and MVBDOCTR and is not intended for third party use. Past performance is no guarantee of future results.

公開上市的 **BDC** : 長期回報率不錯, 但在經濟低迷時期表現不佳

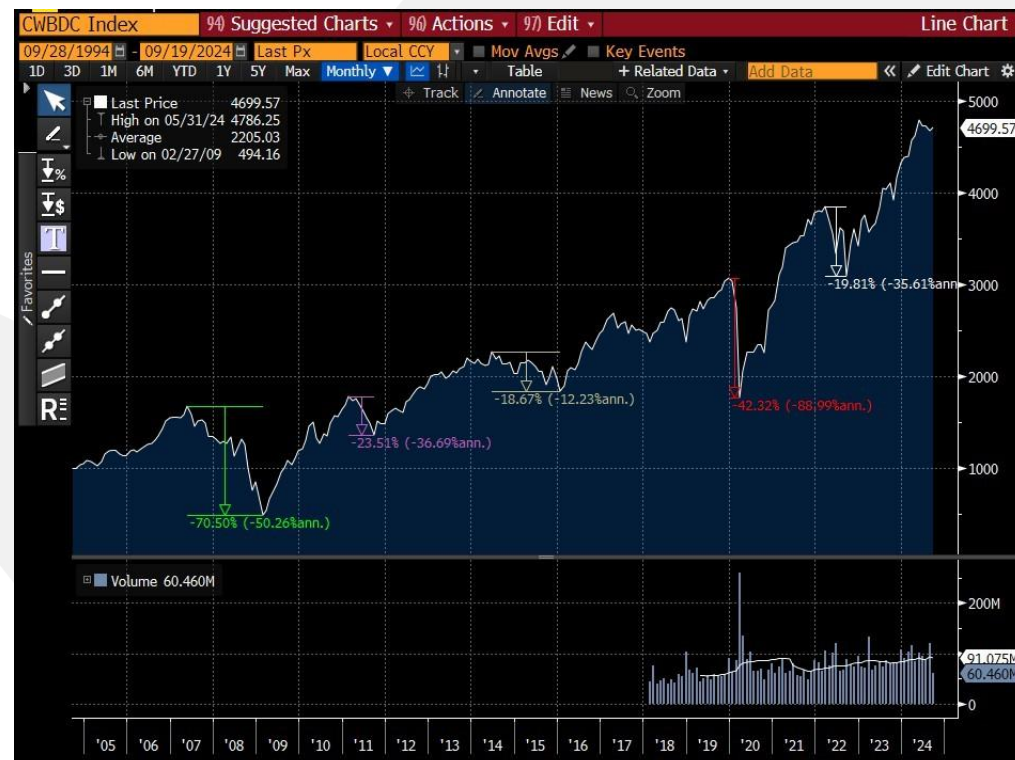
- 公開上市的 BDC 在過去 10 年中產生了約 8% 的總回報(年化), 但道路非常崎嶇, 在重大經濟衰退期間(2008 年全球金融危機、2020 年新冠疫情封鎖)期間出現了約 40-50% 的修正
- BDC 的負債比率和標的私人信貸資產缺乏流動性放大了 BDC 在市場低迷期間的價格下跌

BDC 的總回報與傳統信貸(10 年)



Source: Bloomberg

BDC 在經濟衰退中表現不佳

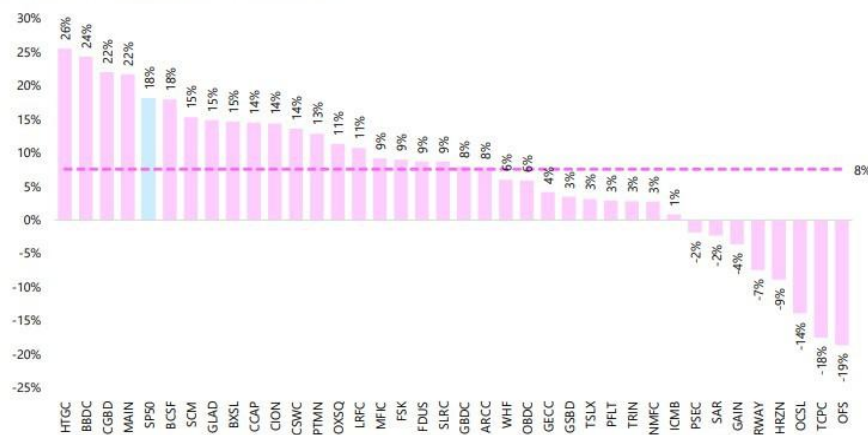


Source: Bloomberg

選定公開上市的 **BDC** 的 **KPI**

Exhibit 2 - Year to Date Total Returns

S&P500 in blue. Dotted line is BDC average.



Source: Jefferies, FactSet

Exhibit 5 - Annual Earnings Impact of Each 100bps Rate Cut

Adjusted for incentive fee reductions.

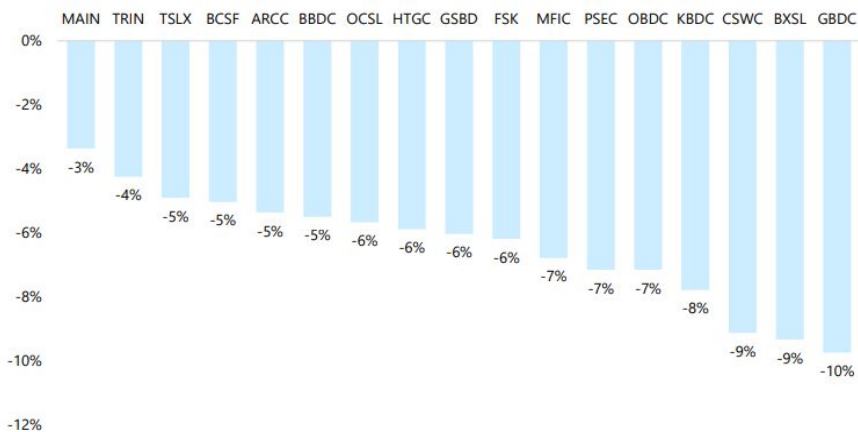
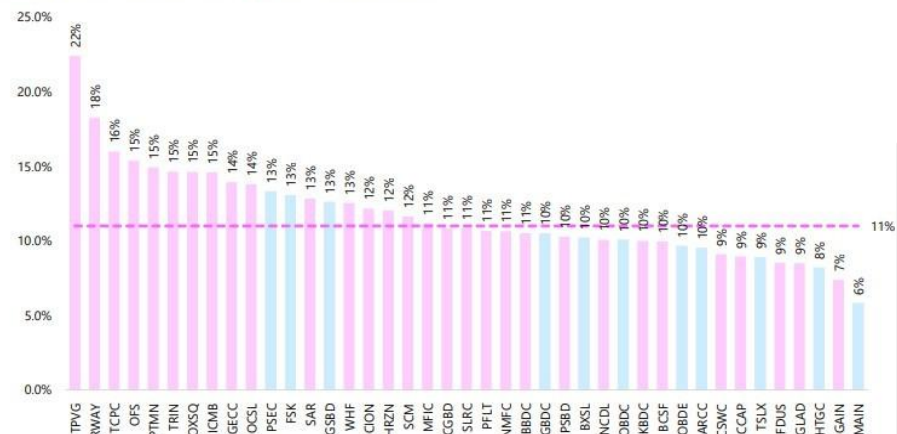


Exhibit 3 - Dividend Yields (Annualized MRQ Base Dividend)

Blue represents companies with >\$1.5B market cap.



Source: Jefferies, FactSet, company data

Exhibit 6 - Annual Base Management Fee, % of Non-Cash Assets



部分公開上市商業發展中心的 KPI (續)

Exhibit 7 - Annualized Incentive Fee Hurdle Rate

Represents the annualized hurdle rate of return after which management earns incentive fees (usually a 100% catch-up amount until the second hurdle rate is reached)



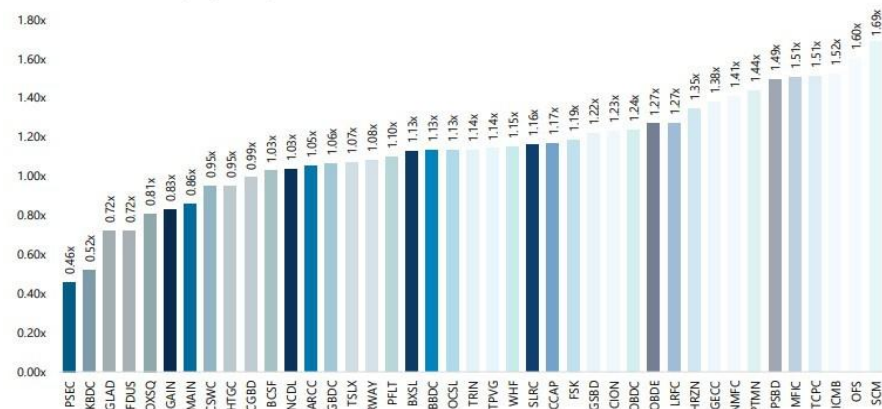
Source: Jefferies, company data

Exhibit 9 - Annualized Incentive Fee Rates



Source: Jefferies, company data

Exhibit 10 - Debt to Equity Comparison



Source: Jefferies, FactSet



追蹤兩個 E 開頭的關鍵詞

經濟 (Economy)：衰退或軟著陸
選舉 (Election)：哈里斯或特朗普

美國經濟狀況

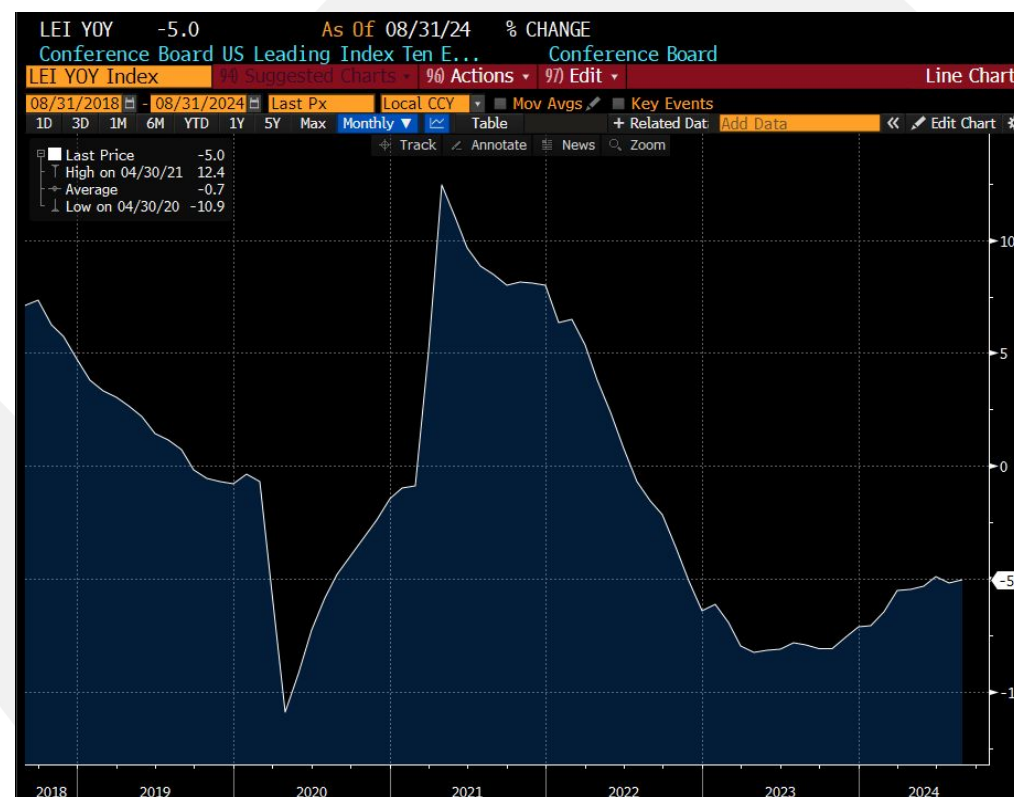
- 花旗美國經濟意外指數最近幾週反彈(但仍處於負值區域), 這個信號預示著 放緩可能繼續以適度的速度進行
- 美國大型企業聯合會美國領先指數略有改善(但仍處於負值區域), 這預示著 放緩可能繼續以適度的速度進行

花旗經濟驚喜指數 - 美國



Source: Bloomberg. As of 23 Sep 2024.

世界大型企業聯合會美國領先指數(年比百分比)

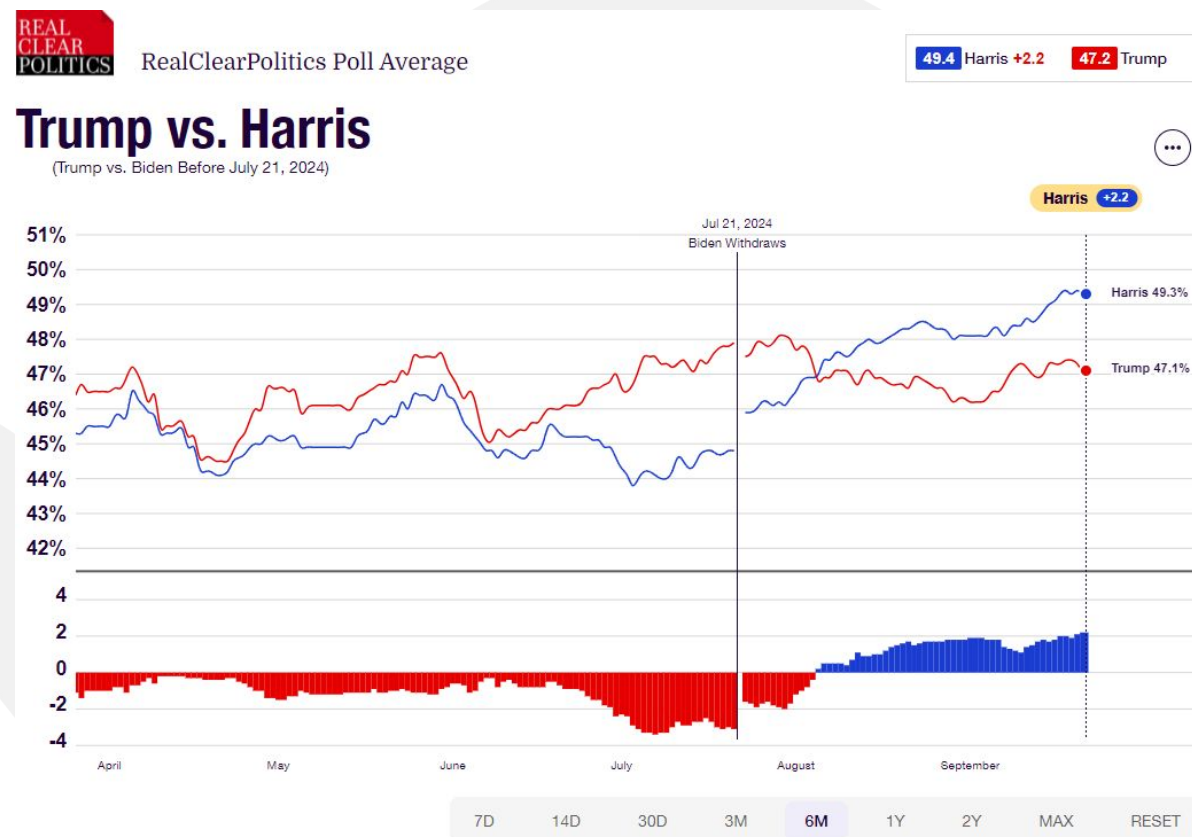
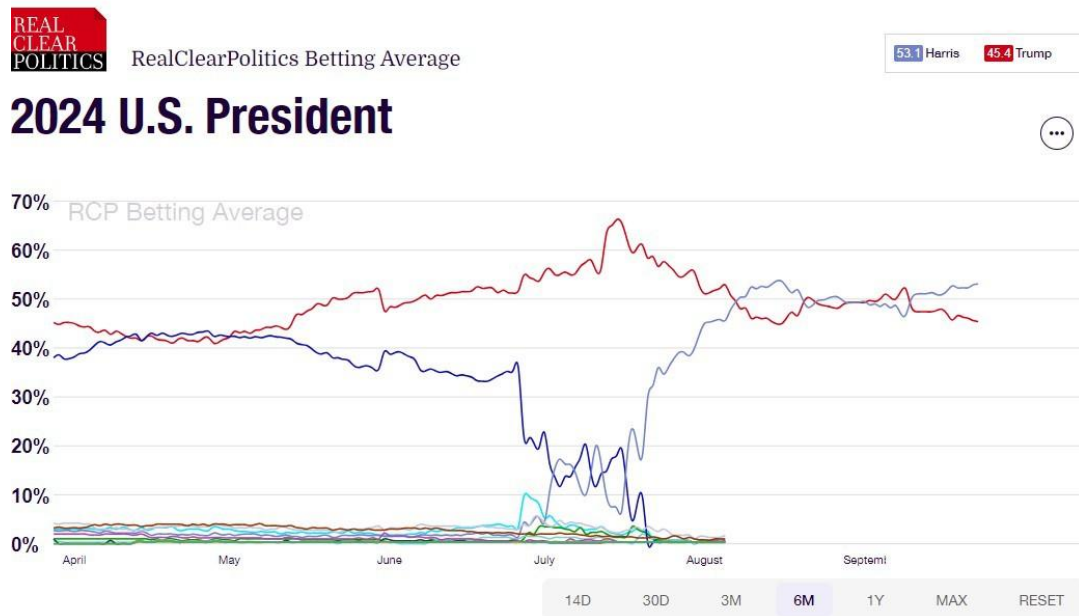


Source: Conference Board

美國總統大選

- 投注賠率表明哈里斯領先川普相當有意義——獲勝幾率高出 7.7%
- 就民調結果而言，哈里斯繼續保持對川普的領先優勢——目前領先 2.2%

BETTING ODDS	HARRIS	TRUMP
RCP Average	53.1	45.4
Betfair	52	43
Betsson	54	48
Bovada	55	46
Bwin	54	48
Points Bet	55	46
Polymarket	50	45
Smarmets	52	42





內容

1. 最新市場話題
2. 短期市場展望
3. 股票推薦
4. 長期市場展望

10月:政策組合 + 盈利改善 = 設定了堅實的下線

上個月回顧:

9月份, 恒生指數 (HSI) 上演了一場壯觀的 V 形反彈並突破了 **21,000** 點的水準。約 **18%** 的月度漲幅是自 **2022** 年 **11** 月中國在 **Covid** 長期封鎖後重新開放以

來最強勁的月度回報率。美國政策利率下調 **50** 個基點的幅度大於預期, 以及中國宣佈的一攬子政策刺激措施推動了此次反彈。

我們對下個月的看法:

從基本上出發: 正如我們在之前的月度報告中所強調的那樣, **HSI** 收益明顯改善, 這主要是由互聯網、硬體和大宗商品公司的推動。我們認為, 隨著“政策實施”的實施和敵對的行業監管環境減少, 預計整體收益至少在短期內將保持穩定。

從技術角度出發: 我們認為, 敏感的時機 (季度末) 和非常擁擠的交易狀態 (空頭/**UW China** 是一項非常共識的交易) 放大了 **FOMO** 情緒和空頭擠壓。再加上基本面和政策力量的改善, **HSI** 已達到 **RSI = 88** 的極度超買水準, 這幾乎是一個 **3-4** 西格瑪尾部事件。

結論: 我們認為, 鑒於強於預期的政策組合和自第二季度業績以來的盈利改善, 恒生指數已經建立了堅實的基礎。我們認為恆指在本輪反彈中的近期阻力位在 **20,848 (9.50 x 2,194)** 附近, 比當前指數水準低約 **1%**。**9.5** 倍是 **2024** 年 **5** 月達到的 **12** 個月遠期市盈率。**2,194** 是 **12** 個月遠期共識每股收益。鑒於極度超買的情況, 我們認為近期可能會出現一些調整, 這將為優質股票的選擇性逢低買入提供機會。

有沒有可能會走得更高? 重新開放後的峰值市盈率為 **12.06** 倍, 這意味著僅基於估值倍數擴張而沒有上調每股收益, 目標水準為 **26,449**。但要實現這一目標, 我們需要看到傳入的高頻數據, 以顯示未來幾周的改善。這幾乎是藍色情況, 需要堅定的改進。

未來一個月值得關注的其他主要事件: (1) 為期一周的國慶假期期間的消費/零售/新私宅銷售表現; (2) 中國企業第三季度業績和第四季度指引;

(3) 關於今年特別國債發行規模的公告 (市場預期為 **2** 萬億元)

10月:政策組合 + 盈利改善 = 設定了堅實的下線 (續)



Source: Bloomberg

Policies announced by the government so far could raise GDP by 40bp

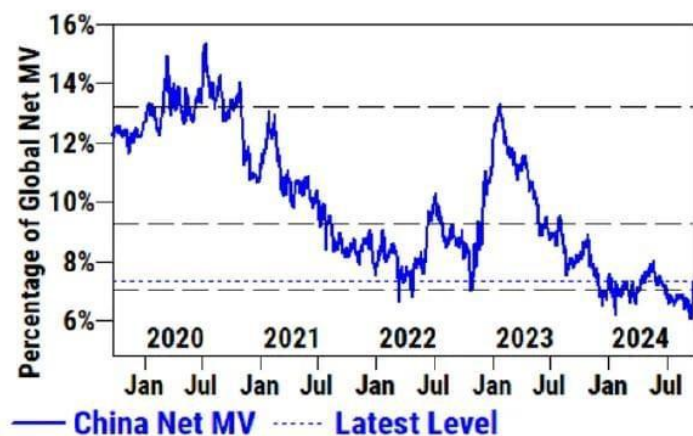
	Easing measures	GDP impact (bp)
Announced by the PBOC on Sep 24	50bp RRR cut (and another 25bp by year-end)	16
	20bp policy rate cut	4
	50bp mortgage rate cut for existing borrowers	10
	10pp cut to second-home buyer downpayments	5
	RMB800bn to support equity market	5
Sub-total		40
Reported (but unconfirmed) in the media	RMB1tn CGSB for bank recapitalization	unclear
	RMB1tn CGSB for consumption	40
	RMB1tn local government refinancing bonds	2

Note: We assume a fiscal multiplier of 0.5 for central government spending. Impact of bank recapitalization is unclear because it depends on whether it boosts new lending.

Source: Goldman Sachs

10月:政策組合 + 盈利改善 = 設定了堅實的下線 (續)

Net allocation: China (Onshore + Offshore)



Dotted black lines denote 10th, 50th and 90th percentile levels

Prime Book: Chinese Equities



Source: Goldman Sachs

China allocations in active funds globally

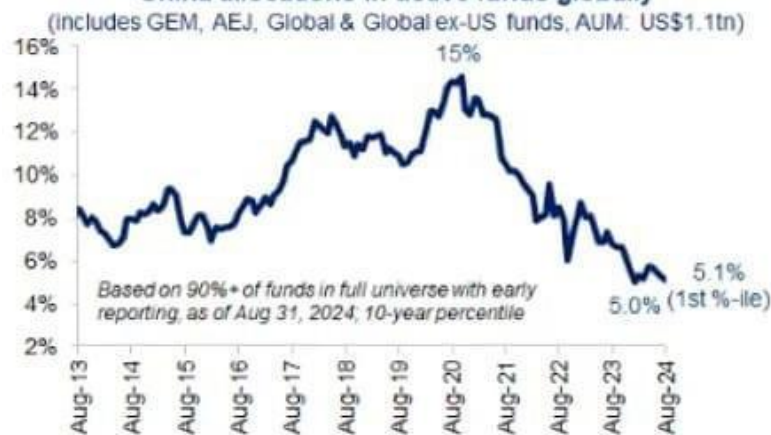
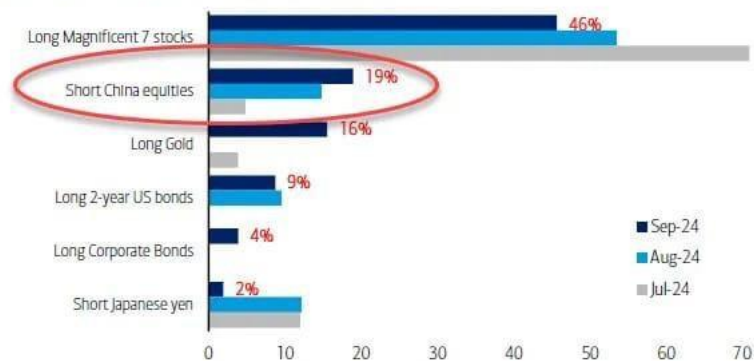


Chart 13: "Long Magnificent 7" remains the most crowded trade
What do you think is currently the most crowded trade?

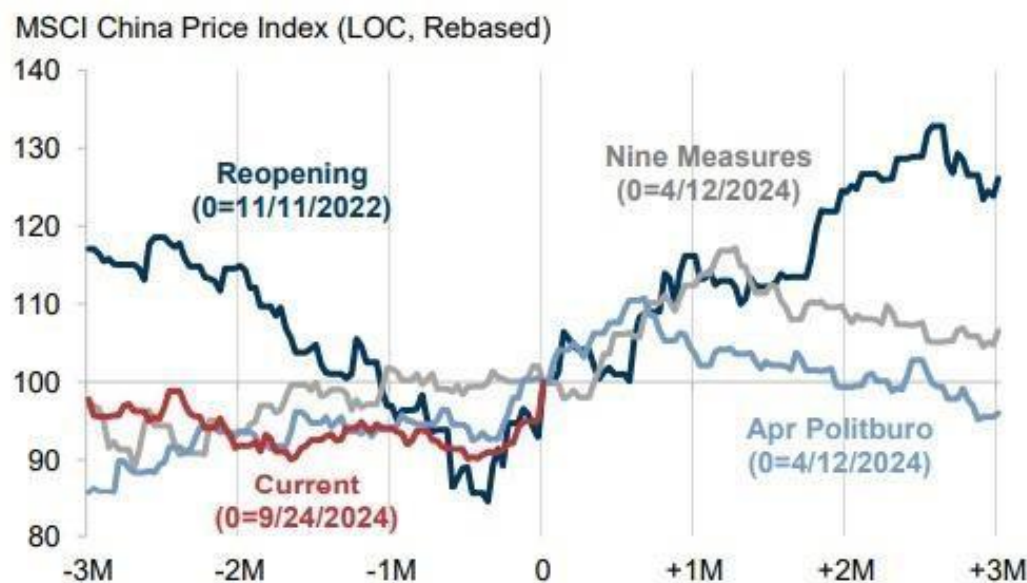


Source: Goldman Sachs, BofAML

10月:政策組合 + 盈利改善 = 設定了堅實的下線 (續)

- 自 2022 年以來的過去 3 次政策驅動型反彈中, MSCI 中國指數在接下來的一個月反彈了 4% 至 16%, 在接下來的三個月裡反彈了 -5% 至 23%
- 由於下意識效應, 最初的市場反應通常在第一個月是積極的, 然後市場會仔細判斷政策的有效性, 然後再決定下一個主要方向——三分之二回調

Exhibit 2: Chinese equities responded positively to the policy news



	Reopening Nov 11, 2022		Nine Measures Apr 12, 2024		Apr Politburo Apr 30, 2024		Latest Sep 24, 2024	
	MXCN	CSI300	MXCN	CSI300	MXCN	CSI300	MXCN	CSI300
-3M	-20%	-12%	5%	7%	16%	12%	-2%	-8%
-1M	-4%	-1%	0%	-3%	7%	2%	1%	-3%
-7D	-2%	-2%	2%	-2%	5%	3%	3%	2%
t=0	8%	3%	-2%	-1%	-1%	-1%	4%	4%
+7D	4%	0%	-2%	2%	4%	2%		
+1M	16%	6%	12%	5%	4%	0%		
+3M	23%	8%	9%	0%	-5%	-7%		

Note (1): MXCN = MSCI China Index

Note (2): Performance prior to the event excludes t=0 day return

Source: FactSet, MSCI, Wind, Data compiled by Goldman Sachs Global Investment Research

即將舉行的重大活動摘要

日期	事件
10月3日	美國 – PMI 和 ISM 數據 有意義的經濟放緩將重新點燃對經濟衰退的擔憂
10月4日	美國 – 就業數據 失業率是關鍵 – 有什麼意外嗎？
10月10日	美國 – CPI (消費價格指數) 核心 CPI 的下降會繼續嗎？
10月17日	美國零售額 消費仍然強勁嗎？
9月30日	中國 – PMI (採購經理人指數) 官方/財新PMI之間的分歧會繼續嗎？官方採購經理人指數(PMI)是否會進一步惡化？
10月14日	CH – 出口數據 有沒有減速？
10月21日	CH – 貸款最優惠利率 (LPR) 是否有任何降息措施來刺激經濟？



內容

1. 最新市場話題
2. 短期市場展望
3. 股票推薦
4. 長期市場展望

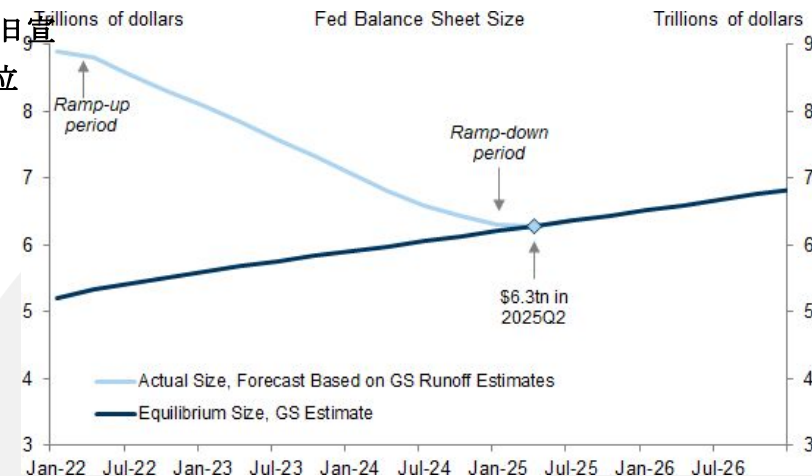
美國市場觀點：美國大選前量化緊縮放緩是有意轉向

2017-2019 年縮減周期意味著儘管盈利增長正，但估值下調意味著未來道路崎嶇不平；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政策，這可能是由於選舉因素而有意轉向，這可能會使估值在更長時間內保持高位

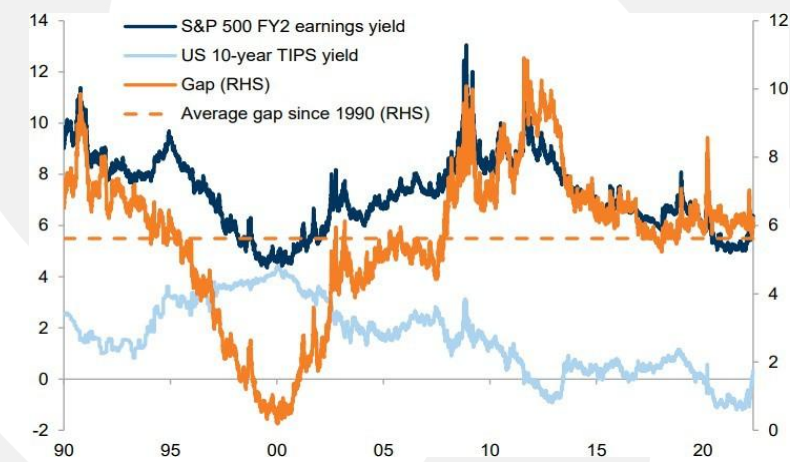
- 聯準會進入本輪縮減週期的第一階段（2022年6月至8月），每月將資產負債表縮減475億美元，目前已進入第二階段（自2022年9月起），規模增至950億美元每月；但隨後在5月FOMC會議上，聯準會宣布從2024年6月1日起將QT規模放慢至每月600億美元
- 在2017-2019年縮減週期中，標普500指數的12個月遠期市盈率曾一度從約 **18倍降至約14倍**，直到後期美聯儲大幅政策掉頭後才恢復至縮減之前的水平 2019年
- 較慢的 QT，加上有彈性的近期盈利，有可能使整體市場估值在更長時間內保持在高位——我們認為，這可能有助於喬·拜登的連任
- 雖然由於聯準會有意轉向，估值可能會在較長時間內維持在較高水準（可能直到11月大選），但我們仍然認為標普500指數**22倍**的2024年預期本益比（高於15.7倍的長期平均本益比）不足以令人信服我們正處於：（1）通膨放緩但仍然較高；（2）全球超級大國之間的地緣政治緊張局勢；（三）美國經濟成長放緩
- 策略：**保持相對防禦和靈活；將部分配置轉移到流動性黃金ETF（例如GLD US）或實物黃金信託（例如PHYS US）；謹慎看待估值高的無利可圖的科技股；在美元市場中，首選IG而不是HY；逐步增加整體投資組合久期，以捕捉市場利率見頂

前視圖相比的主要變化以紅色突出顯示

美聯儲資產負債表將收縮：長達一年的進展



標準普爾 500 指數盈利收益率差距低於 LT 平均水準



Source: Basis Asset Management, Bloomberg, Goldman Sachs

美國市場觀點：馴服大灰犀牛需要事件

- 鑑於地方政府融資平台債務和房地產產業對經濟、資產市場和銀行體系的重要性，它們被視為兩大灰犀牛
- 迄今為止，高層決策者採取了零敲碎打的方式（1萬億人民幣地方債置換計劃、城市級住房政策寬鬆等），這表明去槓桿化步伐漸進，對經濟復甦的拖累更長
- 除非政策制定者轉向「火箭筒式」方法（考慮到問題的規模和具有挑戰性的地緣政治 / 經濟條件，我們目前認為這種方法不太可能），否則我們認為問題無法快速解決，而且去槓桿化進程可能還需要幾年時間
- 我們預期政府的總體政策方向將維持不變 **“托而不舉，穩字當先”**，這意味著刺激或政策寬鬆只會在經濟或金融市場出現不穩定時才會啟動。
- 因此，我們預期中國/香港股市的主要方向將維持區間波動，下行空間將受到政府謹慎支持的緩衝，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轉變和 / 或地緣政治/經濟狀況改善

前視圖相比的主要變化以紅色突出顯示

美國市場觀點：馴服大灰犀牛需要事件

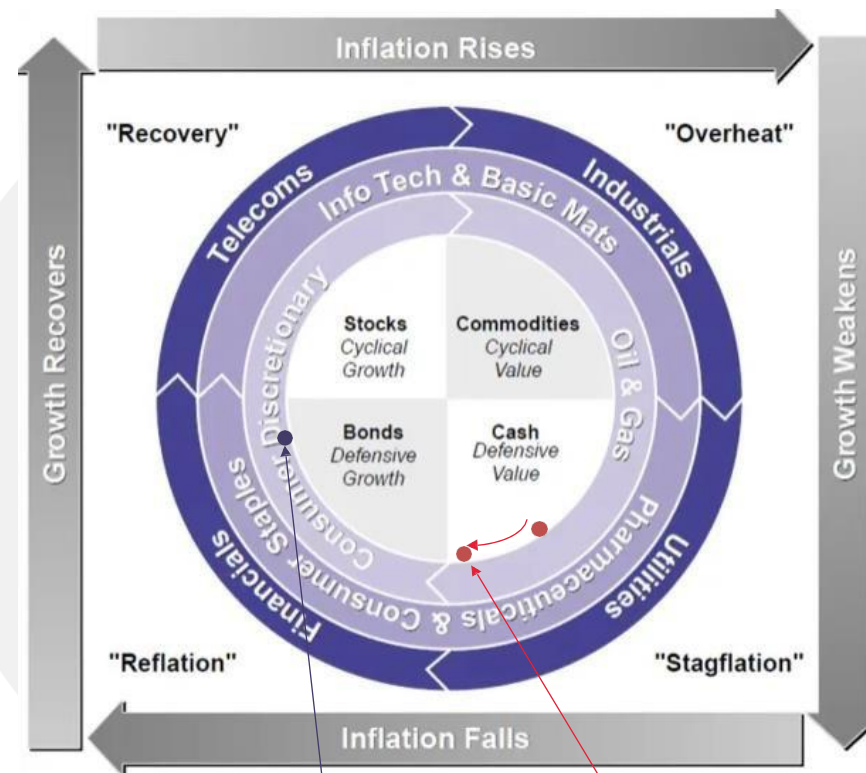
- 在我們看來，美國經濟週期處於後期「滯脹」階段（即增長放緩和下降通貨膨脹）和處於“再通脹”階段的中國（但可以通過政策來影響）
- 我們的基本預測是美國在 24 年第四季度左右出現溫和衰退；隨著快速加息的影響波及整個經濟，美國企業盈利勢頭將在未來幾個月進一步減弱；預計美國高收益債券違約風險將上升

我們的推薦：

- **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非常謹慎
- **貨債**：在美元市場增持 IG 兌 HY (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投資級債券的信用敞口
- **資產配置**：重申我們的審慎立場；建議在 3-6 個月內保持一些黃金配置，以在 24 年第四季度左右對沖美國經濟衰退風險

前視圖相比的主要變化以紅色突出顯示

美銀美林投資時鐘框架



Source: BofAML, Basis AM

美國已經進一步走向了非常晚的階段在我們看來，處於“滯脹”階段

中國很可能在這一點上；但它可能會受到中國政策的嚴重影響

2024 重大事件

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

需要監控的關鍵事項：

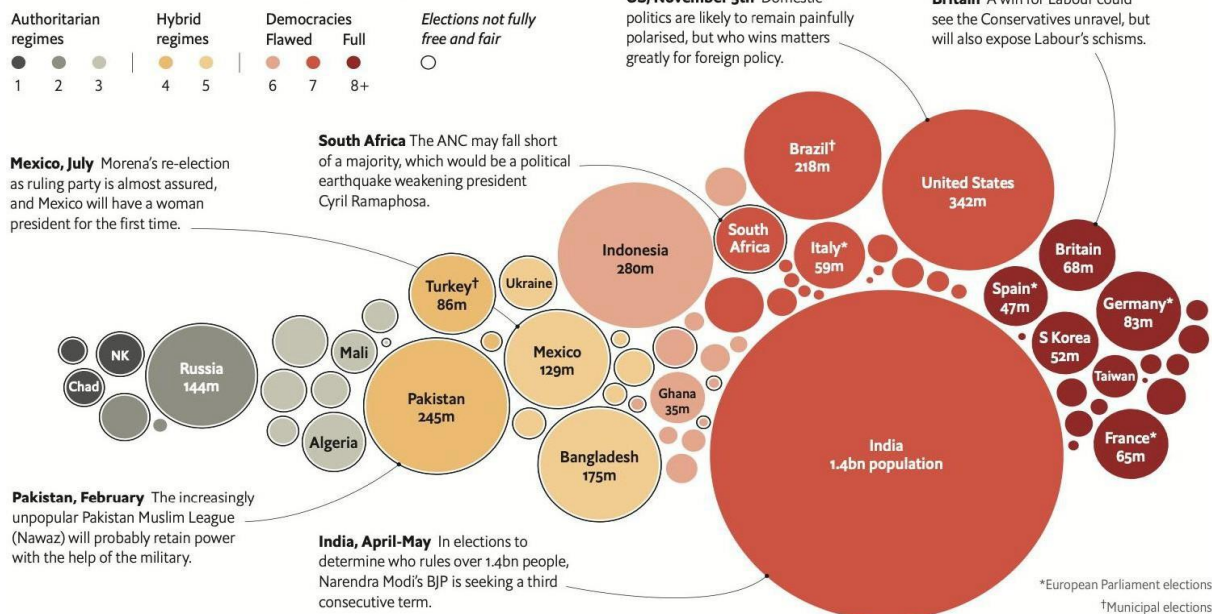
1. 中國第三次全體會議期間的住房和經濟政策
2. 美聯儲和歐洲央行首次降息的時間
3. 美國總統大選
 - 市場普遍預期川普將回歸
 - 民調顯示軌跡會贏
 - 川普的勝利可能會帶來更高的政策不確定性

2024年選舉日曆

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 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



國家數量

40 (全球 21%)

人口

32億 (佔全球的 41%)

人均生產總值

442億美元 (佔全球的 42%)

聯絡資訊

如需更多信息，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

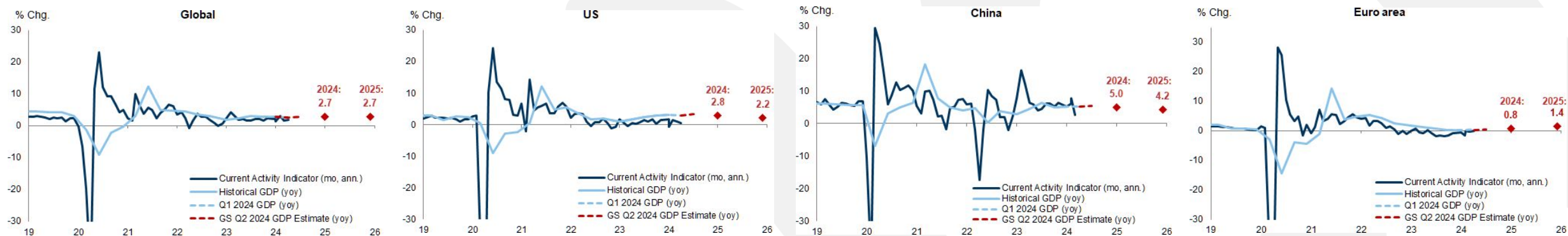


粵創資產管理有限公司
INNOVEST ASSET MANAGEMENT LIMITED

附錄

大多數主要經濟體的全球增長疲軟和金融狀況收緊

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.

美國股票估值將降息, 價值股將跑贏增長股

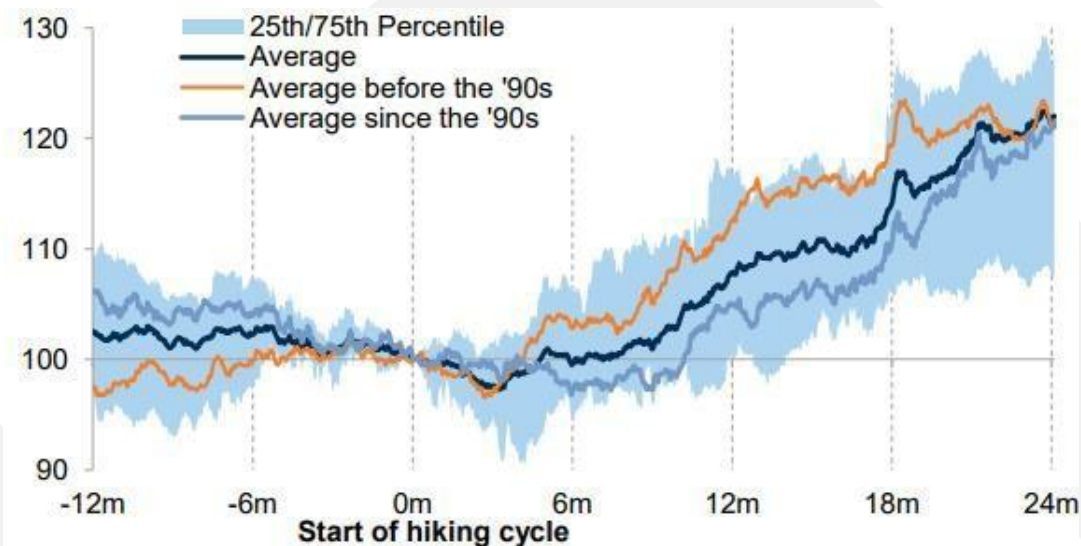
聯準會升息週期期間股票估值平均下降

標準普爾 500 指數 12 個月遠期市盈率 (1985 年之前的市盈率)



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 年之前的市盈率)



Source: Basis Asset Management, Bloomberg, Goldman Sachs



粵創資產管理有限公司

INNOVEST ASSET MANAGEMENT LIMITED

Knowledge

格致

Integrity

誠信

Professional

專業