

# 大华银行 2024 年第 2 季度投资观察

2024 年 4 月 3 日 (星期三)

团队  
环球经济与市场研究部  
私人银行部

## 全球宏观形势

由于通胀走势起伏不定以及最新一连串强于预期的美国宏观经济数据（例如今年 3 月的美国供应链管理协会指数 ISM PMI 等），投资者已开始怀疑美联储 (Fed) 是否真的能够在今年 6 月开启降息，以及能否在今年兑现最新点阵图所显示的三次降息。我们维持现有观点，即美联储从今年 6 月开始降息三次，每次 25 个基点，但是可能性越来越倾向于减少降息次数。

## 资产配置

我们将资产配置中的股票配置上调为增配。由于我们预计股市上涨的范围将扩大，建议投资者从美国大市值股票转移至其他股票以获得更高的上涨潜力。我们将债券配置转为中性，但固定收益资产配置的相对变动并不代表我们对其持看跌观点，而是我们认为股市的部分优质行业在短期内具有更好的投资机会。我们对现金类资产的配置维持为减配，另类资产的配置维持为增配。

## 股票

在温和的宏观形势背景下，考虑到通胀下滑和经济增长形势有利，我们建议增加股票配置。在减配美股的同时，我们上调新兴亚洲股市的比重。我们维持对日本股市的增配观点，并将欧洲股市配置上调为中性。

## 固定收益

对于发达市场国家而言，由于投资级和高收益债券之间的利差缩窄以及债券违约率加快上升形成的尾部风险促使我们就不对称的风险报酬率持警惕态度，我们维持对发达市场国家美元投资级债券 (DM USD IG) 的增配观点，并维持对发达市场国家美元高收益债券 (DM USD HY) 的减配观点。我们维持对新兴市场亚洲国家投资级债券 (EM Asia IG) 的增配观点，并继续提倡投资者逢低买入。我们维持对新兴市场亚洲国家高收益债券 (EM Asia HY) 的中性配置观点，并强调投资者应具有选择性，我们倾向于部分优质东盟国家基础设施行业、印度尼西亚公用事业以及房地产开发企业。

## 大宗商品

黄金的利好因素并未改变。央行对黄金储备的配置力度尤其强劲。之后，一旦美联储真正开始降息，投资者对于黄金的投资需求（可能通过黄金交易型开放式指数基金 (ETF) 进行）可能会增加，从而为金价进一步上涨提供动力。我们借此机会将我们对于金价的乐观预测继续上调为 2024 年第 2 季度在 2,300 美元/盎司，2024 年第 3 季度到 2,350 美元，2024 年第 4 季度到 2,400 美元，2025 年第 1 季度到 2,450 美元。由于地缘政治风险上升，布伦特原油价格在过去一个月强劲回升。我们预计能源基准价格将会走高以体现出地缘政治风险产生的溢价，我们维持对布伦特原油的乐观预测，认为 2024 年第 2 季度和 2024 年第 3 季度均在 85 美元/桶，在 2024 年第 4 季度和 2025 年第 1 季度均升至 90 美元/桶。

## 外汇和利率

总体而言，我们维持以下观点，即：由于美联储预计从今年 6 月开始降息，美元在未来将会走弱，短期利率和长期收益率在未来数月会下降。我们预计 3 个月复合有担保隔夜融资利率 (SOFR) 和 10 年期美债收益率到 2024 年第 4 季度前分别走低至 4.73% 和 3.70%。

## 全球宏观形势及市场策略

### 美联储能否在今年6月开始降息？

随着2024年第1季度到达尾声，回顾今年初可谓是开局不利。对于许多投资者而言，首先想到的是中国经济减速，而雪上加霜的是欧元区经济也同样发生减速，在俄罗斯乌克兰之战进入第三年的同时，欧元区勉强得以避免技术性衰退。再度使全球经济前景蒙上阴影的是美联储日益推迟降息时间点。虽然投资者的担忧仍徘徊不去，但国际货币基金组织（IMF）在最新一期《世界经济展望》（WEO）季报中将全球经济增速预测上调0.2%至3.1%，并以令人欢欣鼓舞的语调指出，“全球经济增长的风险总体较为均衡，有可能实现软着陆”。随着我们进入2024年第2季度，主要经济体将会面临何种风险和积极因素？

从中国方面来说，中国经济活动在今年的前两个月回升，2024年3月份采购经理人指数（PMI）继续回升，官方公布的制造业PMI指数在六个月以来首次重回扩张区间。然而，房地产市场指标仍为负值，再加上地方政府债务高企，这些因素继续成为中国经济复苏的重大拖累。在目前这个时点，私人消费以及就业前景仍成色不足，从而引起人们的通缩担忧。2024年1-2月份，中国整体通胀率持平，而核心通胀率年同比平均增幅为0.8%。考虑到未来几个月食品价格下降将会放缓，我们预计2024年的平均整体通胀率将会从2023年的0.2%上升至1.0%。我们预计中国2024年第1季度经季调后的国内生产总值（GDP）季度环比增速为1.7%，年同比增速为4.9%，而2023年第4季度的季度环比增速为1.0%，年同比增速为5.2%。我们对中国2024年全年GDP增速的预测为4.5%。

不出所料，中国人民银行（PBOC）加大了货币政策宽松力度。继今年2月初下调金融机构存款准备金率50个基点后，中国人民银行在今年2月末超预期下调5年期以上贷款市场报价利率（LPR）25个基点，以期为中国当局稳定房地产行业的整体举措提供支持。我们仍预计中国人民银行会在今年适度加大货币政策支持力度，2024年年底前1年期贷款市场报价利率可能从3.45%降至3.20%，而5年期贷款市场报价利率可能在2024年剩余时间内维持在3.95%不变。中国官方也暗示存在进一步下调金融机构存款准备金率的空间。

除中国之外，欧元区经济也并未表现得更好。欧元区GDP在2023年第3季度录得0.1%萎缩之后，2023年第4季度GDP增速出乎意料地持平，从而得以在去年底勉强避免技术性衰退。然而，随着德国和法国的经济产出进一步下滑，欧元区经济滞胀延续至2024年第1季度。欧元区主要经济体的制造业PMI指数在今年3月份继续经历较大幅度的收缩。

考虑到欧元区的经济减速更为显著，并且通胀率下降速度快于预期，与美联储相比，欧洲中央银行（ECB）可能会更加乐于在近期降息。然而，由于通胀风险以及市场人士对于服务业通胀的担忧仍在上升，因此欧洲中央银行同样会束手束脚。虽然欧洲中央银行行长克里斯蒂娜·拉加德（Christine Lagarde）暗示欧洲中央银行可能会在今年6月份降息，但她极为谨慎地指出，“欧洲中央银行需要更多证据和数据（来支持其决定）”。我们目前预计欧洲中央银行会紧接着美联储之后，在今年7月份开始降息。

与中国所面临的经济困难和欧元区的经济增长接近停滞相比，全球经济还有一个特别的亮点，即：东盟仍然是全球经济增长的避风港。我们大华银行的宏观经济团队预测东盟六国的经济增速将会从去年的3.7%大幅攀升至今年的4.6%。得益于旅游业复苏、国内消费强劲以及外贸行业回升和外国直接投资（FDI）的坚定流入，东盟地区将延续一致和稳定的增长路径。最近，市场存在关于林吉特和泰铢等货币汇率持续走弱的担忧。这些货币的弱势可能会在美元走强的背景下加剧。但尽管如此，一旦美联储开始降息，我们预计东盟国家货币在今年晚些时候会重新走强。

从美联储方面来说，随着我们进入2024年第2季度，虽然市场主流观点仍然是美联储从今年6月开始降息，但部分投资者已开始怀疑这项举措是否真的可行。在今年3月举行的联邦公开市场委员会会议（FOMC）以及最新一期月度个人消费支出（PCE）通胀数据发布之后（核心PCE数据从2024年1月份的年同比2.9%微降至2.8%），美联储主席杰罗姆·鲍威尔（Jerome Powell）没有坚决反对市场人士持有的关于今年6月降息的主流观点。但他的确重申仍需要“更多有利的通胀数据”，并解释称他继续认为“通胀走势在部分时间会起伏不定但终将降至2%”。其他美联储官员也持有同样的观点，美联储官员最新的评论仍指出需要耐心等待，并强调没有降息的迫切需要。

除了较为“棘手”的最新一期通胀数据之外，美国近期经济增长和宏观经济数据强于预期。具体来说，美国今年3月份制造业ISM指数升幅大于预期，从今年2月的47.8升至今年3月的50.3。此外，组成ISM指数的新订单指数也从今年2月的49.2劲升至51.4。此外，ISM制造业投入价格指数也实现增长，从今年2月的52.5升至3月的55.8。与此同时，中国官方发布的制造业PMI指数回升至50.0以上，从今年2月的49.1升至今年3月的50.8，为一年以来的最高点。

从一方面来说，这些强劲的PMI数据燃起了市场人士对于中国和美国制造业出现复苏苗头的希望，从另一方面来说，美国PMI数据回升表明了美国经济比市场主流的“软着陆”观点所述的情况更好。事实上，在强于预期的ISM数据发布后，利率掉期所隐含的今年6月降息概率已下降至50%以下。而另一种可能“毁坏”美联储今年6月降息预期的情况是近期原油价格回升。

我们的宏观经济团队维持现有预测，即预计美联储从今年6月开始降息，共降息3次，每次降息25个基点。然而，宏观经济团队也指出，考虑到上述通胀徘徊不去叠加经济增长前景强于预期的情况，风险天平越来越倾向于美联储今年降息的次数少于三次。

对于美联储是否真的会在今年6月开始降息以及能否兑现累计三次降息的数据依据而言，今年4月和5月的通胀和劳动力市场数据将至关重要。即将在今年4月30日-5月1日期间举行的联邦公开市场委员会会议也变得越来越重要，因为其将提供关于美联储随后是否在今年6月11日-12日举行的联邦公开市场委员会会议上开启货币宽松周期的信息或暗示。

言归正传，对于新加坡的主要进口伙伴国家或地区（即中国、美国、欧盟二十七国、马来西亚以及中国台湾）的国内通胀趋势，由于这些国家或地区先后收紧货币政策（中国除外），其国内通胀自 2022 年第 3 季度见顶以来已经走弱。就中国而言，中国房地产行业疲软继续使国内商业和消费者信心承压，从而抑制了需求侧的通胀压力。虽然新加坡金融管理局（MAS）在 2024 年 4 月举行的货币政策会议上可能会“略微”下调新加坡元名义有效汇率（NEER）政策区间的升值斜率，但新加坡元名义有效汇率政策区间的“非零斜率（即为正）”会继续促使新加坡元名义有效汇率持续渐进升值，这有助于稳定输入性通胀对国内价格的传导。

然而，考虑到国内成本压力（以单位劳动力和营业成本表示）仍显著高于历史水平，新加坡的核心通胀率虽然在降低，但在未来几个季度回调至均衡水平仍存在困难。总体而言，我们认为新加坡金融管理局有可能通过略微下调新加坡元名义有效汇率政策区间的升值斜率（50 个基点）来开启政策正常化，但我们目前认为今年四月份发生这种情况的概率较低，可能只有 30%。因此，鉴于新加坡国内成本压力仍然高企，并且在考虑到关于核心通胀率正下降至接近均衡水平的进一步证据的基础上，我们将新加坡金融管理局开启政策正常化的时间点调整至 2024 年 7 月份举行的货币政策会议（概率为 70%）。

### 外汇策略：美元迎来一个关键的季度

2024 年第 1 季度美元有积极表现，美元指数（DXY）上升 3.1% 至 104.5。虽然美联储主席杰罗姆·鲍威尔抛出鸽派论调，并且联邦公开市场委员会在最新一期点阵图中维持今年降息三次且每次降息 25 个基点的预期，但美元指数仍上涨。由于美联储可能领先于大多数主要国家央行进入货币宽松周期，因此我们维持对美元在整个 2024 年走弱的预期。我们认为，虽然美元在 2024 年第 1 季度小幅走高，但不具备持续上涨的条件，特别是考虑到在过去几个月，主要国家外汇货币对的利差尚未大幅走阔到形成美元利差优势。对于发达市场国家货币兑美元汇率，我们对 2024 年第 4 季度的最新汇率点位预测如下：欧元/美元、英镑/美元、澳元/美元以及美元/日元汇率分别为 1.11、1.32、0.68 和 144。

虽然亚洲地区外汇在 2024 年第 1 季度表现不佳，但由于美联储启动降息周期将导致美元重新走弱，而我们预计亚洲国家央行会基本上维持利率不变，因此我们维持对亚洲外汇今年回升的观点。其他利好因素包括亚洲地区 GDP 增长形势与美国相比较为强劲，并且亚洲地区出口重回增长。对于亚洲外汇，我们对 2024 年第 4 季度的最新汇率点位预测如下：美元/人民币、美元/韩元、美元/泰铢、美元/林吉特、美元/印尼盾、美元/越南盾以及美元/新加坡元汇率分别为 6.95、1,280、35.20、4.55、15,200、24,100 以及 1.31。

### 利率策略：降还是不降

虽然我们的美国宏观经济团队的基本观点维持不变，仍认为美国将在今年启动货币宽松周期，但近期美国数据的确显示出美联储更有可能减少降息次数（而不是增加）。虽然风险天平发生转变，但基于我们对今年 6 月降息的时间点预测，货币政策放松的动力应该会再次显现。与我们预计美联储今年累计降息 75 个基点的预期保持一致，短期利率预计会在 2024 年走低。

对于 2024 年第 2 季度末，我们认为 3 个月复合有担保隔夜融资利率和新加坡隔夜平均利率（SORA）分别会在 5.22% 和 3.67%。此后，与我们对美联储累计降息 75 个基点的预期保持一致，预计短期利率会在 2024 年走低。最后，3 个月复合有担保隔夜融资利率和新加坡隔夜平均利率到 2024 年第 4 季度可能分别降至 4.73% 和 3.46%。

对于收益率曲线的较长端，我们预计 10 年期美债收益率和新加坡政府债券收益率到 2024 年第 2 季度末分别在 3.90% 和 2.85%。考虑到各种概率已经转变为美联储减少降息次数的情景，因此与上个月相比，我们将上述两个收益率的预测值调高 0.10%。我们的预测是基于以下假设：新加坡元利率根据美元利率变动而调整的幅度较小的这种长期关系将延续至 2024 年，并在整个美元降息周期内维持不变。基本上，我们认为新加坡政府债券收益率大幅落后的可能性有限，这是因为新加坡元名义有效汇率一开始就处于较强势的位置，因此我们认为新加坡金融管理局不会进一步收紧货币政策。在整个 2024 年，预计 10 年期美债和新加坡政府债券收益率逐渐下滑，到 2024 年第 4 季度可能分别触及 3.70% 和 2.70%。

### 大宗商品策略：将我们对金价的乐观预测进一步上调为 2025 年第 1 季度升至 2,450 美元/盎司

促成我们对金价的乐观预测的积极因素并未改变，具体来说，这些因素包括各国央行对黄金资产的配置力度加大，特别是新兴市场 and 亚洲国家央行，中国人民银行更是大手笔买入黄金。进入今年下半年，一旦美联储开始降息，投资者对黄金的投资需求（可能会通过包括黄金 ETF 在内的各种投资产品进行投资）可能会增加，从而为金价进一步上涨提供动力。就近期而言，地缘政治风险上升已促使资金强势流入黄金，显然可从黄金建仓相关的期货上升现象看出这一点。黄金最新一轮上涨比较有趣，这是因为在 2024 年第 1 季度美元保持强势的情况下，黄金显示出了价格韧性。这一点值得密切关注，并可能表明黄金价格机制发生变化，即其他利好黄金的关键因素开始产生效果。总体而言，我们将对金价的乐观预测进一步提高为 2024 年第 2 季度在 2,300 美元/盎司，2024 年第 3 季度到 2,350 美元/盎司，2024 年第 4 季度到 2,400 美元/盎司，2025 年第 1 季度到 2,450 美元/盎司。黄金当前的现货参考价格为 2,280 美元/盎司。

在地缘政治风险上升后，近期原油价格重新上涨增加了市场人士的不安，这也是另一种可能“毁坏”美联储今年 6 月开始降息预期的情况。在过去一个月，随着地缘政治风险上升，布伦特原油价格已经从 82 美元/桶强劲上涨至 88 美元/桶。地缘政治风险上升可归咎于两个方面：第一，乌克兰开始攻击俄罗斯的能源和石油炼化设施，其次，以色列与哈马斯之间的冲突目前有可能进一步升级至牵涉关键能源生产国伊朗。

从今年年初布伦特原油在 80 美元/桶附近交易的时候，我们主张能源基准价格应当会走高至接近 90 美元/桶，从而体现出地缘政治风险上升产生的溢价。不幸言中，最近几周布伦特原油价格确实因为地缘政治风险上升而走高。而能源价格上涨的后果是通胀预期再次



上升，这可能会使美联储今年6月降息的预期情况变得复杂化。就目前而言，由于之前美联储主席鲍威尔称美联储尚未发现新一轮能源价格上涨持续引起成本上升，因此市场人士对于上述地缘政治风险比较乐观。

我们预计能源基准价格会走高以体现出地缘政治风险上升的溢价，因此维持对布伦特原油的乐观预测，预计2024年第2季度和2024年第3季度布伦特原油价格均在85美元/桶，2024年第4季度和2025年第1季度均升向90美元/桶。

## 资产配置

**美联储希望实施宽松货币政策，但可能因为美国经济具有韧性且通胀比预期顽固而导致宽松时间点受到限制**

今年以多数资产大类强劲上涨作为开局。在最新一轮联邦公开市场委员会会议上，美联储确认有意降息，最有可能从今年6月份举行的联邦公开市场委员会会议开始降息，但考虑到美国经济具有韧性并且通胀比预期顽固，因此降息的时间点目前存疑。重要的是，美联储主席鲍威尔通过将美国2024年末GDP增速预测调高至2.1%和将核心PCE价格指数调至2.4%，从而降低了宽松货币政策的门槛。美联储的长期政策利率维持在2.5%不变。

**美国经济保持韧性，虽然住房按揭利率高企，但住房市场显示出复苏迹象。**其他对利率敏感的行业（例如汽车行业）因此受到的影响不大。虽然股市估值已高于历史平均水平，但由于企业盈利可观，因此股市可能会受到提振。然而，在排除大市值股票（以标普500等权重指数为代表）之后，美股估值为12个月远期盈利率的17.5倍，这与长期历史表现一致（见图1）。

虽然自2023年以来，美股“七巨头”一直推动着美国股市的大部分上涨，大部分涨幅可归功于企业盈利上升。**由于我们预计股市上涨将会扩大范围，建议投资者从大市值股票抽身以获得更高的上涨潜力。**人工智能对于科技行业而言一直是推动股票上涨的主要因素，英伟达（Nvidia）目前的估值超过两万亿美元。展望未来，人工智能带来的经济效益将会从半导体行业扩大到基础设施行业，包括云服务提供商。人工智能将会为经济整体带来创新和提高生产率。

**对于美国股市，我们建议投资者在更加价值导向型的行业（例如能源和金融行业）建立部分敞口，**这些周期性行业预计会受益于制造业活动回升。

与此同时，日本银行（BOJ）终于结束了长达17年的非常规政策，将政策利率上调10个基点并正式结束了收益率曲线控制（YCC）。虽然其政策举措出人意料，但日本银行针对市场沟通的措辞进行了精心设计以避免引起不必要的利率和汇率波动，继而引起日元进一步走弱。

由于在未来几年通胀会刺激新一轮的借贷和投资活动，日本的政策环境仍有利于股价上涨。公司治理的改善应该也会给日本股市带来利好。**我们维持积极观点，建议投资者保持对日元采取“无对冲”策略以防日本银行突然发生货币政策转变。**韩国股市也可从采取类似于日本的“升值计划”中获益，即减少实质性折价。

图1：大市值股票以外的美国股票看似定价合理

来源：彭博、大华银行私人银行部门



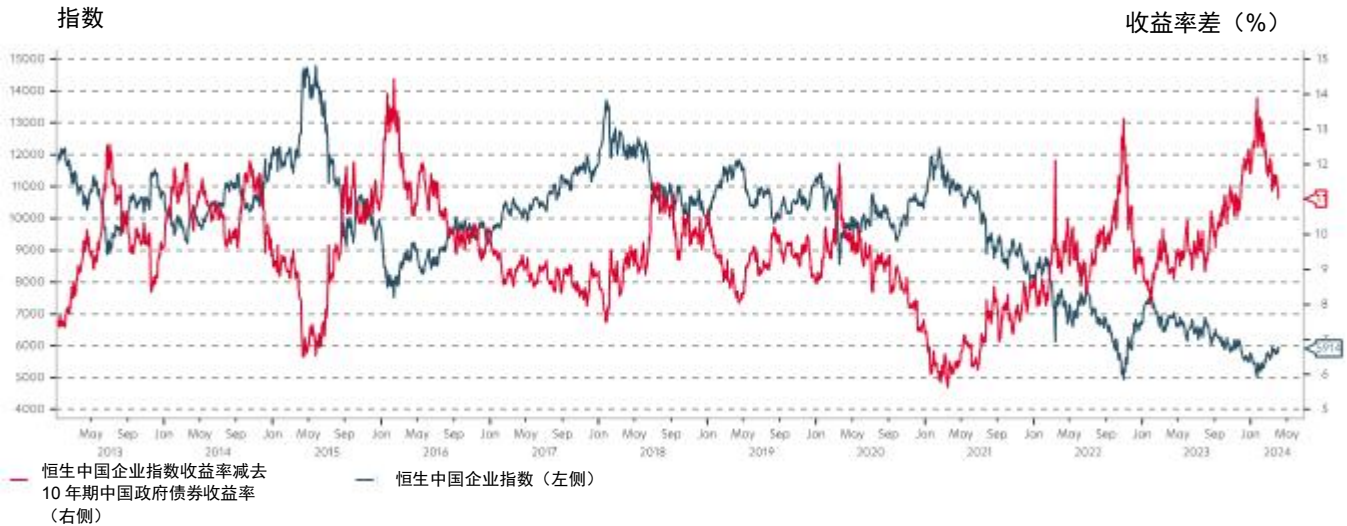
来源：彭博、大华银行私人银行部门

**虽然中国股市已从近期低位回升16%，但如果中国当局不出台重大刺激措施或解决房地产行业流动性危机的措施，则股市进一步上涨空间可能有限。**直接刺激消费的措施同样缺位，但虽说如此，中国外贸行业应该会随着全球制造业复苏而企稳。

中国当局近期公布的政府基础设施建设支出会提供某种程度的财政支持。由于中国股市估值已处于低位，因此在当前水平下行的风险可能较为有限。与此同时，由于中国当局可能加大政策力度，因此股市仍具有部分上行潜力。总体而言，我们认为，恒生中国企业指数 5000 点应该是中国当局希望维持的关键信心位置（图 2）。

图 2: 收益率差处于历史高位，风险报酬率具有吸引力，但仍需要催化剂来引爆牛市阶段

来源: 彭博、大华银行私人银行部门



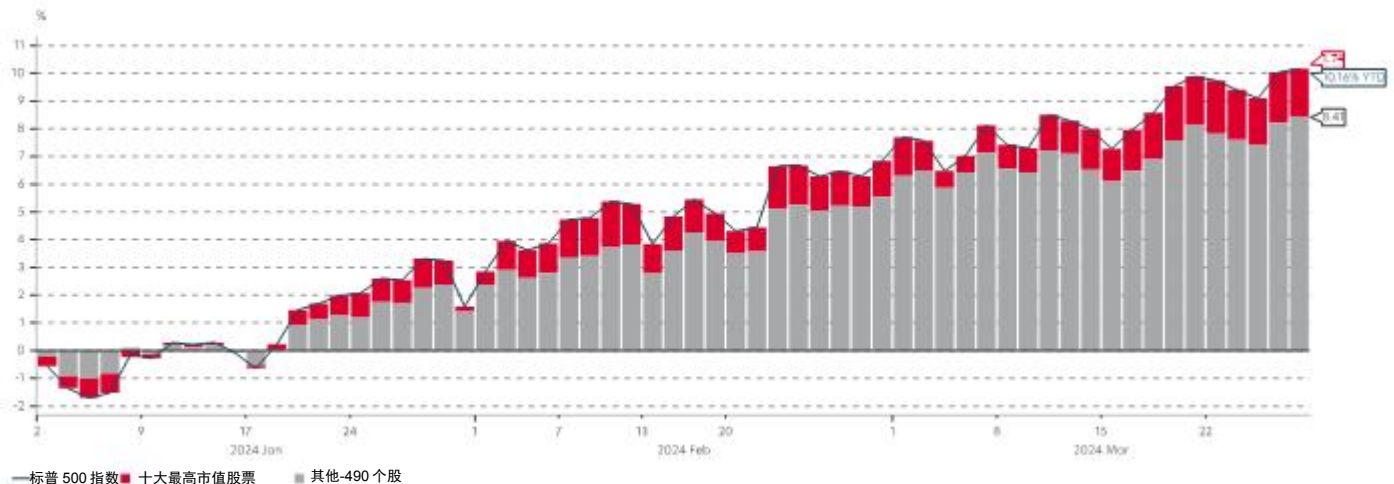
来源: 彭博、大华银行私人银行部门

在温和的宏观形势背景下，考虑到通胀下行和有利的经济增长形势，我们建议增配股票。虽然美股整体处于超买状态，并且按照历史标准来看美股已不再便宜，但除了头部大市值股票以外的股票估值还是较为合理。我们建议客户进行某种程度的获利抛售，转向更加价值导向型的行业、等权重指数以及小市值和中等市值行业，因为这些行业将受益于利率下滑（图 3）。

从地区角度来说，我们减少美国股市的相对配重，并增加新兴市场亚洲国家股市的配置。在新兴市场亚洲地区，对于中国股市仍应采取“战术交易”策略。我们维持对除了中国以外大部分经济体（如韩国、印度和东盟地区）的积极观点。我们维持对日本股市的增配观点，并将欧洲股市配置上调为中性。

图 3: 美国市场的广度已改善

来源: 彭博、大华银行私人银行部门



来源: 彭博、大华银行私人银行部门、标普全球

我们对固定收益资产（相对于股票）观点转变并不代表一种看跌观点，而是认为在股市的部分优质行业具有更佳的短期投资机会。我们继续提倡配置固定收益资产，因为其将受益于利率下滑。迄今为止，新兴市场债券的表现优于国债。企业信用债的表现优于政府债券，而高收益债券的表现优于投资级债券。考虑到在当前宏观形势下，另类资产具有投资分散化利益以及具有回报潜力，因此我们维持对另类资产的积极观点。

图 4：2023 年最大市值股票对于标普 500 指数回报率的贡献超过 65%

来源：Macrobond、大华银行私人银行部门、标普全球



来源：Macrobond、大华银行私人银行部门、标普全球

资产配置表（2024 年第 2 季度）

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



来源：Macrobond、大华银行私人银行部门、美联储

美元价格回报指数（以2023年初作为基数=100）



来源：Macrobond、大华银行私人银行部门

年初迄今为止（截至2024年3月31日），明晟美国指数（以美元计涨10.0%）表现优于除日本以外的所有其他地区市场。取得这种表现的背景美国超预期的“金发女孩”经济（指高增长、低通胀的状态）成果迅速成为市场共识以及生成式人工智能的光环效应影响许多美股。在过去的一年，随着资金涌入“动能因子”，股市仓位稳定上升，从而最终引起全球股市的市场错配。值得注意的是，在企业盈利不断上修的背景下，美股“七巨头”继续占据股市回报率的大部分，而小市值个股则表现落后。

从经济角度来说，数据表明美国经济增长具有韧性，通胀持续回落以及制造业PMI指数逐渐见底回升。虽然美国的“超级核心通胀”近期有所抬头，但美联储主席鲍威尔重申价格压力将会继续缓和，在2024年的某些时点降低利率可能是合适之举。他还解释称，在未来，预期中的利率下调不会受强劲的劳动力市场形势影响。

重要的是，美联储已通过上调2024年通胀率和GDP增速预测而降低了宽松货币政策的门槛。所有这些因素均表明美联储已转向鸽派。最后，虽然美国存在中等程度的利空（包括政府财政刺激效果消退以及居民储蓄减少可能会限制经济增速），但商业周期前景仍然处于有利状态。

从市场角度来说，从若干指标可以看出投资者信心；只要通胀大幅上升或经济衰退的可能性保持低位，投资者信心将能够持续。在经历超长时期的股市上涨后，股市上升趋势可能会进入一个较多波动的阶段，从而对宏观经济前景的敏感度增大。在没有发生经济或金融危机的前提下，美联储降息将会刺激风险资产的下一轮上涨，包括可能引起市场狂热追逐大市值股票。但需要注意的是，美联储可能会利用其巨大的操作空间来延迟降息。总体而言，周期性牛市仍然健在，但近期修正风险已经上升。

考虑到近期可能会发生较大波动，投资者可考虑逢低买入或者通过结构化产品来采取防守策略。分散化投资是关键。随着美国的市场广度扩大，投资者可考虑除美股“七巨头”以外的投资机会，例如，可以尝试投资于价值导向型行业（包括能源和金融行业）。小市值和中等市值行业也能够受益于近期利率下滑。谨慎的投资者应获利了结。

**总体而言，我们将美股配置从中性下调为减配。**

年初迄今为止（截至2024年3月31日），明晟欧洲指数（以美元计涨4.6%）表现继续落后于美国和日本指数。欧洲股市的价值重估超额抵消了企业盈利的轻度下修以及欧元对美元的贬值，从而实现了个位数的（美元）正回报。市场人士对于美联储和欧洲中央银行的政策利率下调预期助长了市场的逐险情绪。虽说如此，考虑到欧元区出口需求疲软以及中国经济复苏成色不足，对于欧元区的企业盈利前景应保持警惕。

从经济角度来说，德国和法国这两个欧盟最大经济体在今年3月份继续萎缩。与之相比，西班牙等欧盟边缘国家的经济以强于预期的节奏增长。从更大的范围来说，服务业推动私营部门经济活动上升，但制造业指标出乎意料下行。由于制造业的拖累，德国经济在2023年第4季度经历萎缩后可能进入衰退阶段，欧洲的工业部门必将成为一个薄弱环节。在这方面，只有在解决中国消费复苏的成色不足以及过剩产能之后，欧盟工业出口才能实现显著回升。令人欣慰的是，随着薪资增长放缓，潜在的价格压力已经减弱。随着通胀预期所面临的风险消退，欧洲中央银行将能够在今年年中启动宽松货币政策周期。

从市场角度来说，在 2024 年第 1 季度，由于明晟欧洲指数对科技行业的配置权重很低（但科技行业的表现优于其他行业），因此其表现落后于其他发达市场国家。由于工业行业占明晟欧洲指数成分股的大部分（占比最高达约 17.5%），在欧洲的工业出口因为中国制造业活动持续回升而走强的情况下，欧洲股市的相对落后表现将可能开始逆转。

展望未来，明晟欧洲指数仍存在部分投资机会；例如那些依附于军事国防支出扩大这种宏观经济概念的优质个股，或者那些依附于可再生能源转型概念等结构化主题的优质个股仍有可能表现良好。最后，商业房地产的暴跌以及能源价格上涨是值得关注的主要风险。

综合来说，在降息预期上升的背景下仍需强调选择性。我们持续关注中国制造业的持续复苏情况，这整体上有利于欧洲工业出口商。优质大市值股票以及具有良好稳定分红记录的分红型股票仍然是我们所偏好的核心持有资产。

总体而言，我们将欧洲股市配置从减配上调为中性配置。

尽管日元表现疲软，但明晟日本指数（以美元计涨 10.2%）的表现优于所有其他地区市场（截至 2024 年 3 月 31 日）。就各地股市而言，我们持有的唯一增配日本股市的观点被证明是对的。随着日本经历长期通缩后通胀开始站稳脚跟，投资者继续对日本实现重大和变革性经济转向的潜力进行重定价。市场人士继续对以下情况保持乐观：日本的较高薪资增速会推动适度水平的通胀并刺激消费走高。随着经济增长势头和每股盈利上调提振市场看涨情绪，日本股市近期出现的任何回撤均被认为是暂时现象。

从经济角度来说，在日元对美元汇率在接近 150 点位整固的同时，日本核心 CPI 通胀开始加速上升。因此，日本的通胀走势主要反映了日元的汇率形势。部分市场参与者认为，在日本经历近期薪资谈判引起的强劲薪资增长后，日本可能会进入薪资价格螺旋中。然而，薪资谈判从来都不是实际名义薪资增长的良好预测指标。这是因为大部分中小企业通常不会参与工会所提倡的薪资上涨谈判。

单独来说，日本银行取消负利率政策和暂停收益率曲线控制可以被视为日本银行的鸽派政策调整；这种谨慎的举措不太可能会破坏日本股市的强劲上涨以及具有韧性的经济表现。

从市场角度来讲，日本的宽松货币政策和疲软的汇率继续提振名义企业盈利。考虑到日本的实际利率仍为负，价格预期的逆转刺激了资本投资以及杠杆借贷。与此同时，盈利势头仍保持良好。

虽然明晟日本指数目前的估值相对于历史而言比较高（12 个月远期市盈率的 17 倍），但随着外资流入保持强劲，这种股市价值重估得以持续。日本持续进行的公司治理改革预计有助于提高股东回报。除了任何技术性回撤之外，日本股市前景保持上涨态势。

在上述背景下，投资者应考虑在其日本股票投资组合内保持日元无对冲，以防范日本银行的任何突然货币政策转变。投资者可通过投资那些以受益于国内消费复苏、公司治理改革以及人工智能/科技制造的优质企业作为标的证券的结构化产品来建立防御性敞口。

总体而言，我们维持对日本股市的增配观点。

年初迄今为止（截至 2024 年 3 月 31 日），由于被明晟中国指数拖累（以美元计跌 2.3%），明晟亚洲指数（日本除外）以美元计上涨了 2.0%，实现了少量正回报。市场对于中国的情绪仍保持悲观；最新一轮基金管理人调查表明了做空中国仍然是最流行的交易之一。展望未来，要想资金回流以及推动中国股市实现非“死猫反弹”的上涨，可能需要在对中国政府实质性刺激措施的支持下取得决定性的技术性突破。虽说如此，中国股市从当前水平继续下行的潜力可能较为有限。

从经济角度来说，最新的各项指标表明中国当局有意以“迂回曲折”的方式来度过当前的经济困境，即在不出台大量政策支持措施的前提下保持经济韧性。中国 2024 年政府开支预算方案表明，与去年相比，今年的财政刺激适度增加，而中国的金融形势自年初以来已有所缓和。

展望未来，由于国内信心较弱以及房地产行业的困境持续，中国经济可能会在一段时期内维持疲软。从更加乐观的方面来说，中国制造业出口正在复苏，而大范围的通缩压力已得到缓解。中国挖掘机销量也表明建筑业活动正在升温。

从市场角度来说，中国股市仍徘徊在低位，几乎不存在“倍数扩张”。中国股市相对于全球股市以及新兴市场股市之间的折价仍处于历史高位。展望未来，考虑到市场对中国股市的预期低，因此任何利好因素均可能会推动中国股市走高。

值得注意的是，中国当局为提振外资信心而推出的“投资中国”活动可能为未来的结构化改革铺平道路。虽然这一举措的效果仍有待观察，但中国最高领导层至少认识到了民营经济和外资企业在推动中国经济发展过程中的重要性。

在上述背景下，虽然中国经济前景向好，但中国股市发生持续价值重估的可能性仍较小。基于中国股市下行潜力有限的观点，投资者可考虑通过结构化产品以防御态势参与中国股市。

就亚洲新兴市场范围内而言，对于中国股市仍采取“战术交易”策略。我们重申偏好韩国、印度和东盟地区股市，投资者可通过多样化投资工具（例如基金）来建立这些国家的投资敞口。

总体而言，我们维持对新兴市场亚洲国家股市的中性配置观点。



## 固定收益

### 发达市场国家投资级债券

年初迄今为止（截至 2024 年 3 月 31 日），以美国企业投资级债券（彭博美国企业债券指数）为代表的发达市场国家投资级债券以美元计的总回报率为-0.4%。这种情况受两个相互抵消的因素驱动，即：债券利差适度收窄（年初迄今为止债券利差的收窄幅度最高约 9 个基点）以及美国国债的负回报。值得注意的是，美债收益率爬升，而美债收益率曲线在美国经济表现出韧性后变得陡峭化。

各种因素的叠加促成了有利于债券利差收窄的环境，这些因素包括美国经济增长具有韧性、美联储降息预期、金融形势变得宽松以及美国股市持续上涨。因此，优质发行人的债券利差可能得到维持；否则，在缺乏重大利率相关举措的情况下，债券利差应该会逐渐收窄。

当前的债券估值可能看起来有点过高，但从历史角度来看，综合收益仍具有吸引力。因此，在 2024 年剩余的时间里，要想获得任何超额回报可能取决于债券的筛选；规避负面债券事件将至关重要。我们继续提倡由下而上的策略，选择基本面稳健的债券以便在较长时间跨度内实现收益。

总体而言，我们维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门



来源：Macrobond，大华银行私人银行部门

### 发达市场国家高收益债券

年初迄今为止（截至 2024 年 3 月 31 日），发达市场国家高收益债券的表现优于投资级债券，美国企业高收益债券（彭博美国企业高收益债券指数）以美元计的回报率为+1.5%。违约率预计微增，但迄今为止相对可控且未造成系统性风险。

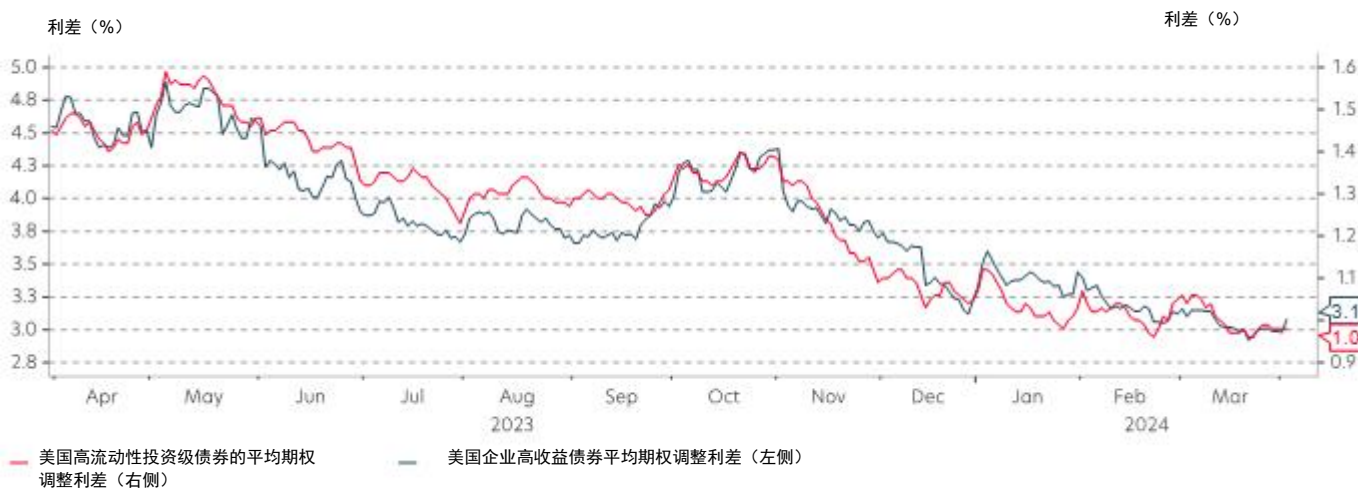
在上述背景下，年初迄今为止高收益债券利差的收窄幅度最高约为 18 个基点，表现优于其他类型债券，由于债券利差升高（指数层面的期权调整利差（OAS）平均值为 301 个基点），因此高收益债券继续成为超额回报率的来源。

投资级与高收益债券之间的利差缩窄以及违约加快上升引起的尾部风险上升使我们对不对称的风险报酬率采取谨慎态度。

因此，我们维持对发达市场国家美元高收益债券的减配观点。

## 美国投资级和企业高收益债券平均期权调整利差

来源：Macrobond、大华银行私人银行部门



来源：Macrobond、大华银行私人银行部门期权调整利差

### 新兴市场投资级债券

年初迄今为止（截至 2024 年 3 月 31 日），在指数层面（彭博新兴市场亚洲美元债高等级指数），新兴市场亚洲投资级债券以美元计的总回报率为+0.3%。年初迄今为止投资级债券利差的收窄幅度最高约为 17 个基点，并在 2024 年 3 月 27 日触及 91 个基点的历史高点。

在有利的宏观形势、有利的供求关系以及低波动（与美国和全球债券相比而言）的背景下，新兴市场亚洲投资级债券在发生市场错配事件的过程中仍然是有效的投资组合稳定器。

在新兴市场亚洲投资级债券板块内部，我们偏好亚洲（含日本和韩国）金融行业、聚焦亚洲的优质保险商、准主权/战略国有企业以及科技、媒体和通信（TMT）行业。

通过采取多样化的久期风险管理策略将平均修正久期的目标定为 5-8 年，将有助于投资者在较长时间线内锁定收益。在整个 2024 年，受美联储降息节奏和幅度影响的美国国债回报率将为总回报率做出重要贡献。

我们继续提倡逢低买入并重申我们对新兴市场亚洲投资级债券的增配观点。

### 新兴市场高收益债券

年初迄今为止（截至 2024 年 3 月 31 日），新兴市场亚洲高收益债券表现出色，新兴市场亚洲高收益指数（彭博亚洲美元高收益债券指数）以美元计的总回报率为+6.6%。

虽然将违约的中国房地产开发企业剔除出指数加大了基数效应（即剔除印度韦丹塔、斯里兰卡、巴基斯坦和部分中国大陆/中国香港开发商），但中国澳门博彩业复苏以及若干特殊情况事件的叠加效应推动了回报率上涨。

展望未来，由于缺乏针对整个房地产行业的政策措施，我们对中国房地产行业保持谨慎。此外，由于中国的恒大和碧桂园等开发商面临全面清盘的可能性加大，房地产行业重组要出现积极结果日益变得困难。

我们强调投资者应具有选择性，并偏好于部分优质的东盟国家基础设施行业、印度尼西亚公用事业企业以及印度尼西亚房地产开发企业。

总体而言，我们维持对新兴市场亚洲高收益债券的中性配置观点。

摩根大通亚洲债券指数（JACI）投资级和高收益企业债券零波动率利差

来源：Macrobond、大华银行私人银行部门

摩根大通亚洲债券指数投资级债券零波动利差



来源：Macrobond、大华银行私人银行部门



## 外汇、利率和大宗商品预测

外汇汇率	2024年4月2日	2024年2季度预测	2024年3季度预测	2024年4季度预测	2025年1季度预测
美元/日元	152	149	146	144	142
欧元/美元	1.8	1.09	1.10	1.11	1.12
英镑/美元	1.26	1.28	1.30	1.32	1.34
澳元/美元	0.65	0.66	0.67	0.68	0.69
新西兰元/美元	0.60	0.60	0.61	0.62	0.63
美元指数	104.76	103.2	102.1	101.2	100.1

美元/人民币	7.23	7.15	7.05	6.95	6.85
美元/港元	7.83	7.80	7.80	7.80	7.80
美元/新台币	32.07	31.8	31.4	31.0	30.5
美元/韩元	1,350	1,320	1,300	1,280	1,270
美元/菲律宾比索	56.36	55.8	55.3	54.8	54.3

美元/林吉特	4.75	4.70	4.60	4.55	4.50
美元/印尼盾	15,924	15,600	15,400	15,200	15,000
美元/泰铢	36.64	36.0	35.6	35.2	34.8
美元/越南盾	24,970	24,500	24,300	24,100	24,000
美元/印度卢比	83.38	82.5	82.0	81.5	81.0

美元/新元	1.35	1.33	1.32	1.31	1.30
欧元/美元	1.46	1.45	1.45	1.45	1.46
英镑/新元	1.70	1.70	1.72	1.73	1.74
澳元/新元	0.88	0.88	0.88	0.89	0.90
新元/林吉特	3.52	3.53	3.48	3.47	3.46
新元/人民币	5.35	5.38	5.34	5.31	5.27
日元/新元*100	0.89	0.89	0.90	0.91	0.92

政策利率	2024年4月2日	2024年2季度预测	2024年3季度预测	2024年4季度预测	2025年1季度预测
美元联邦基金利率	5.50	5.25	5.00	4.75	4.50
日元政策利率	0.10	0.10	0.10	0.25	0.25
欧元再融资利率	4.50	4.50	4.00	3.50	3.50
英镑回购利率*	5.25	5.00	4.75	4.50	4.25
澳元官方现金利率	4.35	4.35	4.00	3.75	3.50
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	3.20	3.20	3.20	3.20
港元基准利率	5.75	5.50	5.25	5.00	4.75
新台币官方贴现利率	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00
韩元基准利率	3.50	3.50	3.25	3.00	2.75
菲律宾比索隔夜逆回购利率	6.50	6.25	6.00	5.75	5.50
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	5.75
泰铢1天回购利率	2.50	2.50	2.50	2.50	2.25
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	6.25	6.00

利率	2024 年 4 月 2 日	2024 年 2 季度预测	2024 年 3 季度预测	2024 年 4 季度预测	2025 年 1 季度预测
美元 3 个月 SOFR (复合)	5.35	5.22	4.98	4.73	4.50
新加坡元 3 个月 SORA (复合)	3.68	3.67	3.59	3.46	3.30
10 年期美债收益率	4.34	3.90	3.80	3.70	3.60
10 年期新加坡政府债券收益率	3.16	2.85	2.80	2.70	2.65

大宗商品	2024 年 4 月 2 日	2024 年 2 季度预测	2024 年 3 季度预测	2024 年 4 季度预测	2025 年 1 季度预测
黄金 (美元/盎司)	2,284	2,300	2,350	2,400	2,450
布伦特原油 (美元/桶)	89	85	85	90	90
伦敦金属交易所铜 (美元/公吨)	8,991	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年第二季度。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