

大华银行 2023 年第 3 季度投资观察

2023 年 7 月 17 日（星期一）

团队
环球经济与市场研究部
私人银行部

全球宏观形势

我们仍预计美国货币紧缩政策的滞后效应以及收紧的金融/信贷形势会导致美国经济增速显著放缓，但目前来看，经济下行会延迟到 2023 年下半年，而不是之前预测的 2023 年年中，且美国 GDP 不会完全萎缩。发达市场国家央行如美联储（Fed）、欧洲中央银行（ECB）、英格兰银行（BOE）以及澳洲储备银行（RBA）变得更加依赖于数据并且延续加息，而大多数亚洲国家央行则表示结束加息，因此在货币政策方面存在分歧。

资产配置

从资产配置观点来说，我们提倡以下内容：1) 由于经济增速放缓即将到来，应当对成长型（如科技行业）和防御型行业（如电信公司、公用事业、医疗保健和消费必需品等行业）实施双管齐下的策略，2) 投资级债券仍具有吸引力，在经历 2022 年的大规模抛售后，投资者应抓住机会锁定较高的收益率，以及 3) 建立另类资产的敞口，例如精选的对冲基金以及私募市场以降低相关性风险。

股票

除了近期的市场修正之外，我们重申应专注于防御型行业（如医疗保健）内部的少数精选股票投资机会以及优质大市值股票和成长型股票。总体来说，我们对美股维持中性观点，对欧洲股市维持减配观点，对日本股市维持增配观点，以及将新兴市场亚洲股市从增配下调为中性。

固定收益

对于发达市场国家，为了在提高债券质量的同时拉长久期，我们维持对发达市场国家投资级美元债券的增配观点。考虑到在经济增速放缓的同时违约率预计将上升，我们维持对发达市场国家高收益债券的减配观点。至于新兴市场亚洲美元投资级债券，我们重申偏好这一板块内的少数精选债券以回避特有的信用陷阱。我们维持对新兴市场亚洲国家高收益债券的中性观点，并继续提倡投资者应保持高度选择性和分散化投资。

大宗商品

我们继续认为美元利率在未来几个月将会逐步见顶，并保持对黄金的积极观点，预计金价到 2023 年下半年会在 2,000 美元/盎司上方，此后在 2024 年上半年继续升向 2,100 美元/盎司。由于发生进一步供应冲击的可能性较小，我们重申对布伦特原油的适度积极观点，预计 2023 年下半年布伦特原油价格在 80 美元/每桶，2024 年上半年升至 90 美元/每桶。考虑到近期关于中国经济复苏的不确定性，我们认为伦铜价格会在 2023 年下半年走低至 8,000 美元/每公吨，在 2024 年上半年走低至 7,000 美元/每公吨。

外汇和利率

在主要国家外汇方面，随着 2023 年下半年逐渐流逝，美元预计将回归弱势。由于美联储预计会早于其他发达国家结束货币紧缩周期，美元对于其他发达国家货币的利率优势将会进一步收窄，从而引发美元重新走弱。我们对债券久期抱持积极观点，由于风险天平日益倾向于经济减速、降息预期及资金避险溢价上升，我们预计债券收益率在整个 2023 年走低。

全球宏观形势及市场策略

寻找经济衰退的痕迹

“我仍未寻获我所寻找的。”——引自 U2 乐队歌曲名

美国经济下行尚未到来

虽然美联储处于极为激进的加息周期当中，但得益于美国极度稳健的劳动力市场，美国经济到目前为止表现出比预期更强的韧性。虽然美国部分经济活动和经济部门存在放缓甚至萎缩的迹象，但成功避免了重大危机事件，例如债务上限以及一系列区域性银行倒闭事件之后对整个银行业的传导风险。我们预计美国货币紧缩政策的滞后效应以及收紧的金融/信贷形势会导致美国经济增速显著放缓，但我们对于美国经济减速的预测时间点目前被推迟到 2023 年下半年，而不是之前预计的 2023 年年中，我们不再认为美国全年 GDP 完全萎缩。如果经济下行仅仅是因为美联储的加息周期所致，那么不可能引发全面危机，因为需要若干触发因素（金融失衡）才能将有序的经济下行转变为无序的危机。

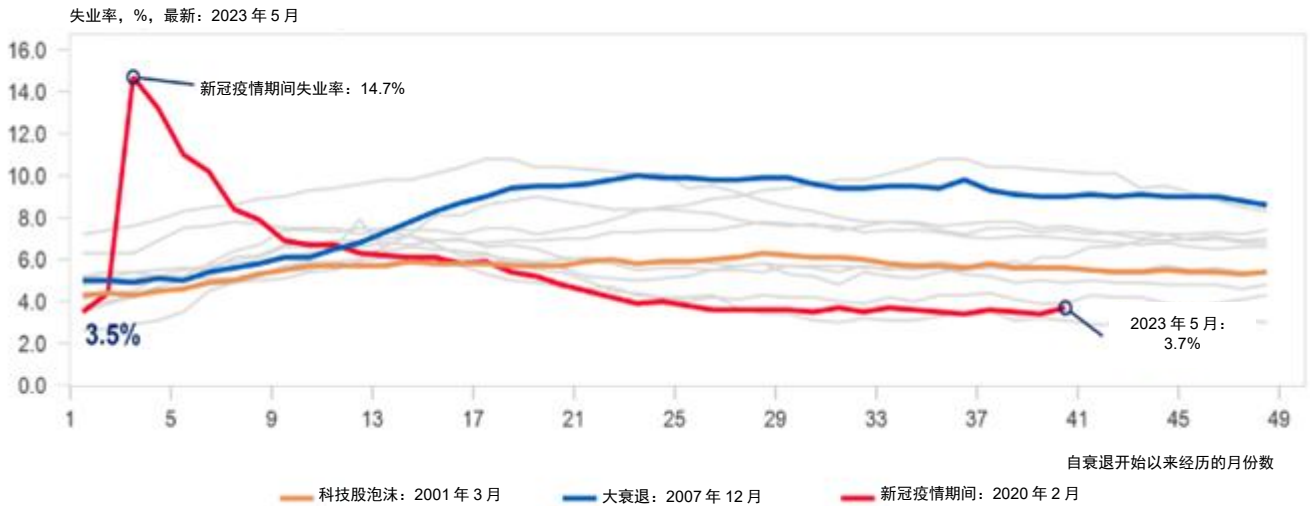
关于各国央行的政策方向，发达市场国家央行如美联储、欧洲中央银行、英格兰银行和澳洲储备银行更加依赖于经济数据并且延续加息，大多数亚洲国家央行目前则表示会彻底结束加息周期，而中国人民银行（PBOC）则逆货币政策周期而动，逐步定向放松货币政策。

欲知更多详情，请参阅我们《2023 年第 3 季度全球经济展望》的综合摘要报告。

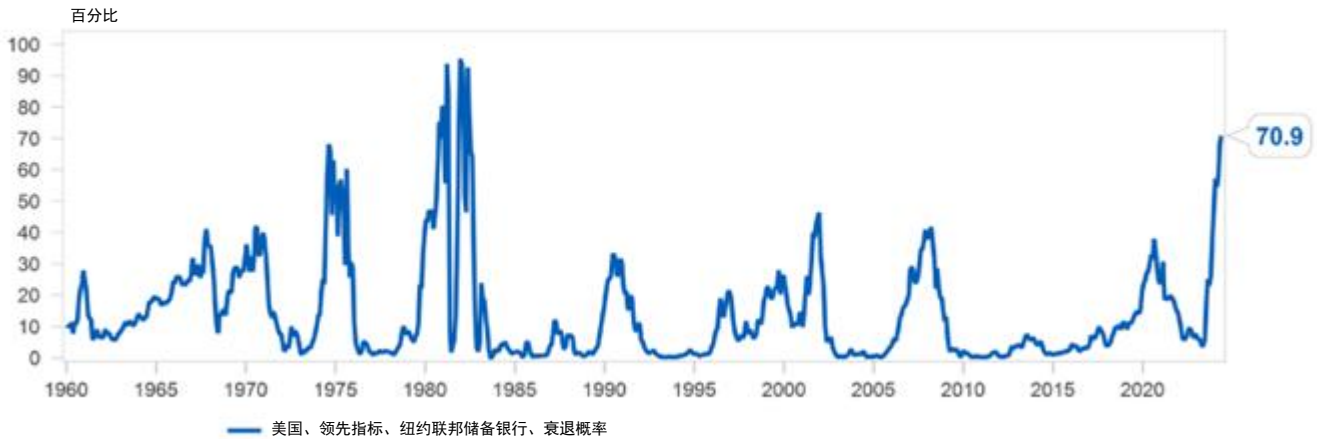
在美国经济下行预期加强的同时，美国劳动力市场表现出韧性（低失业率和薪资增长保持稳健）

来源：彭博社、大华银行环球经济与市场研究部

虽然美联储迄今为止已加息 5%，疫情后劳动力市场持续复苏，失业率远低于其他大多数经济周期。



纽约联邦储备银行的衰退概率情况



外汇策略：在鹰派美联储的助攻下，美元能否再次走强？

在主要国家外汇方面，随着 2023 年下半年逐渐流逝，美元预计将重归弱势。大多数 G10 国家央行目前已过渡到“随数据而动”的模式，其政策动向取决于通胀走势如何变动。徘徊不去的高通胀促使澳洲储备银行和加拿大银行在今年 6 月份出乎意料地加息。虽然大多数 G10 国家的整体通胀率已经见顶，但是各国央行在抑制核心通胀方面的成效各不相同。这一情况使得美联储在考虑下一轮收紧措施的时候与其他 G10 国家相比需要越过更高的水位线。由于美联储预计会比其他 G10 国家更早结束货币政策紧缩周期，在未来，美元对其他发达国家货币的利率优势会进一步收窄，从而引发美元汇率再次走弱。总体而言，我们重申美元汇率在接下来的几个季度对大多数 G10 国家货币走弱的观点。预计欧元/美元汇率、英镑/美元汇率、澳元/美元汇率以及新西兰元/美元汇率会维持上行走势，到 2024 年第 2 季度时从当前水平分别升至 1.16、1.36、0.73 和 0.65。

在亚洲外汇方面，人民币汇率和亚洲外汇的回升可能会延迟到 2023 年第 4 季度。当前的迹象越来越表明亚洲外汇走弱的期间比预期要长。市场人士对于中国疫情后经济复苏的预期下降是促使亚元指数重新走弱的主要驱动因素，亚元指数在今年 6 月触及年初迄今为止的新低。自从今年 4 月份以来的经济指标表明中国经济复苏正在失去动力。基于之前的观察数据，中国从当前经济表现不佳的状态走出和实现最终回升可能需要几个月。总体而言，我们仍认为人民币可能带领亚洲地区外汇回升，只是回升的时间点会随着中国经济重拾势头，从之前预测的 2023 年第 3 季度延迟到 2023 年第 4 季度。我们的基本观点是“在变好之前会先变坏”，这意味着美元/人民币汇率可能在 2023 年第 3 季度走向 7.25，而后开始走低。与此同时，美元对许多亚洲国家货币汇率预计在 2023 年 3 季度会升向下文所述水平，而后逐步正常化，具体来说，美元/林吉特汇率升向 4.68，美元/坡元汇率升向 1.36，美元/印尼盾汇率升向 15,200，美元/泰铢汇率升向 35.50。

利率策略：美联储宽松周期的先导预览

关于本季度的利率观点，我们希望暂时搁置关于联邦基金利率是否已见顶或者未来是否还会有几次加息这一事项的辩论，我们将眼光放长远一点，转向关注美联储的宽松周期，去看看历史对于降息阶段有什么启示。值得注意的是，从历史上来说，美联储降息是先行制人的，大部分降息会在第一年兑现。我们借此机会去探索美联储在过去几轮宽松周期中的政策动态。

关于我们最新的利率观点，我们的宏观团队预计联邦基金利率在 2023 年剩余的时间里会在 5.50% 水平进入平台期，之后在 2024 年迎来降息。按照这样的基准情景，由于我们认为风险天平会日益倾向于经济增速放缓、降息预期以及资金避险溢价上升，我们对债券久期保持积极观点，预计债券收益率在整个 2023 年走低。至于 2023 年第 4 季度末，我们认为 3 个月复合美元基准利率（SOFR）和新元基准利率（SORA）分别会在 5.30% 和 4.03%。等我们来到 2023 年底时，债券将会对美联储宽松周期的影响进行计价。根据我们宏观团队的观点，相当于 2024 年联邦基金利率下调 125 个基点，然后在 2025 年继续下调 150 个基点。因此，考虑到接下来两年美联储政策利率走低，我们认为 10 年期美债以及新加坡政府债券收益率到 2023 年底 4 季度分别走低至 3.20% 和 2.70%。

大宗商品策略：在全球经济减速的持续恐慌中，大宗商品在 2023 年上半年表现疲软

关于黄金的前景，虽然近期黄金再次于 2000 美元/每盎司价位下方遭遇挫折，我们仍维持对黄金的乐观预测。我们继续认为，由于美联储加息周期已到达尾声，美元利率会在未来几个月逐步见顶。我们的观点仍然是美元汇率会相应见顶（虽然会稍微延迟至今年年底）。黄金仍然是投资组合一个重要的风险分散器。事实上，新兴市场国家和亚洲各国央行继续加码黄金储备，尤其是中国。总体而言，我们维持对黄金的积极观点，预计黄金在 2023 年下半年交投于 2000 美元/每盎司价位上方，之后在 2024 年上半年升向 2,100 美元/每盎司。

至于布伦特原油，在美国战略石油储备进一步下降的背景下，欧佩克+组织和沙特继续减产已导致供应收紧。目前发生进一步供应冲击的空间有限，因此我们重申对布伦特原油价格的适度乐观观点，预计布伦特原油价格在 2023 年下半年在 80 美元/每桶，在 2024 年

上半年升至 90 美元/每桶。尽管如此，全球需求的不确定性将会削弱原油价格近期的强劲上涨势头，指望油价很快回归到 100 美元/每桶是不现实的。至于伦铜，考虑到近期关于中国经济复苏的不确定性，我们维持略偏负面的观点，预计伦铜价格在 2023 年下半年在 8,000 美元/每公吨，在 2024 年上半年跌至 7,000 美元/每公吨。

资产配置

今年对于投资者来说的一个令人困惑的现象是股市表现与美国经济前景的分歧。许多经济预测人士警示，美国面临很高的衰退风险，而美国小型区域性银行的信贷紧缩又使得这一点雪上加霜。此外，美债收益率曲线大面积倒挂预示了本轮衰退风险可与 2000 年科技股泡沫破裂以及 2008 年全球金融危机相提并论。

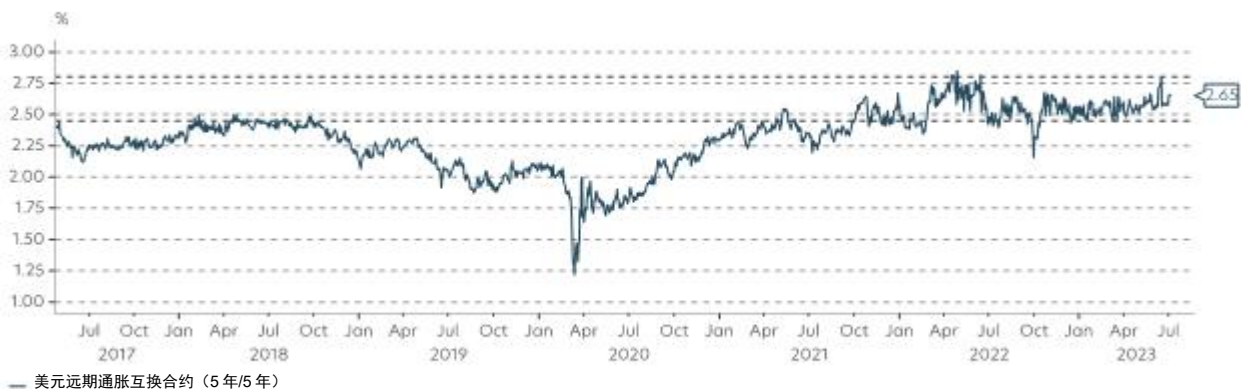
我们认为，股市强劲的表现依赖于两大支柱因素：一是通货膨胀趋缓，二是美国经济软着陆。2023 年，一个值得注意的宏观形势是通胀水平急剧下降。在许多发达经济体中，通胀已经在 2022 年年中见顶，并且已从高位回落。然而，通胀率仍大幅高于央行目标通胀率。主要国家央行仍处于对抗通胀的状态，虽然全球经济增速已经放缓，而美国区域性银行面临的压力也在逼近。

通胀前景对金融市场而言是其中一个关键支柱因素（如图 1 所示），因为通胀决定了未来利率走势，而利率则是资产价格的驱动因素。股市稳定的另一个支柱因素是经济不出现硬着陆，因为经济健康度会影响企业盈利。迄今为止，主要经济体的表现比人们之前预想的要好得多，2023 年发生衰退的可能性已经下降。从历史角度来说，股市上涨与一个伴随着通胀趋缓发展且具有适度支持性的经济体是一致的。

图 1：通胀预期仍具有稳固的基础

来源：Macrobond、大华银行私人银行部、美联储

图 1：通胀预期仍具有稳固的基础



来源：彭博社、大华银行私人银行部

人工智能：是变革性的还是转瞬即逝的一时狂热？

标普 500 指数的强劲表现部分是因为微软公司（Microsoft）在今年 3 月份发布了 ChatGPT，由人工智能引领股市上涨。自那时起，其他大型科技企业也公布了自己的类似产品。ChatGPT 引起了一个热潮，它是唯一一个在 5 天内获得超过 1 百万用户以及一个月内获得一亿以上用户的应用程序，打破了之前的记录。

作为一项通用型技术，生成式人工智能的影响不仅局限于科技企业。虽然其并非没有缺陷，但其首发的确令人印象深刻。人工智能技术可以增强人类的知识、产生创意作品、甚至协助进行医学诊断；人工智能对于企业具有深远的影响。从大的方面来说，对于那些能够有效利用其潜力的企业而言，生成式人工智能可能代表了一种新的收入来源并能够提高生产效率。

小范围的股市上涨

2023 年迄今为止，如果我们将标普 500 指数表现最佳的 10 个成分股剔除，那么剩下 490 个股票的回报率将集体处于较小的单位数字（如图 2 所示）。大市值股票上涨了 40-50%，而英伟达则是人工智能（AI）概念相关股票上涨的典型。从面值上来说，英伟达的股票价格为市销率（P/S）37 倍，有人可能会说这绝对是泡沫。然而，根据彭博社对英伟达 2024 年每股盈利的共识预测，英伟达股价的市盈率（PE）大约为 55 倍。这与 2020-2021 期间“未盈利的科技股”的戏剧性上涨或者说 2000 年纳斯达克 100 指数在 300 倍以上市盈率时相比形成了对比。英伟达的股票绝不便宜，但虽说如此，以成长型股票为主导的纳斯达克 100 指数交投于 28 倍远期市盈率并非没有先例。

图 2-最大市值股票推动了标普 500 指数上涨

来源：Macrobond、大华银行私人银行部、美联储



来源：Macrobond、大华银行私人银行部、S&P Global

比尔盖茨 (Bill Gates) 在 1996 年曾写过一句名言“我们总是高估今后两年将要发生的变革, 总是低估未来十年将要发生的变革。所以, 不要让你自己陷入无所作为的窘境。”同理, 我们应该以同样的方式看待生成式人工智能。除了少数人工智能平台企业之外, 生成式人工智能对于业内其他公司的直接收入和成本影响可能不会很快兑现, 但企业对于人工智能的采用率可能会比之前加快。

除了人工智能之外, 可以认为科技行业已经先于经济整体经历了“衰退”。在 2020 年 3 月新冠疫情高潮时期, 对于受封控和出行限制所困的各大经济体而言, 科技行业是一个至关重要的赋能器, 因此吸引了大量的投资者关注。但是这些趋势被证明是不可持续的, 后来的加息限制了科技股的估值, 导致 2022 年科技行业发生如同衰退般的抛售。在经历了寒冬般的 2022 年后, 主要受益于成本合理化, 科技行业在 2023 年迎来强劲上涨; 但收入的增长并不令人欢欣鼓舞。虽然成本削减在推动利润上涨方面有其局限性, 但科技行业不同的盈利形势可以为大市提供缓冲机会, 因此即使发生经济减速, 盈利回落的程度也会更轻。

中国方面的最新消息

中国方面广受期待的经济重启势头在 2023 年 5 月减弱, 制造业活动以及房地产行业景况回落。青年失业率 (16-24 岁之间) 达到了 20.8% 的高位。虽然中国当局早前公布了推出 16 条金融举措来拯救处境困难的房地产市场, 但 6 月份房地产销售额继续下滑。

中国央行迄今为止采取的逆周期措施局限于将中期借贷便利 (MLF) 利率下调 10 个基点。当局迄今为止采取的财政措施较为谨慎, 由于地方政府依赖土地财政, 因此财政政策的传导效果不佳。此外, 今年专项债发行经历了良好的开局, 但后劲不足。

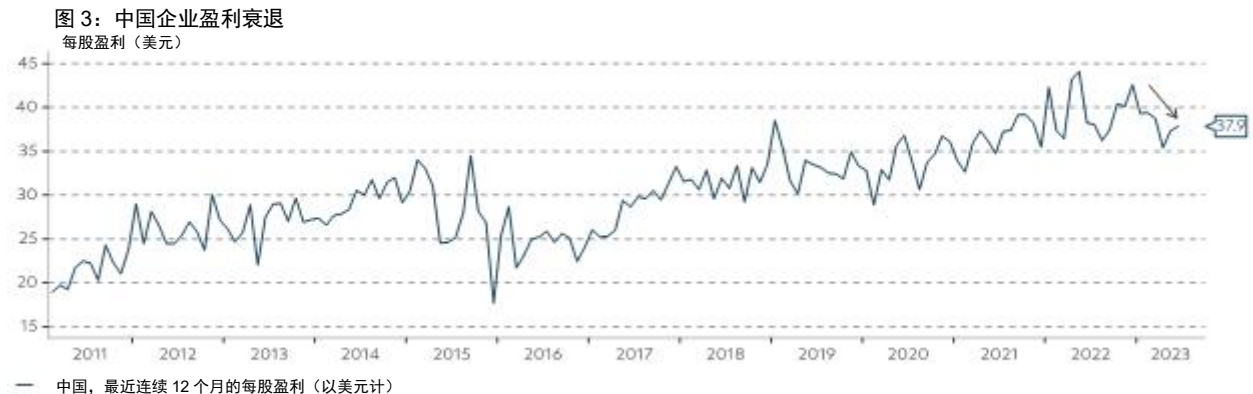
与此同时, 由于中国当局之前采取的监管打压措施以及与美国之间地缘政治紧张局势持续, 这给中国未来作为“世界工厂”的地位蒙上阴影, 因此民营投资也未能恢复。即使能够避免全面脱钩, 未来的投资也可能不会很热。由于中国是一个具有高居民储蓄率的经济体, 投资缺口需要用财政支出来填补。但不幸的是, 由于中国当局一直担忧国家债务水平升高, 导致重大财政刺激措施难以出台。

从更积极的方面来说, 中国企业的估值已接近于衰退时期的水平, 预期较低。大体说来, 中国企业的盈利水平已处于衰退状态 (如图 3 所示), 随着中国经济迅速失去动力, 逆周期措施应该很快会出台, 这可能导致中国的风险资产短期复苏。

虽说如此, 考虑到中国当局担忧杠杆水平上升, 因此出台的任何应对措施不可能足够大和足够快来遏止潜在通缩冲击。从中长期角度来说, 除非中国政府实施政策转向, 否则中国的资产价格可能会很大程度上区间盘整。我们将对新兴市场亚洲股市的观点下调为“中性”, 并建议投资者减少敞口, 考虑到美国企业盈利普遍具有韧性以及债券收益率正在见顶, 我们将对美股的观点上调为“中性”。

图 3：随着实际利率下降，成长型股票表现较佳

来源：Macrobond、大华银行私人银行部



来源：Macrobond、大华银行私人银行部、FactSet

股票：成长型行业在本轮商业周期经历的最严重降级可能已经结束（伴随着 2020 年全球经济衰退开始）。假设经济进入衰退期，我们将标普 500 指数的抛售支撑位上调为 3,800。市场人士对于美联储在 2024 年初降息的预期将继续推动利率敏感的成长型股票（例如科技股）上涨。

虽然迄今为止美国企业盈利表现出韧性，但股票（尤其是周期性行业）仍面临盈利风险。因此，由于经济减速即将来临，对成长型股票（科技股）和防御型股票（如电信公司、公用事业、医疗保健和消费必需品）采取双管齐下不失为适当的投资策略。大市值股票预计表现优于小市值股票。

固定收益：投资级债券仍具吸引力，在经历 2022 年的大规模抛售后，投资者应抓住机会锁定较高的收益率。考虑到美联储在 2023 年 6 月暂停加息，并且可预见会发生政策转向，我们认为应拉长久期和加大对政府债券例如美国国债的敞口。

另类资产：黄金继续充当投资组合内对抗地缘政治不确定性以及宏观尾部风险的对冲工具。从中期来看，实际收益率和美元汇率预计逐渐走低。为了降低相关性风险，我们提倡加大对另类资产（例如精选对冲基金和私募市场）的敞口。

资产配置表（2023 年第 3 季度）

资产大类	减配	中性	增配
股票			
美股			
欧洲股市			
日本股市			
新兴市场（亚洲股市）			
固定收入			
发达市场国家投资级债券			
发达市场国家高收益债券			
新兴市场国家投资级债券			
新兴市场国家高收益债券			
另类资产			
对冲基金			
私募市场			
原油			
基础金属			
贵金属			
现金类资产			

股票

MSCI 美国指数年初迄今为止跑赢大盘（截至 2023 年 6 月 30 日）。值得注意的是，美股价格在 2023 年 2 季度的急升很大程度上是由信息技术、通讯服务以及非消费必需品行业的大公司所推动。具体来说，标普 500 成分股当中按市值计前 10 名股票是年初迄今为止回报率上涨最高的。

由于美国企业盈利普遍表现出韧性，市场人士已经摆脱对于一系列银行倒闭事件传导风险的恐慌以及对经济衰退的担忧。与此同时，住房价格的领先指标以及劳动力市场的动态表明了到 2023 年底可能会出现通胀大幅趋缓的现象。

在这样的背景下，虽然美联储表现出鹰派论调，但美国市场已经提前将联邦基金利率不可避免转向的情况纳入考虑范围。值得注意的是，我们关于美国经济轻度衰退的基本预测被推迟了。虽说如此，美国企业盈利可能会保持良好，并减轻实际经济减速的影响。

美股近期上涨的持久性取决于四个关键因素：（1）美国经济仅轻度衰退；（2）美国通胀水平出乎意料下降；（3）美债实际收益率下降；以及（4）美元汇率持续走弱。

除了近期的市场修正之外，我们重申应专注于防御型行业（如医疗保健）以及优质大市值和成长型企业的精选个股投资机会。投资者可能会继续向那些在面对经济衰退时具有韧性的企业寻求资金避险，而优质大市值和成长型股票则可以从避险需求和债券收益率见顶过程中受益。投资者可考虑通过结构化产品增加敞口以对冲下行风险。**我们保持对美股的中性观点。**

MSCI 欧洲指数（以美元计+11.4%）年初迄今为止的表现落后于美国和日本指数（截至 2023 年 6 月 30 日）。欧洲公司因为贸易的关系而对中国具有较大的敞口；这根本上解释了欧洲和中国这两个地区（股市）年初迄今为止在回报率方面的高度正相关关系。值得注意的是，欧元区综合采购经理人指数（PMI）似乎已经见顶。近期德法两国的 PMI 数据不及预期，显示出经济势头正在减弱。

在中国经济数据不佳的背景下，欧洲的制造业活动保持疲软，连稳健的服务业活动增长也已经放缓。与此同时，虽然俄罗斯-乌克兰危机持续，但能源价格下跌减轻了欧元区经济体正在形成的工资-通胀螺旋风险。虽说如此，欧洲中央银行仍专注于应付棘手的核心通胀，核心通胀率走高超出欧洲中央银行的目标通胀率。与美联储相比，欧洲中央银行还有更多的货币紧缩工作要做。

投资者可考虑利用结构化产品通过市场波动性飙升来获利以便获得更好的风险报酬。综合型石油巨头企业以及具有可再生能源转型话题的公用事业行业的精选个股可以作为标的资产。

与此同时，当投资者们在经济增长疲软时期寻求资金避险的情况下，欧洲地区精选科技股和奢侈品股票可能会继续跑赢大市。总体而言，在经历 2023 年第 2 季度的股市上涨之后，考虑到欧洲中央银行采取的货币政策可能具有过度杀伤力，**我们继续提倡谨慎。我们对欧洲股市维持减配观点。**

尽管日元汇率贬值，但 **MSCI 日本指数**（以美元计+11.7%）在 2023 年第 2 季度经历了可观的回升，年初迄今为止的表现仅仅落后于美国指数（截至 2023 年 6 月 30 日）。

因为受沃伦·巴菲特（Warren Buffett）买入以及股份回购增加的推动，MSCI 日本指数急升。由于发达市场国家的综合采购经理人指数（PMI）显示出未来经济势头放缓，我们在 2023 年 6 月底看到好几轮的获利抛售。近期日本股市表现的疲软可以理解成是继 2023 年上半年 MSCI 日本指数股价连续上涨之后的良性盘整。

展望未来，我们预计那些全球分散投资且对日本股票配置不足的投资组合会趁日本股市近期的疲软而趁低补仓。这意味着未来会有进一步的外国投资组合流入。

在薪资强势增长之后，私人消费预计会保持良好，而非必需消费品行业的日本股票可能会因为旅游业复苏而经历进一步的盈利上修。股份回购或者股东资本回报率也在增加。考虑到这些利好趋势，我们认为日本股市还有从当前水平往上走的空间。我们保持对日本股市的增配观点。

MSCI 亚洲指数（剔除日本）（以美元计+1.8%）在 2023 年上半年略微走高，主要是受到 MSCI 中国指数（以美元计+6.4%）拖累，MSCI 中国指数开局表现强劲，但后续萎靡不振（截至 2023 年 6 月 30 日）。我们的投资论点主要取决于中国当局为应对国内经济活动增长持续放缓而加大政策刺激力度。

然而，虽然中国制造业疲软和服务业的回升正在见顶，但中国当局采取的再通胀政策措施表现得力度不足。由于对工厂货物的需求疲软，中国工业通缩也没有显示出缓和的迹象。

虽然中国人民银行下调了短期借贷利率，表示未来货币政策会更加宽松，但中国政府官员在推行刺激政策方面行动迟缓。值得注意的是，中小企业活动一直萎缩，而私营部门企业则受困于融资渠道有限。创纪录高位的青年失业率也削弱了居民消费信心。

虽然中国股市估值与历史平均值以及发达市场国家股市相比具有吸引力，但中国在政策方面缺少使股市上涨的催化剂。因此，中国股市可能会处于区间盘整。我们的观点是，应借助经济刺激措施带来的股市反弹而减少中国股市仓位。总体而言，**我们将新兴市场亚洲股市从增配下调为中性。**

固定收益

发达市场国家投资级债券： 提高债券质量和拉长久期

以美国企业投资级债券为代表的**发达市场国家投资级债券**年初迄今为止的总回报率+3.2%（以美元计，截至 2023 年 6 月 30 日），表现劣于发达市场国家高收益债券。虽然 2023 年第 2 季度债券息差收窄，但是在国债收益率缓慢走高的同时，总回报率在此期间几乎持平。美联储主席鲍威尔表示在今年 6 月份稍作休息后可能会继续加息；这种鹰派论调继续使国债收益率走高。展望未来，我们认为债券利差进一步压缩的空间有限，但近期这种坚定的势头（下侧图表）可能会持续。

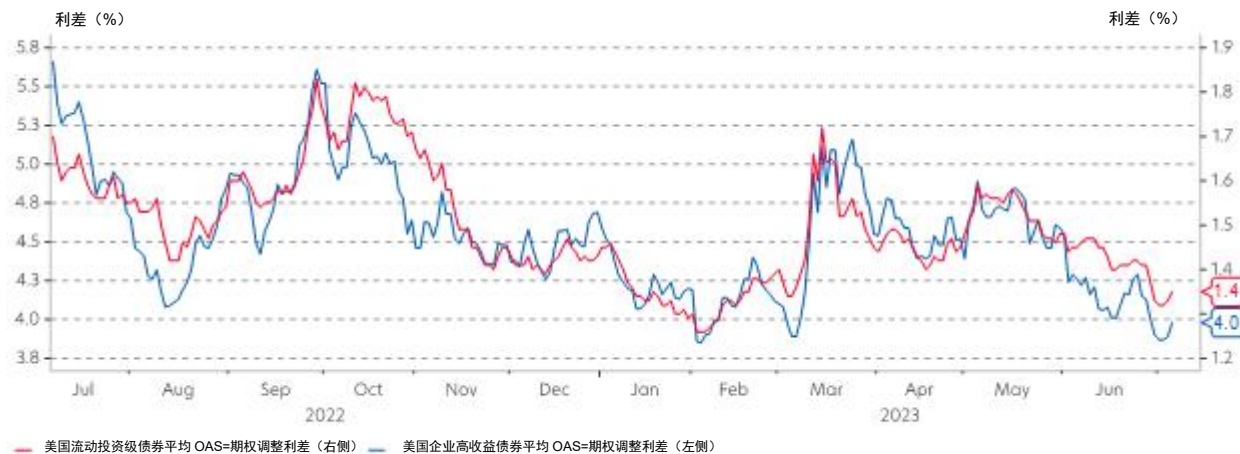
发达市场国家投资级债券的表现受到具有韧性的经济基本面支撑；尽管宏观形势存在若干不利因素，许多债券发行人具有良好的资产负债表和稳健的自由现金流。虽说如此，大量的利差收窄已经兑现。如果国债回报率要追赶投资级债券收益率，将会是一项艰难的工作。大华银行环球经济与市场研究部团队预计美联储在今年 7 月再次加息 25 个基点后暂停加息，然后在 2024 年第 1 季度降息。虽然美国经济显示出极强韧性，但是增速放缓就在举目之遥。违约率预计会上升。我们的观点是应提高债券质量并将债券的平均“修正久期”从 3-5 年拉长到 5-8 年。**我们保持对发达市场国家美元投资级债券的增配观点。**

固定收益资产年初迄今为止的表现

来源: Macrobond、大华银行私人银行部



来源: Macrobond, 大华银行私人银行部



来源: Macrobond, 大华银行私人银行部

发达市场国家高收益债券：在经济增长减速的背景下预计违约率上升

发达市场国家高收益债券年初迄今为止以美元计总回报率+5.4% (截至2023年6月30日), 表现优于所有其他级别债券。利差压缩极大地抵消了国债收益率的上涨, 使得高收益债券在2023年第2季度最终实现正值的总回报率。考虑到美国经济的韧性以及受益于油价稳定的能源行业发行人的数量, 我们认为发达市场国家高收益债券仍有进一步利差收窄的可能性。然而, 鉴于发达市场国家央行继续收紧货币政策, 融资形势恶化, 因此我们重申应谨慎投资。由于这些发行人当中有许多的资产负债表表现较弱, 因此必须注意回避特有的陷阱。由于预计违约率上升, **我们维持对发达市场国家美元高收益债券的减配观点。**

新兴市场亚洲美元投资级债券：与发达市场国家同类债券相比价值较高且收益率上涨空间较大

新兴市场亚洲投资级债券年初迄今为止以美元计总回报率为+3.2% (截至2023年6月30日), 表现优于新兴市场亚洲高收益债券。在经济增长和利率环境面临重重困难的背景下, 新兴市场亚洲投资级债券表现出极大的韧性。由于利差压缩大部分被美国国债收益率上涨所抵消, 亚洲投资级债券在2023年第2季度的总回报率大体持平。

我们重申应倾向于新兴市场亚洲投资级债券板块内少数精选优质债券以回避特有的信用陷阱的观点。与发达市场国家的投资级债券相比, 新兴市场亚洲投资级债券的估值更优且收益率上涨空间更大。还值得注意的是, 新兴市场亚洲地区央行通常不会像发达市场国家央行那样激进地加息。我们继续强调在债券久期管理方面应采取多样化的方式, 在债券投资组合整体层面, 我们倾向于将平均修正久期从3-5年拉长到5-8年。

我们偏好亚洲金融行业、亚洲准主权债券、战略中资国有企业以及印尼公用事业的精选优质债券。如同发达市场国家投资级债券的情况一样，在 2023 年第 2 季度经历大幅利差收窄后，如果国债回报率要追赶投资级债券收益率，将会是一项艰难的工作。我们重申逢低买入的立场，以便在适当时机锁定较高收益率。总体而言，**我们维持对新兴市场亚洲投资级债券的增配观点。**

**新兴市场亚洲美元高收益债券：
选择性和分散化仍然是关键**

新兴市场亚洲高收益债券年初迄今为止以美元计总回报率为+2.4%（截至 2023 年 6 月 30 日），表现劣于所有其他级别债券。话虽如此，由于在指数层面利差压缩幅度大于 100 个基点（右下角图表，蓝色线部分），新兴市场亚洲高收益债券从 2023 年 5 月末开始实现了强劲的回升。

考虑到中国民营开发商仍然面临流动性紧张并且大多数已经对美元债违约，我们继续提倡采取具有选择性和分散化的措施，同时重点关注发行人的生存能力。我们仍倾向于少数精选的印尼开发商以及印度大宗商品交易商。由于违约率上升抵消了利差进一步收窄的潜力，因此**我们维持对新兴市场亚洲高收益债券的中性观点。**

外汇、利率和大宗商品预测

外汇汇率	6月15日	2023年3季度预测	2023年4季度预测	2024年1季度预测	2024年2季度预测
美元/日元	140	145	138	132	128
欧元/美元	1.09	1.10	1.12	1.14	1.16
英镑/美元	1.28	1.30	1.32	1.34	1.36
澳元/美元	0.69	0.69	0.71	0.72	0.73
新西兰元/美元	0.62	0.62	0.63	0.64	0.65
美元指数	102.20	102.1	99.9	98.0	96.3

美元/人民币	7.13	7.25	7.10	6.95	6.85
美元/港元	7.82	7.84	7.82	7.80	7.80
美元/新台币	30.71	31.0	30.4	30.0	29.5
美元/韩元	1,275	1,320	1,260	1,220	1,200
美元/菲律宾比索	55.82	57.0	56.0	55.0	54.0

美元/林吉特	4.62	4.68	4.60	4.50	4.40
美元/印尼盾	14,945	15,200	14,800	14,600	14,200
美元/泰铢	34.68	35.5	34.0	33.5	33.0
美元/越南盾	23,531	24,200	24,000	23,800	23,700
美元/印度卢比	81.97	83.0	82.0	81.0	80.0

美元/新元	1.34	1.6	1.35	1.33	1.31
欧元/美元	1.46	1.50	1.51	1.52	1.52
英镑/新元	1.71	1.77	1.78	1.78	1.78
澳元/新元	0.92	0.94	0.96	0.96	0.96
新元/林吉特	3.45	3.44	3.41	3.38	3.36
新元/人民币	5.34	5.33	5.26	5.23	5.23
日元/新元*100	0.95	0.94	0.98	1.01	1.02

政策利率	6月23日	2023年3季度预测	2023年4季度预测	2024年1季度预测	2024年2季度预测
美元联邦基金利率	5.25	5.50	5.50	5.00	4.50
日元政策利率	-0.10	-0.10	-0.10	0.00	0.00
欧元再融资利率	4.00	4.25	4.25	4.25	4.25
英镑回购利率*	5.00	5.50	5.50	5.25	5.00
澳元官方现金利率	4.10	4.35	4.35	4.00	3.75
新西兰元官方现金利率	5.50	5.50	5.50	5.25	5.00

人民币1年期LPR	3.55	3.55	3.55	3.55	3.55
港元基准利率	5.50	5.75	5.75	5.75	4.75
新台币官方贴现利率	1.88	1.88	1.88	1.88	1.88
韩元基准利率	3.50	3.50	3.50	3.25	3.00
菲律宾比索隔夜逆回购利率	6.25	6.25	6.25	5.75	5.25
林吉特隔夜政策利率	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00
印尼盾7天逆回购利率	5.75	5.75	5.75	5.50	5.25
泰铢1天回购利率	2.00	2.00	2.00	1.75	1.75
越南盾再融资利率	4.50	3.50	3.50	3.50	3.50
印度卢比回购利率	6.50	6.50	6.50	6.50	6.50

利率	6月15日	2023年3季度预测	2023年4季度预测	2024年1季度预测	2024年2季度预测
美元3个月SOFR（复合）	4.94	5.18	5.30	5.08	4.60
坡元3个月SORA（复合）	3.65	3.86	4.03	3.88	3.48
10年期美债收益率	3.74	3.50	3.20	3.20	3.10
10年期新加坡政府债券收益率	2.98	2.85	2.70	2.70	2.65

大宗商品	6月15日	2023年3季度预测	2023年4季度预测	2024年1季度预测	2024年2季度预测
黄金（美元/盎司）	1,958	2,000	2,000	2,100	2,100
布伦特原油（美元/桶）	76	80	80	90	90
铜（美元/公吨）	8,558	8,000	8,000	7,000	7,000

*预测数据更新日期为 2023 年 6 月 26 日
 数据来源：大华银行环球经济与市场研究

免责声明

本文件来源于大华全球经济与市场研究部（“研究部”），2023年第三季度。大华银行（中国）有限公司（“本行”）经授权予以发布。大华银行（中国）有限公司对本文所含信息的准确性及完整性不作任何保证也不承担任何法律责任。

本文件仅供一般参考之用，研究部和本行不对此承担任何法律责任。本文件不构成针对任何投资产品或者保险产品的要约或者要约邀请，亦不应被视为针对任何投资产品或者保险产品的推荐或建议。

本文件只是基于研究部所获得的且认为可以依赖之信息（研究部和本行并未对其进行核实）而编制的，对于本文件及其内容的完整性和正确性，研究部和本行不作任何陈述或保证。研究部和本行不能保证就任何特定目的而言，本文件内所含信息是准确的、充分的、及时的或者完整的。研究部和本行不对本文件中所含信息或者观点可能存在的错误、瑕疵或遗漏（无论由于何种原因引起）负责，亦不对您因基于该等信息或者观点而作出的任何决定或行为负责。

本文件中所含任何观点、预测或者针对任何特定事项（包括但不限于国家、市场或者公司）未来事件或者表现的具有预测性质的言论并不具有指导性，并且可能与实际事件或者结果不符。过往业绩不代表其未来表现，不得视为对未来表现的任何承诺或者保证。

本行及附属机构、关联公司、董事、雇员或客户在本文件所述产品或其相关产品、其它金融投资工具或衍生投资产品（“产品”）中可能享有权益，包括进行行销、交易、持有、作为造市者行事、提供金融或咨询服务，或在有关产品公开献售中担任经理或联席经理。本行及附属机构、关联公司、董事或雇员也可能与本文件所述的任何产品提供者拥有联盟或合约的关系，或提供经纪、投资理财或金融服务的其它关系。

未经本行事先书面同意，本文件及其所含任何信息不得被转发或者以其他方式向任何其他人士提供，亦不得被用于其它用途。另，本文原文以英文书写，中文版本为翻译版本且仅供参考。

大华银行有限公司注册登记号：193500026Z