

# 大华银行 2024 年第 1 季度投资观察

2023 年 12 月 29 日（星期五）

团队  
环球经济与市场研究部  
私人银行部

## 全球宏观形势

市场对于美联储（Fed）从 2024 年年中开始降息的预期将成为 2024 年的主基调。与之对应的背景是，美国国内经济增长放缓同时通胀进一步趋稳。其他主要国家央行可能会跟随美联储降息，但其各自的具体时间点有所不同，而日本央行可能会在 2024 年初启动货币政策正常化，且不会造成任何混乱后果。中国方面的形势仍面临重重困难，2024 年中国的经济增长将维持疲软，中国政府将会加大政策支持力度来应对风险。

## 资产配置

我们将投资组合中股票的配置观点上调为中性。从全年来看，股票资产的表现可能会优于现金类资产。经历 2023 年的稳健增长后，我们期望在 2024 年逢低加仓股票，对债券仍维持增配观点，对现金类资产的配置观点下调至减配，而对另类资产仍维持增配观点。

## 股票

在经济周期的后期阶段长时间持续的背景下，绩优期权和 100%保本兑付票据等非定向交易可帮助投资者在保持投资的同时采取防御态势。在考虑逢低加仓的同时，我们对美国股市维持中性观点，对欧洲股市维持减配观点，对日本股市维持增配观点，对新兴市场亚洲股市维持中性观点。

## 固定收益

对于发达市场（DM）国家而言，我们对发达国家美元投资级债券维持增配观点，认为收益驱动型的需求仍维持强劲，这会限制优质债券品种的利差过度扩大。由于实力较弱企业的融资形势和流动性状况可能存在困难，我们对发达国家美元高收益债券维持减配观点。由于新兴市场亚洲投资级债券具有投资组合稳定器的重要作用，并且更重要的是其具有高质量特性，因此我们对新兴市场亚洲投资级债券持增配观点。我们对新兴市场亚洲高收益债券维持中性观点，认为部分优质印尼房地产开发企业、印度可再生能源企业以及大宗商品/基础设施行业的债券具有较高投资价值，但提醒投资者不要对新兴市场亚洲高收益债券板块当中表现滞后的品种进行追高，例如中国高收益商业房地产债券。

## 大宗商品

我们将布伦特原油价格的乐观预测值调整至更为适度的水平，即 2024 年第 1 季度和第 2 季度均在 85 美元/桶，2024 年第 3 季度和第 4 季度均在 90 美元/桶。我们对黄金维持积极观点，预计金价在 2024 年第 1 季度会在 2,050 美元/盎司，2024 年第 2 季度升至 2,100 美元/盎司，2024 年第 3 季度升至 2,150 美元/盎司，2024 年第 4 季度升至 2,200 美元/盎司。我们对铜维持略偏负面的观点，预测伦铜价格在 2024 年第 1 季度和第 2 季度均在 8,000 美元/公吨，2024 年第 3 季度和第 4 季度均在 7,000 美元/公吨。

## 外汇和利率

我们相信美元指数（DXY）已经在 2023 年第 4 季度的 107 点位左右见顶，美元在 2024 年走弱的路线已经明朗。与此同时，由于 2024 年货币政策走向宽松，我们预计远期直接汇率走低。我们预计 3 个月期复合有担保隔夜融资利率（SOFR）以及 10 年期美债收益率到 2024 年第 4 季度分别走低至 4.73%和 4.00%。

## 全球宏观形势及市场策略

### 2024：有望走向货币宽松的一年

随着 2023 年走向尾声以及开始展望 2024 年，我们为新一年的宏观经济前景定下了若干主基调。

市场对于美联储（Fed）从 2024 年年中开始降息的预期将成为 2024 年的主基调，与之对应的背景是美国国内经济放缓同时通胀进一步趋稳。其他主要国家央行可能会跟随美联储的脚步降息，但其各自的具体时间点有所不同。至于日本央行，我们预计其在 2024 年初将会启动期待已久的货币政策正常化，且不会造成任何混乱后果。

虽然近期数据表明中国形势有所改善，但仍面临重重困难，2024 年中国的经济增长可能会保持疲软，中国政府将会加大政策支持力度来应对风险。最后，由于东盟地区的外部贸易周期正在触底，东盟的经济增长预计将趋于稳定，但由于中国经济放缓，因此东盟的经济复苏可能会难见起色。我们对东盟的基本面以及中长期前景保持乐观态度。

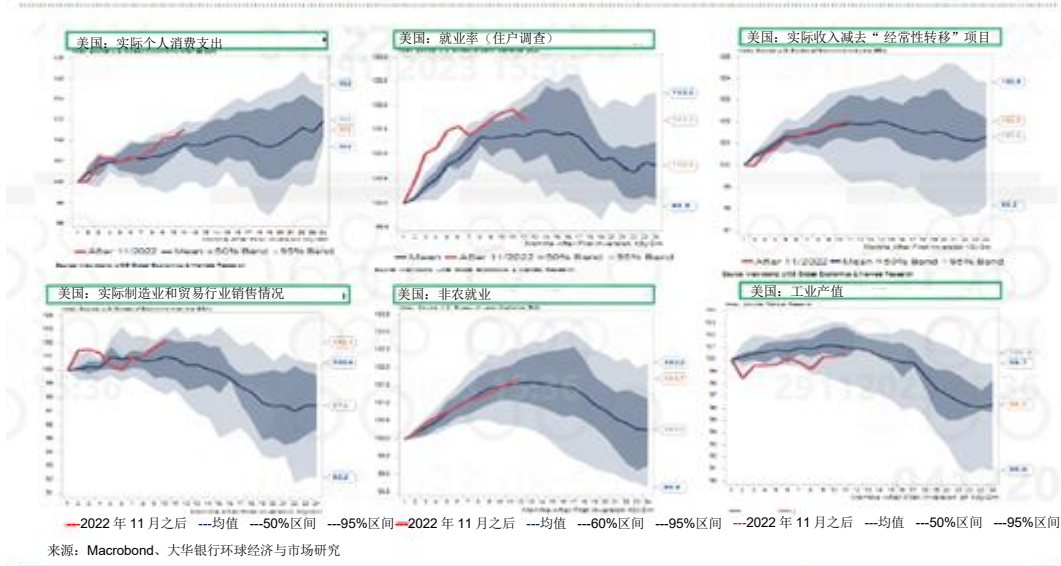
另一个值得关注的主要发展形势是，在东欧和中东地区战火持续的同时，2024 年将迎来一连串的大选。

#### 美国通胀趋缓的同时经济减速

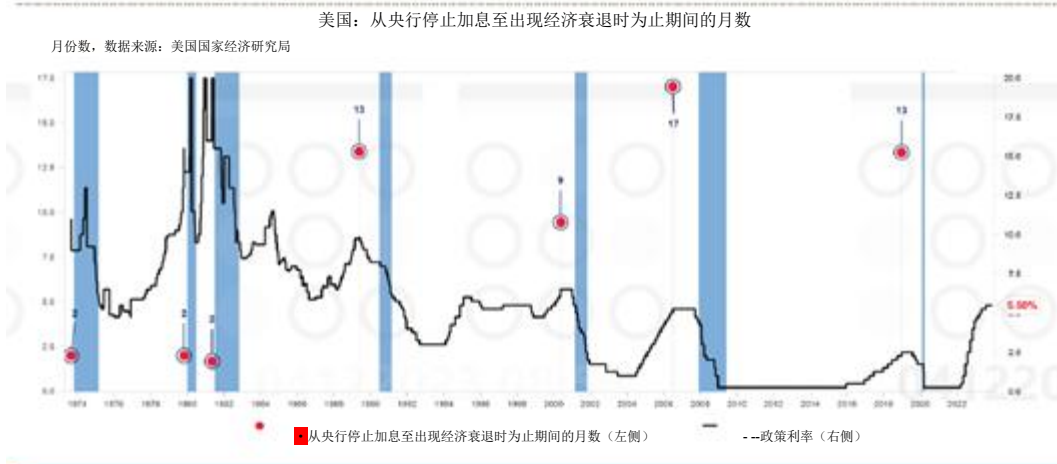
根据美国国家经济研究局（NBER）监测的美国经济六项关键指标，整体形势（图 1）似乎表明美国经济增长正在接近见顶或者已经见顶。美国经济在 2023 年第 3 季度经历了由消费驱动的 5.2% 高增速，之后美国国内生产总值（GDP）增速在 2023 年的最后三个月将会放缓，并且可能在 2024 年上半年转负。其原因是由于货币政策紧缩的滞后效应以及金融/信贷形势收紧开始产生更显著的效果，利息费用上升影响美国的商业投资；另一方面，随着新冠疫情期间美国住户部门累积超额储蓄，信贷标准收紧以及学生贷款恢复还款，表明美国消费者支出将会承压。

我们预计美国经济减速的迹象在 2024 年上半年会变得更为明显，届时将发生技术性衰退（即连续两个季度环比下滑），但我们的基本观点是，美国仍有可能实现软着陆。根据美联储最近四个加息周期的情况推断，我们发现经济衰退通常从美联储首次暂停加息之后的第 9 到第 17 个月之间开始。在本轮加息周期中，美联储自从 2023 年 7 月（图 2）最后一次加息 25 个基点之后就一直处于暂停加息状态。虽说如此，由于美国并不存在任何严重的金融失衡现象，我们预计美国经济不会出现深度衰退或全年 GDP 彻底萎缩现象。预计美国经济在 2023 年实现增长 2.4% 之后，在 2024 年将放缓至 1%。

图 1：美国经济的六项关键指标总体上显示出美国经济增长正在接近或者已经见顶  
来源：Macrobond、大华银行环球经济与市场研究



**图 2：根据历史来看，美国经济衰退通常发生在美联储首次暂停加息后第 9-17 个月期间**  
来源：Macrobond、大华银行环球经济与市场研究

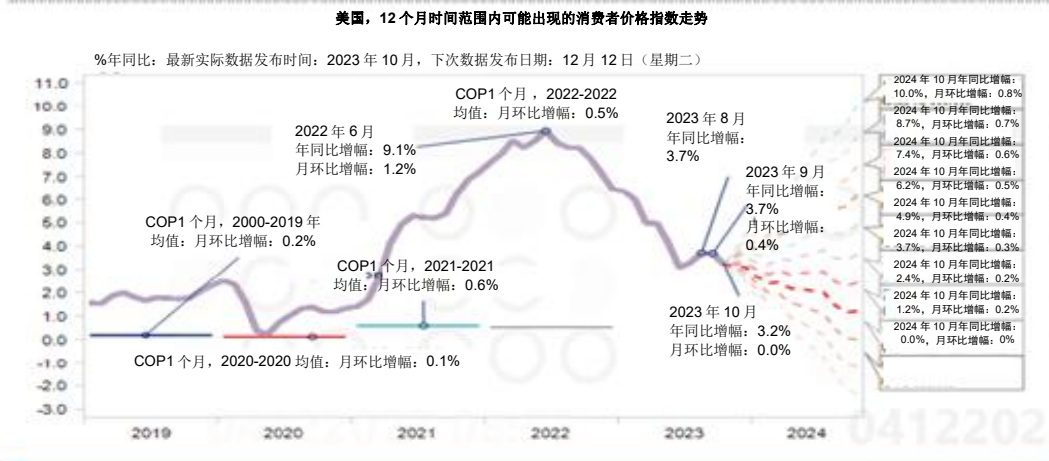


接下来的重要问题是 2024 年通胀走势将会如何。美国 10 月和 11 月最新一期消费者价格指数（CPI）数据表明美国通胀持续趋稳（以年同比计），然而美国核心通胀率放缓的幅度低于美国整体通胀率。我们预计美国通胀率在 2024 年将会继续放缓，美国整体通胀率均值预计为 2%，但美国核心 CPI 均值仍有可能高于 2% 这个“黄金标准”，因此 2024 年美国核心通胀率均值预计为 2.2%。我们对于由若干潜在通胀冲击因素引发的美国价格风险保持警惕，这些因素包括劳资关系紧张引起薪资增长压力、全球能源价格重新走高以及供应链再次遭到破坏。

我们在下文的简单图表中描绘了未来 12 个月期间美国通胀率的走势。如未来 12 个月的美国通胀率月环比增幅保持为正但增幅降低为 0.1%（2023 年 10 月份的美国通胀率月环比增幅为 0.0%，而 1-9 月期间的美国通胀率均值为 0.3%），那么到 2024 年 10 月份美国通胀率将放缓至 1.2%（年同比）。而如果美国通胀率月环比增幅为 0.2%，则意味着到 2024 年 10 月份美国通胀率年同比将达到 2.4%。在更加极端的情况下，如果美国通胀率月环比增幅高于 0.7%，则届时美国通胀率将会超过 2022 年 6 月份录得的近期高位即 9.1%（年同比）。但这并非我们的主要观点。根据近期的趋势来看，我们认为美国通胀率走势会趋于美联储设定的 2% 目标。

**图 3：美国 CPI 通胀率数据预测（年同比）--走向 2% 的通胀率目标**

来源：Macrobond、大华银行环球经济与市场研究

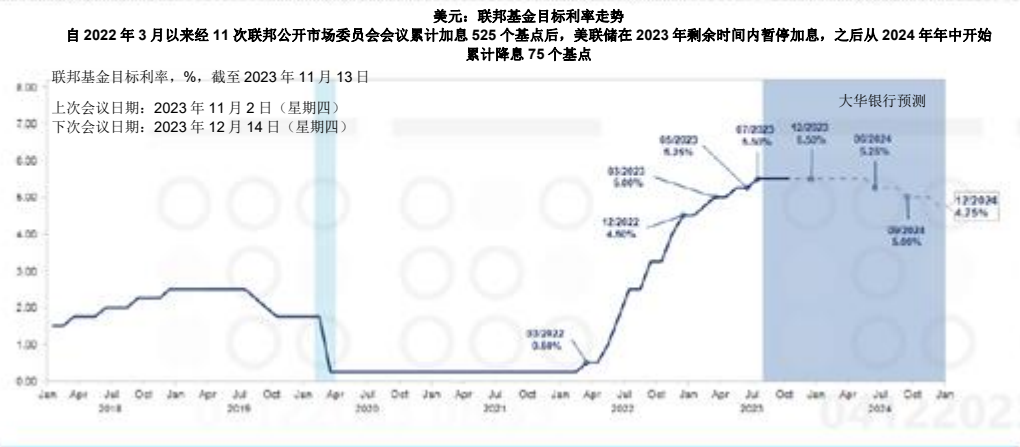


**我们对于美联储 2024 年的利息观点：累计降息 75 个基点**

美国经济增速放缓和通胀趋稳这一情况推动了我们对于美联储 2024 年政策前景的思考。预计美联储会在 2023 年 12 月举行的联邦公开市场委员会（FOMC）会议上将联邦基金目标利率（FFTR）区间维持在 5.25-5.50% 不变，并将这一利率水平维持至 2024 年年中，我们认为届时美联储全年将累计降息 75 个基点（即 2024 年 6 月、2024 年第 3 季度和 2024 年第 4 季度分别降息 25 个基点）。由于我们的主要观点仍是美国经济会实现软着陆，因此我们认为美联储不会采取激进降息措施来抵消之前激进加息周期的影响。

图 4：大华银行预测的美国联邦基金目标利率走势（截至 2023 年 11 月 30 日）

来源：Macrobond、大华银行环球经济与市场研究



### 其他主要国家央行走上货币宽松路线，日本央行（BOJ）可能终将启动货币政策正常化

除了美联储之外，对于其他大多数主要国家央行而言，2024 年也将会是走向货币宽松路线的一年，然而其各自的时间点可能有所不同。首先将会是新西兰储备银行（该央行是在 2021 年 10 月开始加息的首批央行之一），该央行将在 2024 年第 2 季度的某个时间点开始降息，紧随其后的是澳大利亚储备银行以及英格兰银行，这两家央行均会在 2024 年第 3 季度降息。由于欧洲中央银行（ECB）的货币政策制定者可能需要更加确信通胀已经得到控制，因此可能要到 2024 年第 4 季度才会下调政策利率，但代价是经济疲软会维持更长时间。

日本央行是目前唯一一家仍坚持负基准利率（-0.1%）的主要国家央行，但这家“坚持到底的央行”现在也准备在 2024 年启动货币政策正常化，与其他背道而驰的主要国家央行形成了直接对比。我们预计日本央行会在 2024 年春季劳资谈判（春斗）之后启动货币政策正常化，春季劳资谈判大约在 2024 年 3 月份左右进行。我们目前预计日本央行从 2024 年 4 月举行的货币政策会议上启动货币政策正常化，首先是退出负利率政策（NIRP），我们预计日本央行将短期政策利率从 -0.1% 上调至 0.0%，之后会在 2024 年 6 月举行的货币政策会议（MPM）上取消收益率曲线控制（YCC）。在日本央行启动货币政策正常化之前，我们预计日本央行可能会在之前举行的会议（即 2024 年 1 月或 3 月的货币政策会议）上调整关于收益率曲线控制和利率的前瞻指引，借此为市场提供一些指引，并帮助日本央行有序退出超宽松政策。

### 中国 2024 年经济展望：经济增长乏力，更多宽松政策即将出台

中国近期经济数据继续改善，但消费者信心仍保持较弱，2024 年中国的经济增长前景疲软。中国制造业和服务业活动持续恢复，但房地产成为了重大拖累。由于中国房地产行业处境困难，土拍市场（在过去是地方政府财政收入的主要来源）持续遇冷，并进一步影响中国经济增长。与此同时，当各大企业继续打造“中国+1”或“中国+N”供应链策略的同时，中美之间持续的贸易紧张局势将会继续推动供应链分散化。我们预计中国 2024 年 GDP 增速将会从 2023 年预测的 5.2% 放缓至 4.5%。中国政府在 2024 年将会加大政策支持力度以应对风险，包括下调利率和准备金率、出台房地产市场刺激措施以及推行扩张性财政政策。2023 年第 4 季度流动性投放的剧增可能推迟了人民银行降息的时间点，但我们预计中国央行会在 2024 年第 1 季度将 1 年期和 5 年期贷款市场报价利率（LPR）分别下调 10 个基点至 3.35% 和 4.10%，并在 2024 年的剩余时间内维持该水平不变。

### 东盟的外部贸易形势正在触底，显示出复苏迹象

东盟方面有一些好消息，该地区的贸易低迷可能已经见底，正显示出复苏迹象，虽然复苏的路径崎岖不平，东亚地区出口复苏领先于东盟六国。推动这一形势的一个关键因素是全球电子产品周期触底回升，全球半导体行业销售的持续稳健复苏也会利好东亚和东盟地区的大型电子电器产品出口国。一项不那么乐观的因素是中国经济前景疲软，这可能会减缓东盟的贸易复苏速度。关于东盟地区 2024 年贸易复苏的深度讨论，请参阅下文的“东盟关注点 II”部分。

### 战争和重大选举接踵而至

年复一年，战火连连。除了经济增长和通胀方面的担忧之外，2024 年还将迎来许多地缘政治方面的不确定性。2023 年的地缘政治事件是以色列和巴勒斯坦激进组织哈马斯之间爆发的战争，虽然从 2023 年 11 月 23 日以来双方持续停火，但战争远未结束，并可能延续至 2024 年。虽然我们的基本观点是这一军事冲突会得到控制，但认为这一冲突有相当大的可能性会升级并蔓延至中东其他国家和地区，并牵涉伊朗等主要产油国，这可能会危及原油供应，从而进一步推动油价上涨。

此外，2024 年将迎来许多重大选举。亚洲方面首先是中国台湾地区、印尼和印度。英国大选预定于 2025 年 1 月 28 日举行，但英国现任首相苏纳克（Sunak）可能会在 2024 年的某个时间提前举行英国大选。俄罗斯的现任总统普京（Putin）可能会在 2024 年 3 月举行的俄罗斯总统选举无障碍地当选俄罗斯总统。最具影响力的选举可能是 2024 年 11 月举行的美国总统大选，前任美国总统唐纳

德·特朗普 (Donald Trump) 有可能再次当选总统。特朗普当选美国总统对于 2025 年往后的时间 (而非 2024 年) 是一项挑战。虽然特朗普可能会进一步强化对中国的强硬立场, 他也有可能激烈抨击高利率并施压美联储在 2025 年进一步降息。因此特朗普胜选可能意义重大, 特别是考虑到他会不停施压美国联邦储备委员会主席鲍威尔 (Powell) 在 2025 年降息, 与 2018-2019 年期间的情况如出一辙。



### 外汇策略：2024 年美元走弱是大势所趋

我们相信美元指数已经在 2023 年第 4 季度的 107 点位左右见顶, 明年, 随着市场对美联储降息的预期强化, 由于美元利率走低, 美元对主要国家货币汇率有进一步走弱的空间。如果美国发生较大幅度的经济减速, 进而导致 2024 年需要降息超过三次 (我们的基本观点是降息三次), 那么我们目前对美元汇率的预测可能会面临下行风险。与我们对美元汇率走弱的预期保持一致, 我们预计欧元/美元、英镑/美元以及澳元/美元汇率在 2024 年第 4 季度分别走强至 1.16, 1.32 和 0.70。同理, 随着日本央行开启货币政策正常化, 为美元/日元汇率走低提供动力, 我们可以预测美元/日元汇率到 2024 年第 4 季度会走低至 135。

亚洲外汇的情况与之相似, 2024 年美元对亚洲各国货币汇率可能会走低, 特别是考虑到美联储降息逐渐变得明朗。具体而言, 市场对于中国经济的普遍悲观观点和情绪可能已见顶。美元/人民币汇率似乎越来越有可能已经在 2023 年第 4 季度的 7.32 水平左右见顶, 这一水平在 2024 年将会走低, 到 2024 年第 4 季度走低至 6.80。此外, 在 2023 年大部分时间经历萎缩之后, 我们预计相关亚洲国家的出口将恢复增长, 并在 2024 年实现可观的增长。明年, 预期中的亚洲地区出口周期性复苏将会对亚洲地区外汇形成利好。因此, 我们认为, 到 2024 年第 4 季度, 美元/林吉特、美元/泰铢、美元/印尼盾、美元/越南盾以及美元/新加坡元汇率将分别回撤至 4.45、33.30、14,800、23,500 以及 1.30。

### 利率策略：2024 年随着货币政策宽松化, 实际远期利率将下降

对于短期利率而言, 我们预计宽松货币政策将成为 2024 年的主基调。因此, 远期收益率走低、收益率曲线走陡以及新加坡政府债券对美债收益率的差幅缩小将成为这种新的货币政策体制下的特点。与我们的宏观团队认为美联储在 2024 年降息 75 个基点的预期保持一致, 我们认为 3 个月期复合有担保隔夜融资利率 (SOFR) 和新加坡隔夜平均利率 (SORA) 到 2024 年第 4 季度时将从当前水平的 5.35% 和 3.75% 分别走低至 4.73% 和 3.28%。

然而, 对于收益率曲线的较长端, 我们认为 10 年期美债和新加坡政府债券收益率到 2024 年第 4 季度分别为 4.00% 和 3.00%。预计债券收益率在短期内将维持在当前水平附近。2023 年 11 月份收益率下滑逆转了 10 月份的上涨, 虽然如此, 推动收益率走高的部分因素仍基本保持不变。这些因素包括: 美国大规模赤字、市场人士对于日本央行启动货币政策正常化的预期、解除低收益率锚定, 以及美国经济的韧性。具体而言, 对于新加坡政府债券长期收益率而言, 我们的预测是基于下列假设, 即: 新加坡元利率根据美元利率变动走低的幅度减少的这一长期趋势将延续不变至 2024 年。我们预测这将通过新加坡国债收益率折让逐渐缩窄而实现。

### 大宗商品策略：黄金有望持续突破 2,000 美元

我们维持对黄金的积极观点, 认为金价将持续突破 2,000 美元/盎司。2024 年, 美元汇率和利率走低的预期对黄金而言是关键利好因素。与此同时, 虽然亚洲和新兴市场国家央行对于黄金储备的需求保持强劲, 但散户投资者对黄金的投资才刚刚开始见底。具体而言, ETF 的黄金持仓似乎已经在今年的低位水平见底。随着散户投资者对黄金投资的兴趣回归, 对于金价而言将是个利好因素。从长期角度来看, 黄金仍是投资组合的主要风险分散器。因此, 我们将金价点位预测更新为 2024 年第 1 季度在 2,050 美元/盎司, 2024 年第 2 季度升至 2,100 美元/盎司, 2024 年第 3 季度升至 2,150 美元/盎司, 2024 年第 4 季度升至 2,200 美元/盎司。

2023 年 12 月份举行的欧佩克（OPEC）组织会议在一片混乱中结束。虽然该组织声称会追加 220 万桶/天的石油减产，但每个国家的石油减产配额的完整细节仍未明朗。沙特阿拉伯已将 100 万桶/天的石油减产产量延续至 2024 年第 1 季度末，而伊拉克、阿联酋、科威特、哈萨克斯坦、阿尔及利亚和阿曼等国也跟随追加减产石油。但关于剩余石油减产配额的分配情况仍不明确，这引起了人们对于该组织整体遵守减产承诺的担忧。因此，我们维持对布伦特原油的积极观点，但将乐观的布伦特原油价格预测值调整为更加适度的水平，即 2024 年第 1 季度和 2024 年第 2 季度均在 85 美元/桶，2024 年第 3 季度和 2024 年第 4 季度均到 90 美元。由于 80 美元/桶的价格水平被认为是欧佩克+的关键“分界线”，因此该水平提供了良好的价格支撑。

至于伦铜，我们维持负面观点。3 个月伦铜期货价格与现货价格的差额大幅扩大令人担忧，显示出近期铜需求疲软。中国建筑行业的铜需求疲软，以及国际铜研究小组（ICSG）所指出的未来数月精炼铜库存过剩加大的风险是伦铜价格的主要利空因素。我们对伦铜的最新预测值为 2024 年第 1 季度和第 2 季度均在 8,000 美元/公吨，2024 年第 3 季度和第 4 季度均到 7,000 美元/公吨。

### 资产配置

**我们将资产配置中的股票配置的观点提升为中性。**从全年来看，股票可能表现优于现金类资产。经历 2023 年的稳健增长后，我们期望在今年逢低买入股票。我们将债券配置观点维持为增配，并将现金类资产的配置观点下调为减配。另类资产的配置观点维持不变。周期性行业可能继续表现良好。2023 年，以市值计的前十大股票占标普 500 指数回报率的比例超过 65%（如图 1 所示）。虽然这些股票会受益于利率下降以及人工智能的广泛应用，但投资者可以从大市值股以外的股票寻找投资机会。受益于利率下降的行业和个股在 2024 年将会表现良好。

图 1-最大市值股票在 2023 年占标普 500 指数回报率的比例超过 65%

来源：Macrobond、大华银行私人银行、美联储



来源：Macrobond、大华银行私人银行、标普全球

中国方面，虽然中国政府的政策力度不及预期，但中国股市的颓势在 2023 年第三季度暂告一段落。另一个意外惊喜是除中国以外的新兴市场股市表现相对良好，主要原因是因为这些市场先于大多数发达国家加息以对抗通胀，因此，其降息时间也早于发达国家的降息时间。我们认为，中国股票估值较低，但由于中国政府总体上不愿意出台需求刺激措施，因此中国股市爆发还需要更加重磅的催化剂。由于中国股市估值具有吸引力，下行风险较为有限，且可能会出现类似日本股市在 20 世纪 90 年代泡沫破裂后反弹的现象。在目前的政策框架下，中国股市想要持续上涨可能性较低。

日本股市将持续表现良好，因为随着美联储、欧洲中央银行和其他央行开始放宽货币政策，日元汇率将会走强。同时日本股市将受到国内盈利持续增长、结构性改革以及合理股市估值的提振。对于日元的最佳做法是不进行对冲交易。

在 2024 年，随着美联储进入降息周期导致利率继续下降，固定收益类资产将延续 2023 年第 4 季度的回升（图 2）。除了票息收益之外，固定收益类资产的久期有助于债券价格上涨，因此固定收益类资产回报率可能优于现金类资产。债券信用利差已经收窄，但仍存在选择性投资机会，特别是银行资本债券和私募债方面。

图 2：随着美元利率下滑，固定收益资产将继续回升

来源：Macrobond、大华银行私人银行、美联储



来源：Macrobond、大华银行、美联储

最后，我们继续推荐配置另类资产。得益于有利的宏观因素，私募类资产将表现良好，而另类资产也会带来分散化的好处。2024 年将迎来许多政治事件，世界上许多国家和地区包括中国台湾地区、俄罗斯和美国都将举行重大选举。虽然其中大多数事件并不一定会对相关经济体产生重大而持久的影响，但可能会引发几轮波动性上升。投资成功的关键是构筑一个具有韧性的能够抵御意外冲击的投资组合。

资产配置表（2024 年第 1 季度）

资产大类	减配	中性	增配
<b>股票</b>			
美股			
欧洲股市			
日本股市			
新兴市场（亚洲股市）			
<b>固定收益</b>			
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			
<b>另类资产</b>			
对冲基金			
私募市场			
原油			
基础金属			
贵金属			
<b>现金类资产</b>			

## 股票

### 股票表现

来源: Macrobond、大华银行私人银行、美联储

美元价格回报指数（以 2023 年初为基准=取值 100）



来源: Macrobond、大华银行私人银行

年初迄今为止，**MSCI 美国指数（以美元计涨 25.2%）的表现优于所有其他市场（截至 2023 年 12 月 26 日）**。这种情况发生在美国经济极具韧性且美联储加息预期见顶的背景下。从经济角度来说，除住房以外的所有板块整体通胀率均已大幅下滑，而住房板块的通胀率也在明显下行。随着就业率和劳动参与率回归到疫情前水平，薪资增长压力也显示出缓解迹象。值得注意的是，迄今为止美国通胀放缓发生在经济活动未发生显著下滑的情况下。虽说如此，随着先前出台的货币紧缩政策的滞后效应最终对经济形成拖累以及积极财政刺激政策的效果消退，美国经济将会放缓。在这种情况下，我们预计美国经济将实现软着陆而非进入深度衰退期，这是因为制造业复苏以及稳固的劳动力收入增长将会提振经济活动。企业盈利可能会继续扩大趋势。

从市场角度来说，在市场广度在年底改善之前，以市值计的十大股票在标普 500 指数（S&P 500）的 2023 年总回报中所占的比例超过 65%。

虽然这一现象推动纳斯达克 100 指数（NASDAQ 100）估值走高，但 12 个月远期市盈率为 24.5 倍，仍低于 2001 年科技股泡沫期间的高位。标普 500 指数整体的 12 个月远期市盈率为 19.5 倍，与 2 年平均值一致，但接近 10 年交易区间的上沿。虽然与历史股价相比，美股目前的价格看似昂贵，但考虑到 10 年期美债收益率处于 3%-4% 区间，因此此类股市估值能够持续。

在经济周期的后期阶段长时间持续的背景下，例如绩优期权以及 100% 保底兑付票据等非定向交易能够帮助投资者在保持市场参与的同时采取防御态势。由于预计标普 500 指数下跌空间较有限，卖出指数和关键蓝筹股的看跌期权也是明智的。鉴于 2024 年存在一系列的地缘政治风险，投资者可以考虑准备逢低买入。最后，美国降息预计从 2024 年年中开始。虽然长久期科技股将会受益于美元利率下滑以及人工智能的广泛应用，但投资者可以考虑在大市值股票之外寻找投资机会。包括科技硬件在内的周期性行业（例如半导体）以及能源板块可能继续在此类环境下表现良好。继近期美联储引发的股市反弹之后，预计股市在近期可能经历挫折。着眼于逢低买入的同时，我们目前对美股维持中性观点。

**MSCI 欧洲指数（以美元计涨 16.0%）继续落后于美国指数，但年初迄今为止的表现优于所有其他市场（截至 2023 年 12 月 26 日）**。这对于许多投资者来说可能是个意外，特别是在考虑到欧元区 PMI 指数下滑的背景下更是如此。继 2023 年下跌 3% 之后，2024 和 2025 年的远期盈利增长势头已经显著回升。欧洲股市也受益于源自美联储降息预期引起的美国市场乐观情绪，这引起了欧洲股市在 2023 年底的正向重估。具体而言，12 个月远期市盈率倍数已微涨至 2 年平均值（12.5 倍）上方。

从经济角度来说，由于内需疲软，欧元区的经济活动预计将保持低迷。与此同时，出口相关的外部需求减弱以及融资形势收紧可能会抑制经济增长，特别是制造业内部。服务业迄今为止一直表现得具有韧性，但目前也已开始减弱。如新兴市场（EM）经济体不能提高经济增速，则可能进一步延迟与欧洲大陆发达经济体之间的收入趋同。我们继续预计欧元区经济在 2023 年增长 0.5%，在 2024 年增长 0.6%。欧元区最新的增长和通胀情况的确加大了欧洲中央银行维持当前政策不变的可能性，欧洲中央银行在 2023 年 12 月举行的会议上重申借贷成本可能会维持在历史高位。虽说如此，投资者目前严重倾向于鸽派阵营，预计欧洲中央银行降息会来得比之前预想的早，许多人坚信货币当局官员发表的鸽派言论。



从市场角度来说，值得指出的是，2023 年 MSCI 欧洲指数取得的可观回报部分被金融行业所支撑，金融业占 MSCI 欧洲指数整体总回报的 17%（最高比例）。MSCI 欧洲金融指数实现了 18% 的强劲每股盈利增长。尽管如此，由于在高基数效应和利率下降的背景下净利差收窄，因此金融行业的表现预计从 2024 年开始大幅减弱。虽然欧元区经济增长成色不足，但市场已经对相对较好的经济增长前景进行计价。随着地缘政治和战争引起的紧张局势升温，防御型股票能够继续表现良好。我们偏好那些具有良好的稳定付息记录的优质分红型股票。总体而言，我们对欧洲股市维持减配观点。

**MSCI 日本指数（以美元计涨 15.3%）表现优于除美国和欧洲以外的所有其他区域市场（截至 2023 年 12 月 26 日）。**自从日本在 2022 年 10 月放宽疫情相关入境限制措施之后，全球投资者对日本的兴趣一直在上升。自从东京证交所 (TSE) 在 2023 年 3 月启动新的公司治理改革措施以来，投资者对日本的兴趣又经历了另一轮上升。东京证交所鼓励企业（特别是那些股价低于账面价值的企业）提高资本效率 (ROE) 以提高回报率的策略，引起了日本股市的价值重估。

从经济角度来说，由于能源成本下降而加工食品的价格上涨趋缓，日本的消费者价格指数 (CPI) 在 2023 年 11 月一如预期般地放缓至 2.8%。剔除新鲜食品和能源价格的核心通胀率也已放缓。日本最新的通胀率数据与日本央行的以下观点一致，即：随着输入型通胀消退，价格压力将会逐渐降温。当前的重点是在日本央行在未来数月削减刺激措施之前，让基础服务的价格上涨在经济体系中分布得更加广阔。日本央行在 2023 年 12 月举行的最新一轮货币政策会议上决定按兵不动，这是因为货币政策制定者需要更加确信能够实现 2% 的稳定通胀率目标。与此同时，由于存在多重外部利空因素，日本的出口保持低迷。由于国内需求疲软，制造业活动似乎再次下滑。

从市场角度来说，日本股市的盈利势头保持良好。日元大幅贬值给企业盈利带来利好，特别是对出口型企业而言亦如此。展望未来，随着美联储、欧洲中央银行和其他主要国家央行开始放宽货币政策，日元汇率可能走强。从指数的估值角度来说，MSCI 日本指数的 12 个月远期市盈率倍数为 14.6 倍，与 10 年期间的 12 个月远期市盈率中位数 14.7 倍接近（高值为 19.9 倍，低值为 11.2 倍）。总体而言，日本股市可能受企业盈利持续增长、结构性改革以及合理估值等因素的支撑。投资者可考虑增加更偏为上行的非对称回报资产的敞口（例如，具有 100% 保底兑付特征的资产），以提高风险回报率和防范日元走强引起的趋势反转风险。投资者还可以考虑通过多样化投资工具（例如基金）来建立敞口。对于日元来说的最佳做法是不进行对冲交易。总体而言，我们对日本股市维持增配观点。

**MSCI 亚洲指数（日本除外）由于受 MSCI 中国指数（以美元计跌 17.3%）拖累，在整个 2023 年的表现几乎持平，MSCI 中国指数在经历强势开局后陷入低迷（截至 2023 年 12 月 26 日）。**从经济角度来说，中国在退出新冠防控清零政策经历首轮复苏后失去了动力，继续面临宏观形势困难。中国经济目前应该是处于一个“黄金点”，即持续的经济疲软最终导致中国政府奋力出台再通胀政策。然而，中国面临国内的若干主要调整，包括国内信心低迷、饱受困扰的房地产行业、为了提高生产效率而进行的再平衡，以及实现更大程度的自给自足。这些根深蒂固的问题助长了人们的通货紧缩担忧，而高负债以及人口老龄化则进一步限制了长期经济增长前景。

之前的上涨行情由宽松货币政策所致，但 M1 供应总量的增速接近二十年来的低位，而真实利率则处于十年来的高位，意味着中国政府改变政策已经是迫在眉睫。中国政府通过激进的刺激政策来提振总需求至关重要。此外，由于中美关系持续紧张并且存在政策不确定性，外国投资者面临着复杂形势的挑战。2024 年 1 月举行的中国台湾地区领导人大选可能会成为中美之间地缘政治紧张局势的爆发点。与此同时，国家新闻出版署在 2023 年 12 月 22 日发布了《网络游戏管理办法(草案征求意见稿)》，旨在限制过度消费和网络成瘾。新一轮的监管限制措施引起投资者焦虑不安，可能会妨碍中国整体股市价值重估。

从市场角度来说，MSCI 中国指数的估值较低，经过充分沟通的利空因素已经大部分被市场所消化。然而，考虑到中国股市缺乏明显的催化剂，因此不会出现持续估值上涨的迹象。在横向震荡的趋势中，中国股市可能会经历较大范围的震荡，底部可能已经出现，但是因为缺少结构性的改善，因此上涨将会是暂时性情况。在中国方面，投资者可以考虑对陷入困境的且已度过政策干预风险高峰期的国有企业和长期增长性行业采取卖出看跌期权 (sell-put) 策略。在新兴市场亚洲方面，我们偏好韩国和中国台湾地区的部分优质股票，这些股票能够参与科技股的上行周期。我们也偏好新加坡房地产投资信托，因为该领域是美元利率下跌的主要受益者。从综合角度来看，我们对新兴市场亚洲股票维持中性观点。

## 固定收益

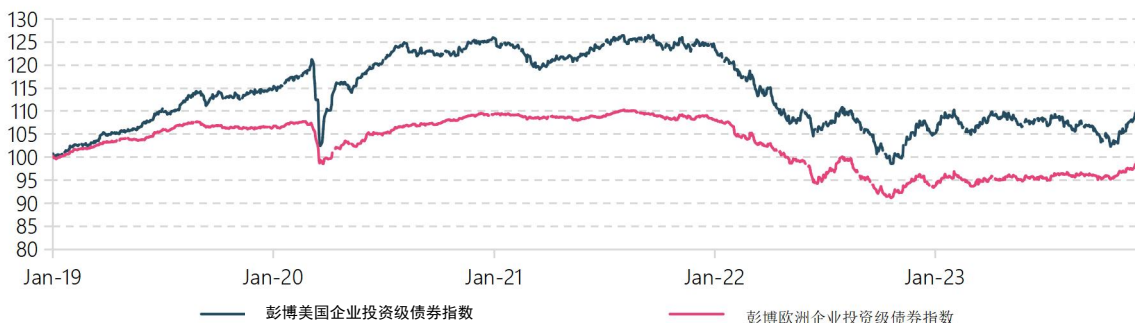
### 发达市场国家投资级债券

考虑到美国不确定的财政政策背景（因为美国大选的原因）、不断增加的货币政策利空因素以及后疫情时期的利好因素不断消退，我们认为美国经济在 2024 年将会进入漫长的“后周期环境”。考虑到市场人士对于中国 2024 年经济增长成色不足的担忧，欧元区经济体不可能会出现出口显著回升的情况。从综合角度来说，我们认为 2024 年发达国家的政府债券收益率会走低。我们认为这一情况将会在明年推动债券回报率的走势。大华银行环球经济与市场研究部门团队预测美联储将在 2024 年第 2 季度、2024 年第 3 季度和 2024 年第 4 季度分别降息 25 基点。预计 10 年期美债收益率到 2024 年第 4 季度会稳定在 4% 左右。

## 美国和欧洲投资级债券总回报（以 2019 年初作为基准=取值 100）

来源：Macrobond、大华银行私人银行

指数点位



来源：彭博、大华银行私人银行（数据截至2023年12月12日）

虽然我们认为明年基本面因素倾向于下行，但鉴于低迷但仍保持正增长的经济环境，优质投资级债券的信用状况应该能保持相对良好。因此，我们倾向于优质防御型行业（如医疗保健、消费品和非周期性行业）以应对经济增长的减速风险。投资级债券的估值偏紧，因此可能没有太多空间来应对非系统性风险和黑天鹅事件。

## 美国投资级和欧洲投资级债券利差

来源：Macrobond、大华银行私人银行



来源：彭博社、大华银行私人银行（数据截至2023年12月12日）

我们预计，由债券收益率驱动的需求将保持强劲，因此，这会限制优质债券的利差过度走阔。严格筛选债券仍是关键，我们认为，投资者可以根据美联储降息周期来增加久期敞口（将整个投资组合的平均修正久期增加至 5-8 年）来获益。总体而言，我们对发达国家投资级债券维持增配观点。

### 发达市场国家高收益债券

2023 年美国比预期中更具韧性，这一现象导致美国高收益债券即使在美联储发表了鹰派言论的情况下仍表现优于投资级债券。之前的劳动市场紧张局势已显示出缓和迹象，但我们认为，进入 2024 年后，美国劳动力市场可能仍保持紧张，即使经济增长速率可能下滑至低于趋势增长率。美国的货币政策预计会维持较为紧缩，因此会对 2024 年美国的经济增长形成更多利空。同理，欧元区的较高政策利率在未来会侵蚀债券的基本面；并可能开启一个信用评级下调周期。

## 美国高收益债券总回报（以 2023 年初作为基准=取值 100）

来源：Macrobond、大华银行私人银行



来源：彭博、大华银行私人银行（数据截至2023年12月12日）

由于目前美联储和欧洲中央银行均暂停加息，下一个举动可能会是在通胀缓和以及经济增速下滑之后降息。我们认为风险天平已经逐渐从政策利率风险偏向于信用风险。因此，围绕债券久期对较高信用评级（例如投资级）的债券进行建仓现在已变得势在必行。在信贷周期的后期阶段，对于评级较弱的债券而言（例如高收益债券），较高的违约率和债券利差大幅走阔是值得注意的风险。我们预计借贷成本走高的滞后效应以及融资渠道受限会对实力较弱公司的财务灵活性造成负面影响。这些公司的融资形势和流动性状况可能会遭遇困境，因此我们对发达市场国家高收益债券持减配观点。

## 欧洲高收益债券总回报（以 2023 年初作为基准=取值 100）

来源：Macrobond、大华银行私人银行



来源：彭博、大华银行私人银行（数据截止2023年12月12日）

随着信用风险受到更多重视，不同信用评级档次之间的业绩分化因素可能会从 2023 年的趋势逆转。我们认为，若想要在 2024 年获得超额回报，债券的筛选和入市时机至关重要。利用宏观经济形势引起的波动形成估值错位，以及等待央行政策转向迹象将有助于发掘投资机会，从而产生优异的风险回报。

我们认为，2024 年推动债券利差变化的因素可能是行业差异化以及潜在的基本面因素。因此，我们有动力去降低信用风险和在高收益债券板块内部选择信用评级达到 BB 的债券（而非较低评级的债券）来确保资金安全。

我们预计大宗商品行业内的部分优质金融机构和企业将会受益于行业差异化。由于这些企业在进入 2024 年之前已经强化了资产负债表，因此能够更好地应对经济下行。总体而言，我们对发达市场国家高收益债券维持减配观点。

## 新兴市场投资级债券

**2023 年利率高企背景下，新兴市场亚洲投资级债券表现出韧性。**由于收益率息差减轻了美债收益率走高引起的债券价格下跌影响，摩根大通投资级亚洲信贷指数（JACI）年初迄今为止（截至 2023 年 12 月 12 日）的总回报为+5.43%。由于后疫情时期的货币宽松和财政刺激措施的余威犹在，全球经济增长保持韧性，因此年初迄今为止摩根大通亚洲信贷指数投资级债券利差收窄了 34 个基点。此外，由于没有出现企业盈利大幅下降的情况，这也支撑了债券的估值。此外，信评机构对企业发行人的友善评级行动（即：评级上调、取消负面评级展望等行动）也进一步巩固了债券利差。

### 摩根大通亚洲信贷指数投资级债券(JACI IG)-总回报（以 2023 年初作为基准=取值 100）

来源：Macrobond、大华银行私人银行



随着我们进入 2024 年，考虑到新兴市场亚洲投资级债券作为投资组合稳定器的作用，以及其所具备的高质量，我们对其持增配观点。其有助于缓冲市场波动期间风险资产的下跌。与过去十年相比，投资级债券的收益率仍具有吸引力，这是因为基准利率高企以及债券利差稳定。因此，在 2024 年，收益策略和基于现金流的投资风格会比较具有吸引力。

在新兴市场亚洲投资级债券板块内部，我们偏向于印尼的准主权债券和中国最优质国有企业发行的优质债券。支持我们这一评估标准的因素是这些领域对于相关国家政府具有战略重要性，并且有比较大的可能性获得政府支持。我们同样倾向于那些不仅在基本面要素方面展示出韧性并且在各自行业内具有较高市场份额的非政府所有企业。从久期角度来看，我们着眼于多样化，将整个债券投资组合层面的平均修正久期目标定为 5-8 年。

### 摩根大通亚洲信贷指数投资级债券(JACI IG)-稳定的投资级债券利差

来源：Macrobond、大华银行私人银行



我们预计债券收益率不在 2024 年会呈直线或抛物线状下滑。因此，有机会实施逢低买入策略以便在不牺牲信用质量的前提下实现收益率提升。因此，当出现具有吸引力的优质债券时，投资者必须果断地锁定它们。对于发达市场投资级债券，我们预计在 2024 年债券利差仍然是推动债券回报的一个重要因素，随着“美联储转向”（Fed pivot），利率下行会带来更多利好债券回报的因素。我们对新兴市场亚洲投资级债券维持增配观点。

### 新兴市场高收益债券

随着摩根大通 JACI（亚洲信贷指数）非投资级（JACI HY）债券指数在 2023 年年初迄今为期间的期间（截至 2023 年 12 月 12 日）实现正的总回报（涨 2.90%），新兴市场亚洲高收益债券在过去两年的螺旋下跌得到了缓解。与之相对应的是，中国商业房地产行业遭遇的恶性循环似乎已经到达顶部。相应地，亚洲高收益债券板块的违约率也已经从 2021 年的最高违约率 13.2% 和 2022 年的最高 16.8% 下降至 2023 年的 4.7%（估算值）。

## 摩根大通亚洲信贷指数高收益债券(JACI HY)总回报（以 2023 年初作为基准=取值 100）

来源：Macrobond、大华银行私人银行

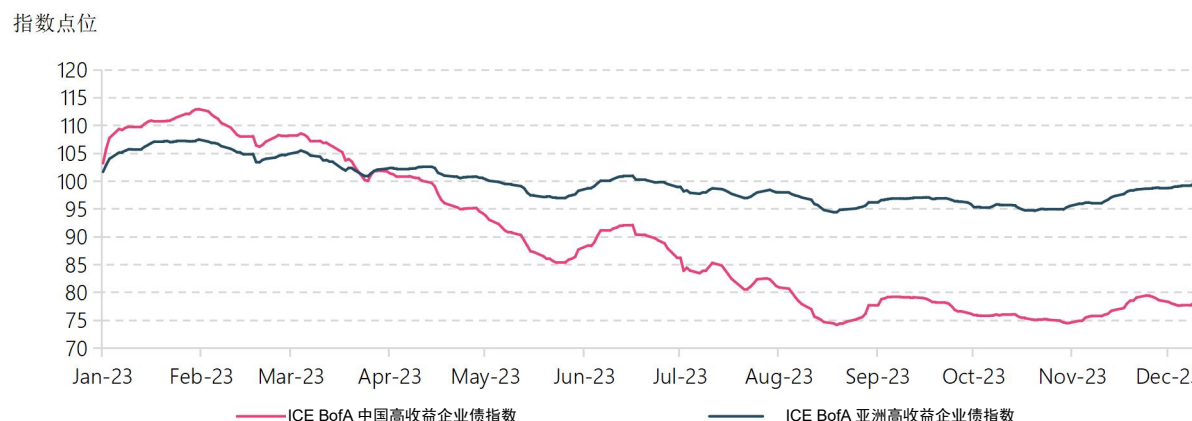


来源：彭博、大华银行私人银行（数据截至2023年12月12日）

中国商业房地产行业的高收益债券有段时间显著表现不佳，并继续受政策影响，因此被给予不良债券的交易等级。我们认为，虽然中国政府针对房地产开发商出台的流动性措施可能引发了几波暂时松口气的反弹行情，但市场受损的信心仍未显示出显著修复。我们的确看到中国政府在 2023 年实施了一系列措施（例如：房企债券国家增信计划、财政激励措施以及下调按揭利率等措施），这些措施对于防止更多开发商违约的风险传导事件发挥了有限的效果。流动性压力持续挥之不去，虽然中国政府的政策意图是很好的，但我们认为中国政府需要采取更加有效的措施或者展示出更强大的支持（例如：注资以及由国有不良资产管理公司介入等）才能让我们有足够理由去调整对于中国房地产行业的谨慎观点。

## 中国高收益债券表现劣于亚洲高收益债券

来源：Macrobond、大华银行私人银行



来源：彭博、大华银行私人银行（数据截至2023年12月12日）

抛开中国高收益债券不论，我们认为部分优质印尼房地产开发企业、印度可再生能源企业以及大宗商品/基础设施行业的债券具有投资价值。2023年，在新兴市场亚洲高收益债券板块内部，某些实力较强的企业实现了最高的总回报，甚至在某些情况下超越了投资级债券的表现。这些企业包括那些信用状况已有改善或稳定下来的企业发行人。同样，堕落天使债券的风险在本质上更加具有特异性而非系统性。因此，在2024年规避信用事件将能够显著影响回报情况，正如2023年的情况一样。

更加温和的宏观经济形势可能遏制了信用基本面急剧恶化，但当然并未完全对其加以阻止。我们提醒投资者不要对新兴市场亚洲高收益债券当中那些之前表现落后的债券（如中国高收益商业房地产债券）进行追高，并提倡投资者在做任何特殊事件交易（special situation trade）时应进行严格的自下向上分析。总体而言，2024年我们对新兴市场亚洲高收益债券维持中性观点。

## 外汇、利率和大宗商品预测

外汇汇率	2023年11月30日	2024年1季度预测	2024年2季度预测	2024年3季度预测	2024年4季度预测
美元/日元	148	146	142	138	135
欧元/美元	1.09	1.11	1.13	1.15	1.16
英镑/美元	1.27	1.28	1.30	1.31	1.32
澳元/美元	0.66	0.67	0.68	0.69	0.70
新西兰元/美元	0.62	0.63	0.64	0.65	0.65
美元指数	103.30	102.2	100.3	98.6	97.6
美元/人民币	7.14	7.10	7.00	6.90	6.80
美元/港元	7.81	7.80	7.80	7.80	7.80
美元/新台币	31.31	30.8	30.4	30.0	29.6
美元/韩元	1,300	1,280	1,260	1,240	1,220
美元/菲律宾比索	55.53	55.2	54.8	54.4	54.0
美元/林吉特	4.67	4.60	4.55	4.50	4.45
美元/印尼盾	15,510	15,400	15,200	15,000	14,800
美元/泰铢	35.22	34.8	34.3	33.8	33.3
美元/越南盾	24,262	24,000	23,800	23,600	23,500
美元/印度卢比	83.40	83.0	82.0	81.0	80.0
美元/新元	1.34	1.32	1.31	1.30	1.30
欧元/美元	1.46	1.47	1.48	1.50	1.51
英镑/新元	1.69	1.69	1.70	1.70	1.72
澳元/新元	0.88	0.88	0.89	0.90	0.91
新元/林吉特	3.50	3.48	3.47	3.46	3.42
新元/人民币	5.34	5.38	5.34	5.31	5.23
日元/新元*100	0.90	0.90	0.92	0.94	0.96

政策利率	2023年12月27日	2024年1季度预测	2024年2季度预测	2024年3季度预测	2024年4季度预测
美元联邦基金利率	5.50	5.50	5.25	5.00	4.75
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	4.50	4.25
英镑回购利率*	5.25	5.25	5.25	5.00	4.75
澳元官方现金利率	4.35	4.35	4.35	4.00	3.75
新西兰元官方现金利率	5.50	5.50	5.25	5.00	4.75

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	5.75	5.50	5.25	5.00
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	6.50	6.50	6.25	6.00	5.75
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	6.00	6.00	6.00	6.00	6.00
泰铢1天回购利率	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50
越南盾再融资利率	4.50	4.50	4.50	4.50	4.50
印度卢比回购利率	6.50	6.50	6.50	6.50	6.25

利率	2023年11月30日	2024年1季度预测	2024年2季度预测	2024年3季度预测	2024年4季度预测
美元3个月SOFR（复合）	5.35	5.31	5.20	4.98	4.73
新加坡元3个月SORA（复合）	3.75	3.72	3.64	3.47	3.28
10年期美债收益率	4.32	4.30	4.20	4.10	4.00
10年期新加坡政府债券收益率	2.96	3.15	3.10	3.05	3.00

大宗商品	2023年11月30日	2024年1季度预测	2024年2季度预测	2024年3季度预测	2024年4季度预测
黄金（美元/盎司）	2,042	2,050	2,100	2,150	2,200
布伦特原油（美元/桶）	81	85	85	90	90
伦敦金属交易所铜（美元/公吨）	8,465	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”），2024年第一季度。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