

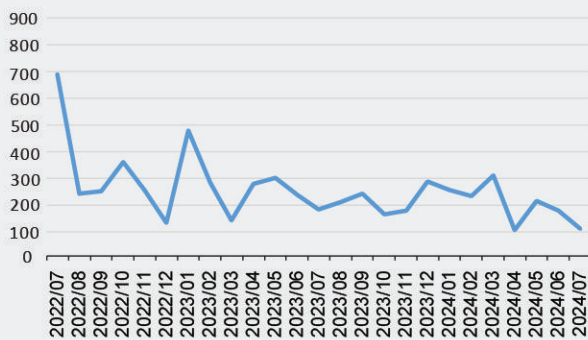
美國就業增長數目下調的背後：讓美聯儲更順暢開啟降息

美國勞工部公布的24Q1就業和工資季度普查數據(Quarterly Census of Employment and Wages, "QCEW")顯示，2023年3月到2024年3月的就業人口初步向下修訂-81.8萬，為09年以來的新高，但和市場預期接近。其中，幾乎一半來自專業和商業服務部門(-35.8萬)，其次是休閒和酒店業(-15萬)以及製造業(-11.5萬)。修訂後，過去一年的就業增長率從1.9%下修至1.3%。

對市場而言，非農就業增長數目下調不太會改變美國衰退概率不高的基本情況，因為市場是基於一系列宏觀及微的觀數據來進行基本交易，不會過度放大單一數據的權重，美股財報、消費數據以及其他數據都顯示經濟溫和增長，並且市場對於非農就業數據一直抱有質疑，下調可以說是符合預期。對美聯儲來說，其數據依賴的決策模式或會顯著放大單一重要數據（非農就業、CPI）的影響，非農就業增長數目下調可以讓美聯儲更順暢開啟降息。

圖二

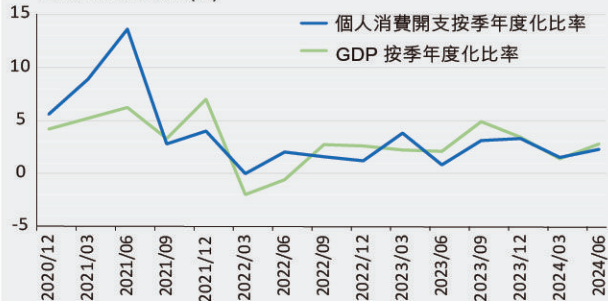
美國非農就業(千人)



資料來源：彭博，泰康香港，截至2024年8月27日

圖一

美國經濟增長放緩(%)



資料來源：彭博，泰康香港，截至2024年8月27日

降息窗口打開

8月末全球央行年會，美聯儲主席鮑威爾發表了標題為《回顧和展望》的主題演講，文章分為兩部分，第一部分討論政策展望，第二部分分析為何本輪失業率能在通脹大起大落的背景下維持低位。對市場影響最大的是第一部分，鮑威爾在開頭就表示美聯儲兩項任務（通脹和就業）的風險平衡已經發生了變化，隨後在分析通脹目標時表示越來越有信心通脹能回到2%。鮑威爾釋放的信息顯示或對就業目標更為關注，表示就業市場已從此前的過熱狀態大幅降溫，美聯儲不尋求或歡迎勞動力市場狀況進一步降溫。至此鮑威爾形成結論，現在已到調整政策的時間，未來的貨幣政策方向明確，降息的時機和步伐將取決於即將到來的數據、不斷變化的前景以及風險的平衡。從美聯儲官員的講話來看，均支持鮑威爾的講話內容，表示對通脹回落開始有信心，不希望就業市場繼續放緩，支持9月降息。

固定收益市場走勢

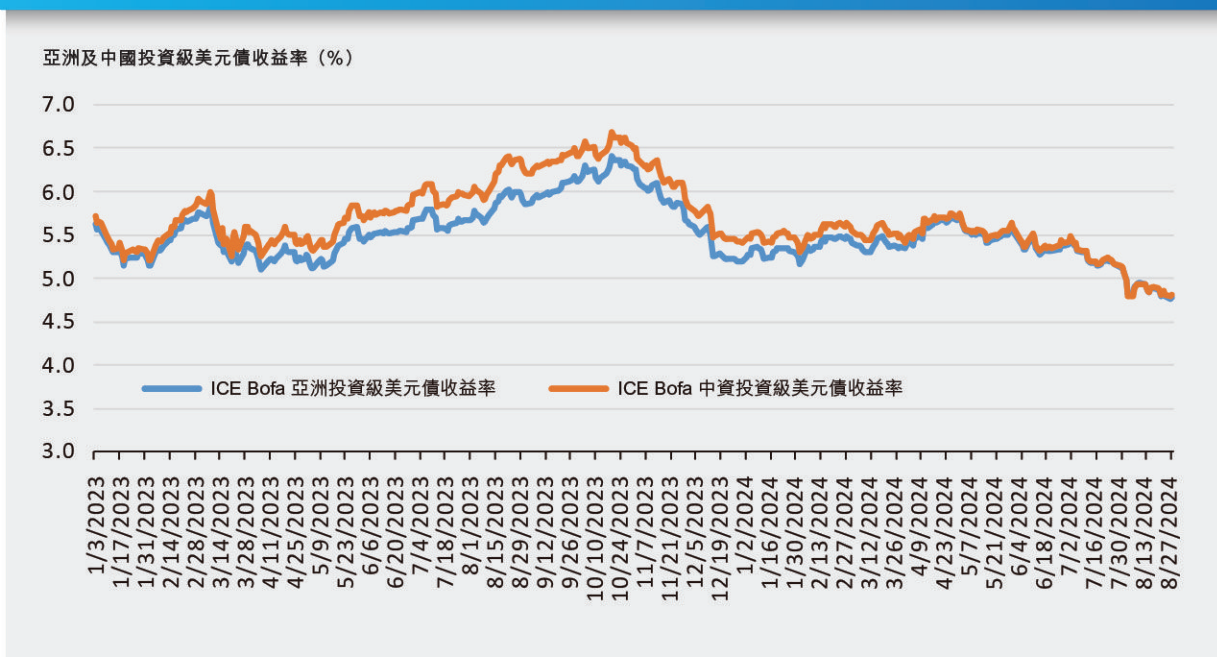
鮑威爾在全球央行年會正式宣佈美聯儲的轉向、全球製造業PMI下滑以及非農就業的下調都指向美聯儲不會再維持非常緊縮的貨幣政策。美聯儲對長期利率（中性利率）的預測連續上調，3月上調到2.6%，6月上調到2.8%，或意味著中性利率可能的上升，利率的終點可能不會太低。這反映出美國經濟的韌性，高利率環境已經在抑制經濟，短期內美國經濟基本面有機會繼續走弱，但穩健的消費和投資，以及上調的赤字規模預測所帶來的財政力度，都可以為直至降息時及之後的經濟帶來支持。初步降息後的具體路徑取決於更新的收入數據、未來經濟的展望和風險平衡。主要資產表現符合降息前的歷史走勢，美元或已完成降息前下跌。以首次降息前兩個月為T0計算資產變化，在T0到首次降息期間，美元平均下跌2%（本輪下跌3%），10年美債收益率下跌63個基點（本輪下跌42個基點）。如果是軟著陸的話，美國國債收益率或在首次降息時同步見底，美元趨勢性反彈；如果是衰退的話，美國國債收益率或在首次降息後繼續下行，美元階段性反彈，然後趨勢性走弱。

市場觀望

EYE ON THE MARKET

受美國國債收益率下行的影響，亞洲美元債券收益率從歷史高位有所回落，但在絕對水平上仍具有吸引力。往後隨著降息週期的開始，預計亞洲美元債券的利差將會保持韌性。基於亞洲信貸在過去對降息週期的反應，預計利差將保持緊縮。在美國經濟避免衰退的基本情況下，亞洲信貸市場反應相對溫和，就像 2019 年上次降息週期開始時一樣。目前並無明顯因素會導致亞洲信貸表現出現承受壓力的狀況，亞洲區域內主要經濟體表現較佳，企業的信用基本面仍然較強。即使在美國經濟出現淺度衰退的情況下，在供需層面的市場技術上仍然較好，資金追逐收益率，相信亞洲美元債券仍會有支持，就像2001年降息週期的情況。

圖三



資料來源：彭博，泰康香港，截至2024年8月27日

市場觀望

EYE ON THE MARKET

美國大選迫臨

在經歷了多番的波折之後，現階段美國大選仍然膠著。賀錦麗在民調優勢繼續擴大，截至8月26日，美國民調網站RCP顯示的共和黨候選人特朗普勝選概率為46.6%，民主黨候選人賀錦麗為48.3%。儘管特朗普在搖擺州份仍然領先，但在賀錦麗的追趕下優勢有所縮小。共和黨橫掃的概率從8月中的27%反彈至30%，民主黨分裂國會的概率上升至35%，這是目前概率較大的情形。雖然民意調查的變化是顯而易見的，但鑒於最近兩次總統大選中民意調查的巨大失誤，包括總統及國會兩院的结果還有非常大的不確定性，仍有待繼續觀察。

根據歷史經驗，美國總統所在政黨同時控制參眾兩院時，長遠利率上升概率較大。但需注意歷史上美國國債收益率的主要拐點似乎都和選舉無關，決定長遠美債利率更重要還是視乎經濟增長前景。

當前美國經濟仍有韌性，美聯儲對長期利率的預測不斷上調，意味著中性利率可能抬升，利率的終點或不會太低。考慮到降息幅度或許有限，且降息將重新支撐增長，在降息的預期已充分計入的情況下長端美債進一步往下的空間有限，隨著美債曲線陡峭化，短端或帶來更多機會。

其中原因之一是因為美聯儲啟動減息，但幅度可能並非市場預期般進取。從歷史到財資市場預測，利率走勢多受經濟反覆影響而呈現起伏波動，當中不排除會出現輕微加息的可能性，但並非逆轉減息趨勢。除非有突發的不可抗力事件，否則通脹將有序下跌，但預期不會回落到美聯儲 2% 的目標水平。

除了美債之外，海外特別是亞洲投資級別債券整體基本面穩健，收益率也吸引。尤其當亞洲區通脹可控，亞洲企業整體債券違約風險較前為低，將為該板塊帶來支持。亞洲投資級別債券收益率相對全球其餘地區債券市場來說一般更高，包括中國、印度或印尼等個別基本面穩健的亞洲投資級別主體擁有相比美國較短的存續期，以及更有吸引力的債券收益率，確實提供不少優秀的投資機會給投資經理操作。因此投資者可以挑選一些在過往較長的經濟週期，尤其是市場非常動盪的時間還能夠為投資者提供回撤少，較穩定回報的投資經理人為您帶來更滿意的效果。

聲明：以上資料由泰康資產管理(香港)有限公司提供。本文件所轉載的資料或表達的意見乃截至2024年9月19日。本文件只載有一般資料供參考之用，而非任何證券買賣或參與集體投資計劃的要約、建議、廣告或邀請。由於本文件當中的資料和數據乃取自第三者，這些資料及數據可能是不完整或經簡撮，會因市場環境及其他情況而改變，任何修改將不作另行通知。萬通保險國際有限公司（「本公司」）並不會就這些資料及數據的完整性作出表述、保證或負責。本公司並不確保以上資料能完全切合投資者的需要、投資目標及可承受風險的程度。任何人士若依賴本文件所轉載的資料作個人投資決定，其須自行承擔有關風險。任何人士於作出投資前，應就有關投資是否合適尋求獨立意見。投資者應注意各種投資皆有潛在風險，會受到市場及匯率波動的影響。投資單位價格及其收益可升可跌。投資的過去表現及波幅，並不一定反映或保證其將來的表現。除獲得萬通保險國際有限公司的書面批准外，本文件的內容一律不得作任何形式的轉載。

環球固定收益組合的展望

全球央行已正式將政策重點轉向寬鬆措施，這標誌著 2022 年激進的緊縮周期發生了重大轉變。走在這一走勢最前沿的是美聯儲 (Fed) 在 9 月 18 日的聯邦公開市場委員會 (FOMC) 會議上確認降息 50 個基點 (bps)。這一決定是在通脹顯示出放緩跡象且增長預測開始減弱之際作出的，這為其他主要央行在未來幾個月效仿奠定了基礎。雖然美聯儲降息可以為金融市場提供短期支援，但它也帶來了風險。經濟仍處於一個微妙的時刻，如果增長和通脹未能與美聯儲對市場軟著陸的預測保持一致，未來幾個月市場波動可能會顯著加劇，尤其是在面臨不可預見的衝擊時。

FOMC 的點陣圖可以洞察美聯儲的政策前景，顯示委員會成員中位數預計聯邦基金利率將在年底在 4.25% 至 4.50% 的範圍內，這意味著在即將到來的 11 月和 12 月會議上將進一步放鬆 50 個基點。展望未來，2025 年的中位數預計政策利率將再下調 1 個百分點。在會後新聞發佈會上，美聯儲主席傑羅姆鮑威爾將降息 50 個基點定義為「重新校準」，強調「沒有感覺到委員會急於」積極放寬未來的政策。該聲明凸顯了美聯儲的謹慎態度，因為它密切關注經濟狀況，以避免加劇通脹壓力，同時在不確定的環境中仍能促進可持續增長。

點陣圖和鮑威爾的言論反映了美聯儲減少貨幣限制的意圖，但沒有表現出對增長急劇放緩或充分就業授權大幅下降的擔憂。這表明央行在促進增長和保持對通脹的控制之間走得很微妙。市場認為，美聯儲將在未來幾個月更加關注勞動力市場動態，以失業率、平均時薪和職位空缺和勞動力流動率調查 (JOLTS) 報告等關鍵指標作為指導數據點。這些指標，特別是空置率與失業率的比率，可能對塑造未來的政策決策至關重要。在此背景下，雖然聯儲局有調整利率的空間，但正謹慎地轉向中性立場，向金融市場發出信號，表明其承諾在未來兩年內持續降息。然而，這條路徑仍然高度依賴於數據，任何與當前經濟預測的重大偏差都可能迫使美聯儲改變路線並採取更激進的行動。

歐洲央行 (ECB) 在 9 月的會議上採取了類似但更加謹慎的方法，將利率下調 25 個基點至 3.50%。正如預期，歐洲央行沒有提供前瞻性指引，而是重申其「逐次會議、依賴數據的方法」，但沒有承諾具體的利率方向。歐洲央行行長克莉絲蒂娜·拉加德 (Christine Lagarde) 避免就即將的 10 月會議給出任何明確跡象，稱「六周是相對較短的 [接收額外數據並重新評估政策立場] 的時間」，同時為短期內為可能的變化更留有餘地。展望未來，市場預計歐洲央行將在今年剩餘時間內實施季度降息，並有可能在 2025 年上半年更快地連續降

息。這些行動可能導致 2025 年下半年的終端利率達到 2%，略低於當前市場預期，但符合歐洲央行平衡歐元區通脹和增長風險的謹慎態度。

在英國，英格蘭銀行 (BoE) 強調循序漸進、前瞻性的政策方法，重申在通脹風險減弱並接近 2% 目標前，將維持限制性利率。最近的會議紀要引入略微鷹派基調，表明貨幣政策委員會 (MPC) 可能逐步寬鬆政策，除非重大經濟發展需要更激進的立場。11 月可能降息 25 個基點至 4.75%。英國央行維持量化緊縮步伐，預計明年英國國債庫存減少 1000 億英鎊。若通貨緊縮加速，尤其在 2025 年 4 月全國生活工資 (NLW) 上調後，可能增加工資壓力。

與此同時，日本仍是主要央行中的異類。在 9 月會議上，日本央行維持利率不變，因經濟前景不確定。聲明強調經濟活動和通脹的「高度不確定性」，需密切關注金融和外匯市場發展。7 月升息引發股市拋售和日元套利交易平倉後，市場預計日本央行將謹慎應對政策變化。雖然最終目標是 1% 的中性利率，但進一步加息時間不確定，可能需額外加息 75 個基點。

市場預計，在美國經濟實力和許多新興市場國家國內金融狀況緩解的支撐下，新興市場 (EM) 的增長將保持穩定，但略低於潛在水準。然而，隨著中國製造業和出口部門疲軟，發達市場採購經理人指數 (PMI) 疲軟，美國勞動力市場降溫，再加上美國大選前的不確定性，風險偏向下行。儘管存在這些風險，但隨著服務業通脹的緩解，新興市場的通脹繼續低於預期，這應該允許新興市場央行繼續以主要由國內因素決定的速度降息。如果美聯儲繼續其降息立場，可能會進一步支援整個新興市場的降息，有助於在全球不確定性面前維持增長。

在投資組合配置方面，投資者認為當前的環境為固定收益投資者提供了極具吸引力的機會。隨著主要央行開始降息週期，市場認為債券市場蘊含的機會，以及經濟數據驅動的波動性，為投資者提供了獲得有吸引力的收益率和收益的歷史性機會。

市場觀望

EYE ON THE MARKET

因此，市場認為利用高品質的前端資產作為投資組合的核心持股是合適的。同時，投資者願意承擔中等久期風險，特別是收益率高於美國國債的資產，因為它們具有強大的收益潛力。儘管利差收窄，市場對利差資產持建設性態度。信貸資產的收益率吸引，提供了有吸引力的水準和下行保護。

從長久期角度，投資者希望在市場有利時增加對歐洲和英國的敞口。通脹進展和經濟疲軟提高了降息可能性，創造了久期延長的機會。投資者採用戰術性方法，根據需要調整久期和曲線定位，以利用降息預期錯誤定價的領域。這種靈活性使投資者能夠駕馭變化的利率環境，同時有效管理投資組合風險。

最後，投資者維持對印尼和印度等優質國家的新興市場本幣主權債券的定向配置。這些市場提供了更清晰的降息路徑，因為它們的央行在降息方面更靈活。隨著美國現金利率降低，新興市場本幣得到進一步支撐。投資者認為，精選新興市場投資是投資組合策略的補充，提供有吸引力的總回報潛力和多元化優勢。

聲明：以上資料由貝萊德資產管理北亞有限公司提供。本文件所列載的資料或表達的意見乃截至2024年9月23日。本文件只載有一般資料供參考之用，而非任何證券買賣或參與集體投資計劃的要約、建議、廣告或邀請。由於本文件當中的資料和數據乃取自第三者，這些資料及數據可能是不完整或經簡撮，會因市場環境及其他情況而改變，任何修改將不作另行通知。萬通保險國際有限公司（「本公司」）並不會就這些資料及數據的完整性作出表述、保證或負責。本公司並不確保以上資料能完全切合投資者的需要、投資目標及可承受風險的程度。任何人士若依賴本文件所列載的資料作個人投資決定，其須自行承擔有關風險。任何人士於作出投資前，應就有關投資是否合適尋求獨立意見。投資者應注意各種投資皆有潛在風險，會受到市場及匯率波動的影響。投資單位價格及其收益可升可跌。投資的過去表現及波幅，並不一定反映或保證其將來的表現。除獲得萬通保險國際有限公司的書面批准外，本文件的內容一律不得作任何形式的轉載。