

大华银行 2023 年第 4 季度投资观察

2023 年 10 月 9 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

2023 年第 3 季度的一个特点是全球投资者预期美联储（Fed）已经处于或者接近加息周期的尾声。虽然美联储在今年 9 月份的会议上一如预期地暂停加息，但其并未排除在今年 11 月加息的可能性，并强调利率走势将会是“在较长时间内维持较高利率”。展望未来，我们认为有三个关键事件风险可能会给利率和汇率带来新的波动性。即，原油价格走高、日本银行（BOJ）取消收益率曲线控制政策以及中国经济减速。

资产配置

从战术角度来看，我们将混合型资产组合里的股票配置下降为“略偏减配”，这反映出近期股市所面临的挑战。我们提倡投资者保持分散化投资，以高质量债券和短期货币市场债务工具为锚，因其可提供有吸引力的收益率。适度配置私募资产，将重点放在私募债券。

股票

我们认为，由于防御型行业（如医疗保健/必需消费品行业）的企业盈利具有韧性，其股价表现可能会较佳。我们也对一些周期性行业持积极观点，如能源板块，因原油供应紧张为价格提供支持；以及公用事业类股票受益于可再生能源转型概念。我们对美股市场持中性观点，对欧洲股市持减配观点，对日本股市持增配观点，并对新兴亚洲股市持中性观点。

固定收益

就发达市场（DM）而言，我们对发达市场美元投资级债券持增配观点，因可在不牺牲债券质量的基础上锁定利差收益；我们对发达市场美元高收益债券维持减配观点，由于美联储“在较长时间内维持较高利率”这一立场，未来的资金和流动性情况将会收紧，违约率上升可能导致债券利差进一步走阔；至于新兴市场亚洲投资级债券，考虑到这些债券作为资产组合稳定器的作用，我们对其维持增配观点；由于新兴市场亚洲高收益债券板块的投资者信心很大程度上可能会受到中国出台的政策措施及房地产业前景的影响，我们对新兴市场亚洲高收益债券维持中性观点，并且，我们继续建议在这个板块保持谨慎、选择性以及分散化投资。

大宗商品

我们的观点是，原油的利好因素已经强化，布伦特原油目前已准备好试探 100 美元/桶的关键阻力位。我们将 2023 年第 4 季度/2024 年第 2 季度的布伦特原油价格预测值再次上调 5 美元至 95 美元/桶，并将 2024 年第 2 季度/2024 年第 3 季度的布伦特原油价格预测值上调至 100 美元/桶。我们预测 2023 年第 4 季度/2024 年第 1 季度金价会在 2,000 美元/盎司，之后，在 2024 年第 2 季度/2024 年第 3 季度升至 2,100 美元。我们维持对铜价的略偏负面观点，预测铜价在 2023 年第 4 季度/2024 年第 1 季度在 8,000 美元/公吨，之后在 2024 年第 2 季度/2024 年第 3 季度跌至 7,000 美元。

外汇和利率

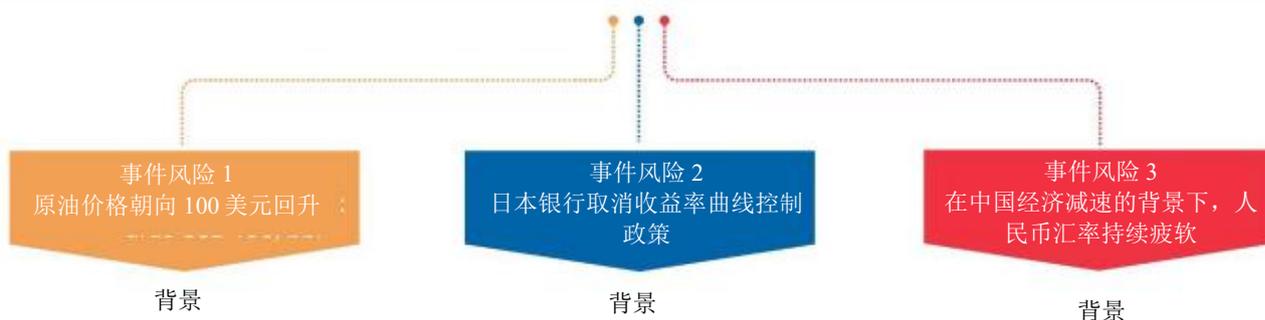
由于美联储或在“在较长时间内维持较高利率”，虽然我们对美元兑其他发达市场货币汇率维持长期看跌观点，但就近期而言，美元可能会经历最后一波狂欢。与此同时，我们对于美联储加息的最新观点是，目前预计美联储在今年 11 月会再次加息 25 个基点，而预计降息时间点会推迟到 2024 年年中。我们预计 3 个月期复合有担保隔夜融资利率（SOFR）和 10 年期美债收益率将分别维持在 5%和 4%上方，直至 2024 年第 3 季度。

“利率之于资产价格，正如地心引力之于苹果”——沃伦·巴菲特（Warren Buffett）

2023年第3季度的一个特点是全球投资者都预期和希望美联储目前已经处于或者接近加息周期的尾声。在今年9月21日举行的新一轮联邦公开市场委员会（FOMC）会议上，美联储将政策利率维持不变，但重申其对于利率的鹰派立场。以下是该次会议的主要信息以及我们的最新预测一览。



围绕着美联储货币政策前景的“不确定性”已基本消退，但这并不意味着未来全球经济和金融市场没有危险。在联邦公开市场委员会会议举行后，美债经历了新一轮抛售，而美元则坚定地走强。展望未来，我们认为有三个主要的事件风险可能会给相关利率和汇率注入新的波动性，即原油价格走高、日本央行退出收益率曲线控制政策以及中国持续经济减速。



当沙特阿拉伯首次公布石油减产意图时，考虑到全球经济增长前景脆弱，市场人士对于其是否能够维持原油价格稳定普遍持怀疑态度。然而，美国经济增长表现远超预期，而中国虽然存在经济不确定性，但能源需求保持稳健。

因此，布伦特原油价格在80美元/桶见底并在2023年第3季度抹平了年初至今的全部亏损。自那时起，沙特阿拉伯维持了原油供应紧张并将减产时间延长至今年年底，从而进一步加剧了原油供应紧张的情况。在撰写本报告之时，布伦特原油价格已回升至95美元/桶。鉴于全球供应紧张情况是真实存在的，我们将布伦特原油价格预测值更新为2024年第1季度将挑战100美元/桶。

日本银行目前是主要国家央行当中唯一一家保持负前端基准利率的央行（货币市场利率-10个基点）。

值得称道的是，日本银行行长植田和男（Ueda）竭尽全力强调该行即将冒险进行货币政策正常化并有可能取消收益率曲线控制（YCC）政策。在近期接受日本《读卖新闻》（Yomiuri Shimbun）采访时，植田和男坦率地表示希望“平静退出”宽松货币政策。

我们确实认为日本银行已准备好在2024年第1季度将前端基准利率提高至零以上，之后通过在2024年将10年期日本政府债券（JGB）收益率逐步提高到1.0%以上，逐渐实现收益率曲线控制政策正常化。

中国当局在去年年底公布退出新冠疫情防控清零政策时起初受到了市场的热烈欢迎，但中国广受期待的疫情后经济复苏未达预期，而且也没有实现。从外部角度来看，在外部贸易形势艰难的情况下，中国出口持续萎缩，中美关系也持续紧张，以及供应链转移等。从国内角度来说，由于零售消费信心持续低迷，内需消费和支出未能回升。在内外交困的情况下，中国房地产行业继续深陷大规模债务泥沼，一些大房地产开发商遭遇再融资困境，徘徊在濒临违约的边缘。

虽然全面经济复苏仍存在很大不确定性，但我们认为中国当局出台的各种财政刺激措施和宽松货币政策有助于在2024年使中国经济企稳，并将2023年GDP增速刚好维持在5%上方的重要整数关口。



原油价格重回 100 美元/桶是否会引发通胀再临？



影响

无需多言，在全球经济刚要看到通胀悬崖勒马之际，原油和能源价格再次走高是相当不合时宜的。

美联储和欧洲中央银行（ECB）等主要国家央行刚好到达同步加息周期的尾声。

布伦特原油价格重新朝着 100 美元整数关口走高有可能导致通胀徘徊不去和延长加息周期，并使得 2024 年全球经济复苏承压。退一步来说，能源价格重新走高加强了市场人士的一致预期，即全球利率将“在较长时间内维持较高。”

10 年期日本政府债券收益率跨越 1% 后会发生什么情况？



影响

自去年年末以来，投资者就一直期待和准备迎接日本央行取消收益率曲线控制政策。

事实上，随着 10 年期日本政府债券收益率攀升，前瞻性掉期利率已看向 1% 整数关口。此刻令人关注的是日本银行可能无法实现收益率曲线控制政策的有序正常化或“平静退出”收益率曲线控制政策，日元利率反而可能跳升，从而给全球金融市场带来新的和不受欢迎的波动性。

如日本政府债券收益率和日元利率确实跳升，这可能会引发日元汇率重新走强，从而导致投资者取消日元套利交易，这进而会对全球风险资产价格造成负面影响。元套利交易，这进而会对全球风险资产价格造成负面影响。

人民币汇率走弱与上涨的中美 10 年期债券收益差保持一致



影响

由于中国人民银行为了应对经济疲软而进入宽松周期，人民币失去了关键的利率支撑。

具体来说，10 年期美债对人民币债券收益差幅已走阔至超过 1.5%，再加上市场人士对中国经济减速的担忧日益加大，导致美元/人民币汇率在 2023 年第 3 季度冲高至 7.30 上方。人民币汇率过度走弱会导致美元强势延续，进而使主要亚洲和东盟国家汇率承压。

我们目前认为直到 2024 年第 1 季度美元才会转向走低。无需多言，美元持续走强加大了亚洲企业的境外债负担，可能会延缓预期中的中国经济复苏。

外汇策略：“在较长时间内维持较高利率”这一论调给美元强势争取了时间

虽然我们对于美元兑其他发达经济体货币汇率维持长期看跌观点，但就近期而言，美元可能还会经历最后一波狂欢。美国经济数据具有韧性，给予了美联储政策空间将较高的利率维持更长时间，从而给美元汇率提供了支撑。我们的宏观团队也将美联储首次降息的时间点从之前预计的 2024 年第 1 季度推迟到 2024 年第 2 季度，这与市场预期保持一致。欧洲中央银行和英格兰银行（BOE）等其他央行近期加息预期减弱意味着，美元将会维持对其他发达市场货币的利差优势，直到美联储开启降息周期将利差优势缩小为止。总体而言，我们预计美元在 2023 年第 4 季度对大多数主要国家货币维持强势（日元除外），之后，随着市场对美联储降息的预期加强，美元汇率将从 2024 年第 1 季度开始走弱。因此，我们对于 2023 年第 3 季度欧元/美元、英镑/美元以及澳元/美元汇率的最新预测值分别为 1.14、1.34 和 0.69。

在 2023 年第 3 季度，随着人民币汇率跌至 1 美元/7.35 元人民币，大多数亚洲国家货币均对美元贬值，这是自 2007 年年底以来最弱的表现。中国当局进一步降息和出台其他政策措施来提振内需、稳定房地产市场和应对地方债风险。尽管出现了企稳迹象，但在明年美联储降息预期强化，并且美联储与中国人民银行之间的货币政策分歧缩小之前，人民币汇率不可能强劲回升。展望未来，随着中国国内市场信心恢复以及宏观数据进一步企稳，我们预计美元/亚洲国家货币以及美元/人民币汇率会在 2023 年第 4 季度见顶，之后，随着美元开始整体走弱，这两个汇率将在 2024 年走低。至于新加坡元，随着人民币汇率企稳和重拾阵脚，新加坡元汇率预计也将触底回升，但由于新加坡金融管理局不可能在今年 10 月份进一步提高新加坡元名义有效汇率的升值节奏，因此新加坡元汇率的回升会较为适度。总体而言，我们对 2024 年第 3 季度美元/人民币和美元/新加坡元汇率的最新预测值分别为 6.90 和 1.31。

利率策略：目前基本上是伺机而动

基于今年 9 月份举行的联邦公开市场委员会会议，我们的美国宏观团队预计美联储将在 2023 年 11 月再次加息，从而将联邦基金利率提高至本轮紧缩周期的峰值 5.75%。在 2023 年的剩余时间里，联邦基金利率预计会维持在这个高位不变。此后，我们预计美元在 2024 年开启宽松周期并延续至 2026 年。我们对于美联储的最新预测观点是，与之前周期相比，美联储会没有那么鸽派，并且，虽然我们预期利率走低，但这一观点是基于当前政策利率水平较高，并且假设未来经济增长不会发生严重减弱的情况。如未来发生重大的负面经济冲击，政策利率很可能会变得更为宽松。就目前情况来看，我们认为 2024 年美联储会降息 75 个基点，而截至 9 月 21 日期货市场对降息的预期是大约 70 个基点。就整个周期来说，我们认为，与当前普遍的市场定价相比，联邦基金利率的走势会更加温和。具体来说，我们认为联邦基金利率在宽松周期的底部是 3.25%，比期货市场预计的 4.0% 低 75 个基点。

总体而言，考虑到我们将 2024 年第 3 季度联邦基金目标利率最新预测值从之前预计的 4.25% 调整为 5.25%，我们据此更新了整套利率预测数据。具体而言，我们目前认为 2024 年第 3 季度的 3 个月期复合 SOFR 会在 5.23%（从之前预测的 4.23% 上调），我们也将 10 年期美债收益率预测值从之前预测的 3.45% 上调为 4.10%。值得指出的是，我们目前认为，截至 2024 年第 3 季度为止的未来四个季度，3 个月期复合 SOFR 和 10 年期美债收益率会分别维持在 5% 和 4% 上方。类似地，就新加坡元利率而言，我们将 2024 年第 3 季度的 3 个月期复合新加坡隔夜平均利率（SORA）和 10 年期新加坡政府债券收益率分别上调至 3.80% 和 3.35%。详情见下文的更新后数据表。

大宗商品策略：2023 年第 3 季度供应紧张引发布伦特原油强势回升

在今年 9 月初，我们将布伦特原油价格预测值上调 5 美元/桶至 90-95 美元/桶区间，这是因为沙特阿拉伯出乎意料地将 100 万桶/天的单方面石油减产时间延长至今年年底。沙特阿拉伯的这一举动导致原油供应更加紧张，促使布伦特原油价格朝着 95 美元/桶走高。欲知更多详情，请参考 2023 年 9 月 6 日发布的《大宗商品策略简报：“沙特阿拉伯维持供应紧张，布伦特原油向 95 美元/桶攀升”》。自那时起，在过去的一个月，布伦特原油价格坚定地攀升至 90 美元/桶上方，交投于 93 美元/桶水平之上。我们之前提到的主要利好因素仍然有效，且在某些情况下还得到加强。首先，沙特阿拉伯和欧佩克+（OPEC+）维持了原油供应紧张的情况。其次，美国经济表现超出预期，今年 GDP 强劲增长接近 3%。第三，当经济出现强劲增长迹象的同时，美国原油库存消耗加剧。总体而言，我们认为，上述油价利好因素已经加强，布伦特原油目前已准备好试探 100 美元/桶的关键阻力位。因此我们将布伦特原油价格预测值再次上调 5 元至 95-100 美元/桶区间。我们目前预测布伦特原油价格在 2023 年第 4 季度和 2024 年第 1 季度会在 95 美元/桶，之后在 2024 年第 2 季度和 2024 年第 3 季度均升至 100 美元/桶。

至于黄金，我们维持以下观点，即金价最终会持续突破 2,000 美元/盎司。黄金仍是投资组合的主要风险分散器，并且，当前美元强势以及长期收益率走高这两个黄金利空因素在明年应该会逆转，转变为使金价重新上涨的主要利好。我们预测金价在 2023 年第 4 季度和 2024 年第 1 季度在 2,000 美元/盎司，在 2024 年 2 季度和 2024 年 3 季度升至 2,100 美元/盎司。至于铜价，非常明显的情况是，铜不存在类似原油那样可以减少供应的价格同盟。因此，在中国经济前景在 2024 年年中企稳之前，铜价在近期易于遭受下行风险。因此，我们维持对铜价的略偏负面观点，预计 2023 年第 4 季度和 2024 年第 1 季度在 8,000 美元/公吨，之后在 2024 年第 2 季度和 2024 年第 3 季度跌至 7,000 美元/公吨。

资产配置

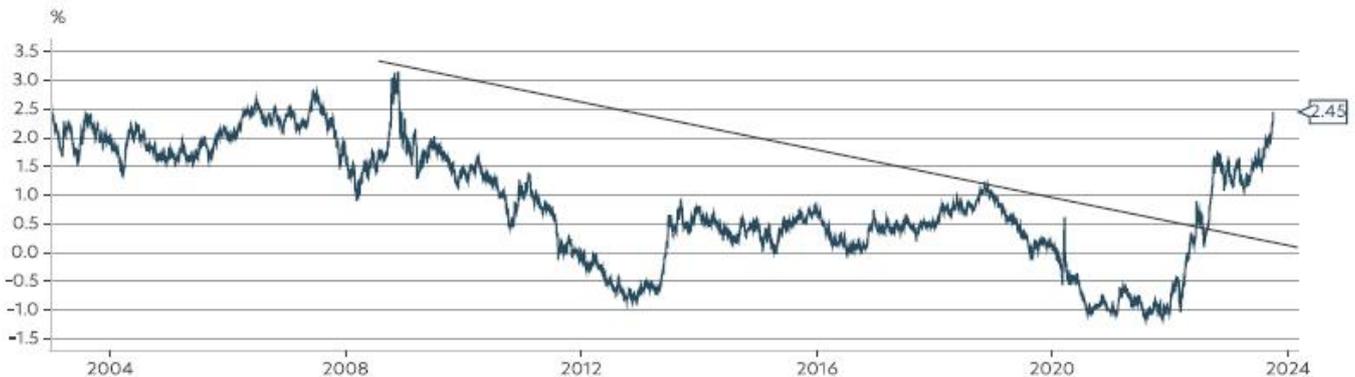
在今年第三季度，大多数风险资产均经历了盘整，然而抛售的力度较轻。明晟全球指数（MSCI World index）在 2023 年上半年上涨超过 15% 后下修 3.3%。10 年期美债收益率在 4.5% 上方，使得美国国债指数的总回报变为负。这是美国国债第三年产生负回报，这种现象在过去 50 年均前所未见。从更加积极的角度来说，虽然缺少政策支持，但中国股票在最近一个季度的交易表现基本持平。美元指数对大多数货币走高，而大宗商品板块则在能源行业的引领下保持稳固。

2023 年的一个主要经济趋势是“美国例外论”。虽然美国是第一个加息的发达经济体，但美国经济表现优于大多数发达经济体，并且在 2023 年避免了“广受期待”的经济衰退。此外，虽然美国劳动力市场表现强劲，但通胀率得以走低。

根据历史标准来看，这类结果是例外结果。我们应谨慎对待以下结论，即美国的“金发女孩经济”（goldilocks economy）正在成形。美国经济的强势增长部分是得益于《通胀削减法案》（Inflation Reduction Act）以及《芯片法案》（Chips Act）引领下的强有力财政刺激。进入 2024 年后，这些刺激效应可能会消退，届时紧缩的货币政策将发挥出最大约束效果（图 1）。从通胀角度来看，若干一次性事件促使通胀率下滑快于预期。这可能导致通胀数据先走高然后再回到美联储设定的 2% 目标通胀率。

图 1：10 年期美债实际收益率已爆发

数据来源：Macrobond、大华银行私人银行部门、美联储



— 10 年期美债实际收益率

虽然中国当局出台的政策令人失望，但中国股市的疲软表现在 2023 年第三季度已暂告一段落。这可能是表明看跌抛售已到达最低点的初步迹象。虽然没有明显的支持，但在制造业引领下，中国经济似乎正在企稳。

与此同时，在流动性紧张的背景下，中国房地产行业在多个方面仍面临困难。国家层面支持的欠缺可能反映了中国当局有意缩减房地产行业的规模。考虑到房地产行业对实体经济的可观贡献，中国可能会面临持续的经济增长逆风。

然而，随着全球制造业活动复苏，经济短周期可能变化。在中国股市估值低迷的背景下，中国风险资产可能存在短期较佳表现的时间窗口。

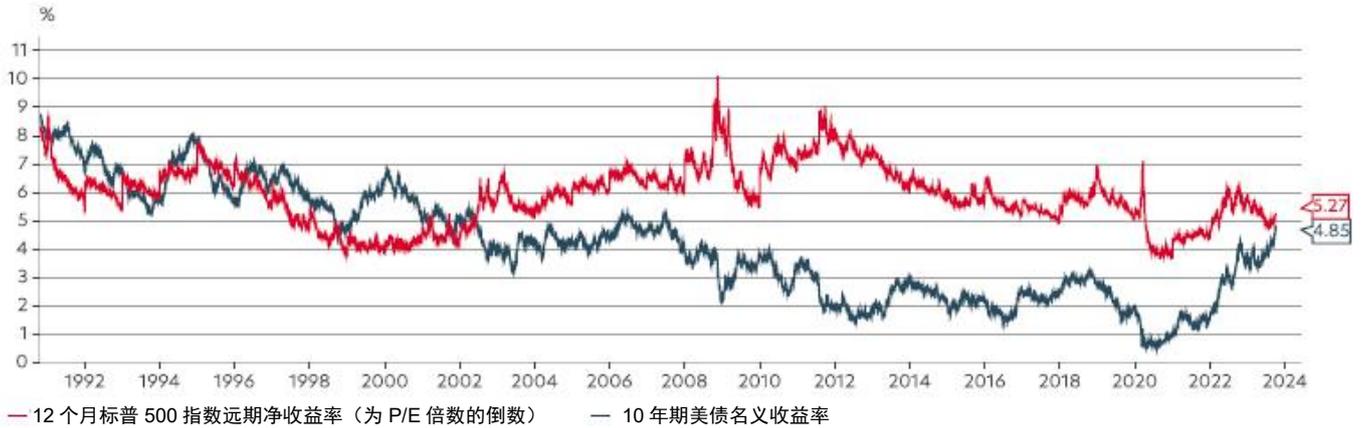
美国经济不可避免放缓意味着，短端和长端固定收益市场的预期风险调整回报率较佳。投资者应利用当前较高的长期利率来建仓高质量债券，随着美联储政策利率见顶，在经济减速的时候这些资产将发挥作用。

鉴于美国国债的当前无风险收益率较高，股市的涨幅需要更高才行（图 2）。人工智能概念引领的股市上涨可能还有空间，但目前仓位已变得越来越拥挤。因此，由于股票估值无论是对比盈利还是对比债券收益率都已不再具有吸引力，因此市场可能在短期内见顶。

从战术角度来看，我们将混合型资产组合里的股票配置降低为略偏减配，这反映出股市在近期面临的挑战。虽说如此，鉴于我们预计盈利前景整体具有韧性，并且未来的衰退会较为温和，因此任何抛售可能都会有节制的；投资者可考虑利用区间盘整交易模式来获利。

图 2：什么是无风险收益率的补偿？

数据来源：Macrobond、大华银行私人银行部门、美联储



虽然中国股市资产已经超卖并且估值具有吸引力，但仍缺乏引爆中国股市的强力催化剂。因此，近期来说股市预计维持区间盘整。我们认为，中国政府采取任何实质性应对措施的时间点和规模仍难以预测。虽然中国股市估值能够承受下行风险，但在中国当局出台更强有力的突破性政策措施之前，中国股市的上行潜力仍可能无法兑现。

考虑到这些情况，投资者应保持分散化投资，主要以收益率较高的高质量债券和短期货币市场债务工具为锚，并适度配置私募资产，将重点放在私募债券。

短期而言，非定向参与股市投资可能是最优策略，无论是通过精选的对冲基金策略或者结构化收益产品。这种策略可以实现一个回报结构，既能获得正的实际回报又能在进入 2024 年后获得应对经济减速的韧性。

资产配置表（2023 年第 4 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）		●	
固定收益			●
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

迄今为止（截至 2023 年 9 月 30 日）**明晟美国指数（涨 12.2%）** 表现优于大市。年初迄今为止的涨幅相当可观，在美联储货币政策日益收紧的背景下令许多投资者出乎意料。

具体来说，在联邦基金目标利率“在较长时间内维持较高”的背景下，美国大型科技股虽然属于长周期资产但表现良好。美国的这种经济韧性可主要归因于以下因素，即，美国总统拜登（Biden）领导的政府在过去两年的财政刺激力度、经历新冠疫情相关的崩盘后生产率加快回升、以及与制造业回流所带来的资本支出小规模爆发。

虽说如此，但还存在若干风险。

首先，美国政府的财政刺激效果可能会减弱。

其次，疫情期间积累的超额住户储蓄已基本上消耗。

第三，货币政策具有较长的滞后效应。

虽然当前经济形势仍然良好，但经济增长的风险已上升，美元实际利率和资金成本已经变得更加高企。在这样的背景下，市场已经开始调整至较高的实际收益率，这种情况正如 2023 年第 3 季度的情况一样。

美股上涨主要是因为估值重估，而债券收益率走高则是股市进一步扩大战果的障碍，因此股市上涨的重任就落在盈利增长上。虽说如此，迄今为止支撑 GDP 增长的财政利好因素可能随着时间而消退。在这样的背景下，美国企业的盈利韧性将会面临挑战。展望未来，分散化投资和选择性将会是关键所在。

从积极方面来看，今年最后一个季度股市倾向于正回报。在经历 2023 年第 3 季度的市场盘整后，积极的季节性因素表明了股市还有部分上行空间。此外，在出现某些企稳迹象后，从现在开始美国企业盈利形势可能有所改善。

由于精选优质成长型股票能产生稳定自由现金流并且人工智能带来生产率提升，我们仍偏好这些股票，但考虑到真实收益率走高并且这些股票的仓位拥挤度越来越大，因此我们的看涨程度已降低。医疗保健类防御型股票仍能作为投资组合的稳定器。最后，我们对于能源行业股票等精选的周期性股票持积极观点，全球能源供应不足能够为原油价格托底。投资者可考虑适度配置结构化收益产品。我们对美股维持中性观点。

年初至今（截至 2023 年 9 月 30 日）**明晟欧洲指数（以美元计涨 5.4%）**继续落后于美国和日本指数。我们对欧洲指数的看跌观点被证明是对的。值得注意的是，欧元在 2023 年第 3 季度末下跌幅度已超过整个 2023 年 6 月和 2023 年 7 月的涨幅。

欧元区制造业 PMI 指数仍处于衰退区域，表明经济增长停滞。考虑到中国内需不振且房地产行业低迷导致经济不景气，欧元区经济体无法指望从其对中国这个经济大国的出口中获得实质性的利益。市场人士对于中国经济增长的担忧以及发达市场债券收益率激增也影响了欧洲股市的表现。

由于 PMI 指数持续低迷而且供应链恢复正常，企业定价权有所减弱；这一点可以从欧洲的最终需求疲软以及欧洲企业涨价意愿较弱中看出。最后，进入 2024 年后，企业借贷成本上升的影响会变得更加明显。

欧元区最新 PMI 数据表明盈利下降即将到来。滞胀对于欧洲而言可能是一个严峻的现实，特别是因为欧元区国家没有受益于财政扩张或者生产力复苏。总体而言，公用事业和消费必需品等防御型行业由于盈利具有韧性并且盈利势头相对较好，因此预计会表现更好。

投资者可考虑利用近期的市场盘整和波动性飙升，通过结构化票据来获得更高的风险回报率。**部分具有强大定价权和稳定自由现金流的优质成长型企业的股价已经历显著的修正**，因此这些优质企业可作为纳入投资组合的潜在候选对象。

由于原油供应紧张，我们偏好综合性大型油企，并且，因为可再生能源转型概念，我们也偏好公用事业类股票。考虑到欧元区盈利增长前景不乐观，并且欧洲中央银行的货币政策可能过于收紧，我们仍对欧洲股市维持减配观点。

截至 2023 年 9 月 30 日，**明晟日本指数（按美元计涨 9.1%）**的表现优于除美国以外的所有区域市场。考虑到日元自今年初以来大幅贬值幅度最高达 12%，因此年初至今以美元计的回报相当可观。

日本股市在 2023 年第 3 季度表现良好，处于区间盘整交易模式。考虑到日本制造业 PMI 指数向好、日元弱势、超宽松的货币政策以及日本通胀率稳步上升，我们对日本股市持积极观点。受东京证券交易所推动企业治理改革以及股份回购影响，股票估值已走高。

最后，由于机构投资者希望在亚洲地区股票资产组合中从中国股市转移，日本股市也因境外投资组合的流入而受益；我们预计这一趋势将会持续。

随着企业持续将上涨的原材料成本转嫁到住户部门，企业定价权有所加强。虽说如此，由于日本银行即将启动货币政策正常化并且全球经济减速，因此有必要选择那些具有持续定价权的企业。

与此同时，由于预期日本银行将取消收益率曲线控制政策，日本银行股的大幅上涨可能会持续下去。最后，**我们认为在最新一轮修正周期之后科技股存在选择性投资机会**；投资者可考虑通过结构化产品投资防御型股票以改善风险报酬率。**我们维持对日本股市的增配观点。**

截至 2023 年 9 月 30 日，受开局强劲而后继无力的明晟中国指数（年初至今按美元计跌 9.2%）拖累，明晟亚洲指数（日本除外）在 2023 年第 3 季度暴跌（年初至今按美元计跌 2.4%）。

我们认为，在刺激措施推动的上涨之后应降低中国仓位，这一观点被证明是正确的。如之前所述，鉴于中国当局采取“滴灌式”的财政刺激，导致其再通胀政策成果寥寥。私人部门企业继续受困于疲软的国内需求，而中国房地产行业的复苏萌芽也正在消退。再加上长期以来住户部门过度储蓄，债券的整体前景看涨，尤其是在中国向全球输出通缩压力的情况下。

令人欣慰的是，中国政府认识到为了重振经济需要采取更多措施，并承诺出台更强力的支持措施。中国 2023 年 8 月份工业利润在超过一年以来首次回升。与此同时，中国大宗商品进口数量上升则表明中国的基础设施支出可能回升。制造业活动降幅趋缓，意味着经济显示出某些企稳迹象。

由于中国股市估值低，能够缓冲下行风险，中国股市能够继续以小幅震荡的形式交易，并且短期内可能有上佳表现。亮点在于消费行业，同时食品和旅游相关支出强劲回升。中国黄金周假期将是衡量消费支出回升的一个重要指标。总体而言，**我们维持对新兴市场亚洲股市的中性观点。**

固定收益

以美国企业投资级债券为代表的发达市场投资级债券的表现持平（截至 2023 年 9 月 30 日），弱于发达市场高收益债券。虽然今年大多数时间这两个债券品种的利差已收窄，但发达市场投资级债券的总回报被国债负回报所抵消。虽然美联储在 2023 年 9 月份举行的联邦公开市场委员会会议上维持政策利率不变，但立场变得越来越鹰派。

美联储目前的政策立场反映出他们愿意牺牲经济增长来确保控制通胀。美联储的点阵图显示 2023 年还有一次加息，明年政策利率可能维持在 5% 以上。美联储“在较长时间内维持较高利率”的立场实质上抑制了之前关于 2024 年降息的预期。

考虑到宏观形势逆风，有必要在不牺牲债券质量的前提下锁定债券利差。我们预计美联储在 2023 年 11 月举行的联邦公开市场委员会会议上会再次加息 25 个基点，此后长时间暂停加息。美联储降息的时间点预计推迟至 2024 年年中。

严格筛选债券仍然是保持投资组合稳定性的关键所在；我们偏好信用基本面较好的发行人的债券组合，**并对发达市场美元投资级债券维持增配观点。**

年初至今（截至 2023 年 9 月 30 日）发达市场高收益债券以美元计的总回报率为+5.9%，表现优于所有其他债券品种。虽然预期违约率较高，但由于美国消费支出具有韧性，高收益债券迄今为止表现良好。能源行业发行人也从原油价格飙升中受益。债券利差压缩值超过了国债的负回报值，因此导致今年前三个季度的债券总回报为正。

展望未来，我们认为，由于美国财政刺激效应减退，并且美国住户部门的超额储蓄减少，因此未来的经济增长风险上升。就这一方面来说，我们已经可以看到高收益债券利差开始显著走阔（见右下角图表中蓝线部分）。

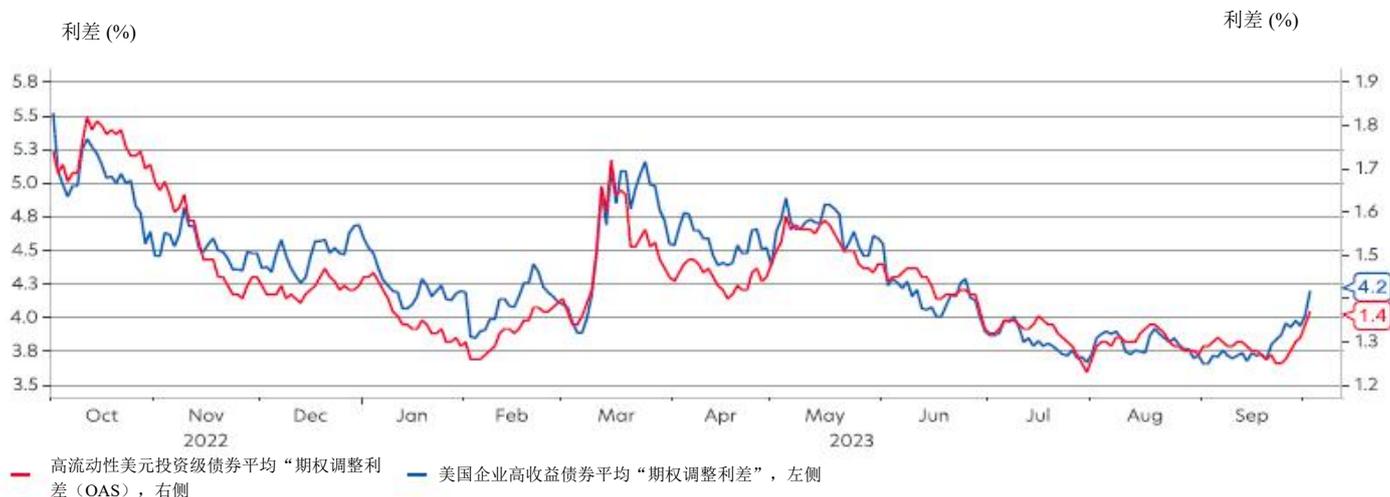
由于发达市场央行“在较长时间内维持较高利率”的立场，此后的资金和流动性形势将会变得紧张。考虑到债券利差可能因违约率上升而进一步走阔，我们维持对发达市场美元高收益债券的减配观点。

固定收益年初至今的表现

数据来源：Macrobond、大华银行私人银行部门



数据来源：Macrobond、大华银行私人银行部门



新兴市场亚洲投资级债券年初迄今为止（截至 2023 年 9 月 30 日）以美元计的总回报率为+1.1%，表现优于新兴市场亚洲高收益债券品种。虽然自 2023 年 3 月以来债券利差收窄，但债券总回报率很大程度上被美联储“在较长时间内维持较高利率”的政策立场抵消。

考虑到新兴市场亚洲投资级债券在面临市场混乱的情况下起到投资组合稳定器的作用，**我们维持对新兴市场亚洲投资级债券的积极观点**；这些债券品种有助于缓冲风险资产的跌幅。考虑到不确定性和市场波动性上升而收益率高企的情况，将亚洲投资级债券纳入均衡型投资组合具有战略意义。

我们重申对于亚洲金融行业、准主权债券、战略性中资国有企业（SOE）和印尼公用事业企业内部少数精选优质债券的偏好。我们继续强调在久期管理方面投资者应采取分散化策略，在债券组合整体层面，我们倾向于 5-8 年的平均修正久期（modified duration）。

我们认为，当前的全部收益率水平具有吸引力；投资者应大胆考虑锁定收益。至于发达市场投资级债券，考虑到在当前水平，债券利差相对较小，因此，在总回报率的贡献方面，国债回报率将肩负主要任务。我们重申逢低买入的立场，以期在合适时机锁定较高的利差。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。**

新兴市场亚洲高收益债券年至今（截至 2023 年 9 月 30 日）按美元计的总回报率为-1.6%，表现弱于所有其他债券品种。展望未来，这个板块的投资者信心很大程度上将会受到中国政策措施以及中国房地产行业前景的影响，该行业仍将面临巨大的流动性压力。

令人欣慰的是，中国政府已表示有意提供更大力度的政策支持。虽说如此，我们继续提倡保持谨慎、选择性和分散化投资，并重点强调债券发行人的存续能力。我们重申偏好于少数精选的印尼房地产开发企业和印度大宗商品贸易企业。总体而言，**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	9月21日	2023年4季度预测	2024年1季度预测	2024年2季度预测	2024年3季度预测
美元/日元	148	146	140	135	132
欧元/美元	1.07	1.06	1.09	1.12	1.14
英镑/美元	1.23	1.23	1.28	1.32	1.34
澳元/美元	0.64	0.64	0.66	0.68	0.69
新西兰元/美元	0.59	0.59	0.60	0.62	0.63
美元指数	105.48	105.3	102.3	99.6	97.9

美元/人民币	7.30	7.30	7.10	7.00	6.90
美元/港元	7.82	7.85	7.83	7.80	7.80
美元/新台币	32.15	32.0	31.5	31.0	30.5
美元/韩元	1,337	1,340	1,300	1,280	1,260
美元/菲律宾比索	56.78	57.0	56.0	55.0	54.0

美元/林吉特	4.69	4.70	4.55	4.48	4.42
美元/印尼盾	15,338	15,400	15,100	14,800	14,500
美元/泰铢	36.14	36.3	35.3	34.5	34.0
美元/越南盾	24,323	24,500	24,000	23,800	23,600
美元/印度卢比	82.92	83.0	82.0	81.0	80.0

美元/新元	1.37	1.37	1.34	1.32	1.31
欧元/美元	1.46	1.45	1.46	1.48	1.49
英镑/新元	1.68	1.69	1.72	1.74	1.76
澳元/新元	0.88	0.88	0.88	0.90	0.90
新元/林吉特	3.43	3.43	3.40	3.39	3.37
新元/人民币	5.34	5.33	5.30	5.30	5.27
日元/新元*100	0.92	0.94	0.96	0.98	0.99

政策利率	9月21日	2023年4季度预测	2024年1季度预测	2024年2季度预测	2024年3季度预测
美元联邦基金利率	5.50	5.75	5.75	5.50	5.25
日元政策利率	-0.10	-0.10	0.00	0.00	0.00
欧元再融资利率	4.50	4.50	4.50	4.25	4.00
英镑回购利率*	5.25	5.25	5.25	5.00	4.75
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	3.45	3.35	3.35	3.35	3.35
港元基准利率	5.75	6.00	6.00	5.75	5.50
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	6.50	6.50	6.25	6.00
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	5.75	5.50
泰铢1天回购利率	2.25	2.50	2.50	2.25	2.00
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	9月21日	2023年4季度预测	2024年1季度预测	2024年2季度预测	2024年3季度预测
美元3个月SOFR（复合）	5.24	5.43	5.55	5.45	5.23
坡元3个月SORA（复合）	3.71	3.92	3.95	3.92	3.80
10年期美债收益率	4.49	4.30	4.30	4.20	4.10
10年期新加坡政府债券收益率	3.41	3.40	3.40	3.40	3.35

大宗商品	9月21日	2023年4季度预测	2024年1季度预测	2024年2季度预测	2024年3季度预测
黄金（美元/盎司）	1,925	2,000	2,000	2,100	2,100
布伦特原油（美元/桶）	94	95	95	100	100
铜（美元/公吨）	8,194	8,000	8,000	7,000	7,000

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年第四季度。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