

大华银行 2024 年第 3 季度投资观察

2024 年 6 月 24 日 (星期一)

团队
环球经济与市场研究部门
私人银行部门

全球宏观形势

自 2024 年初以来, 由于美国经济增长保持韧性且存在粘性通胀, 关于美联储 (Fed) 降息的预期一直延后并减弱。美国经济减速可能近在眉睫, 但仍可能实现软着陆。我们预计美联储会在 2024 年下半年降息, 虽然其他主要国家央行已开始启动货币政策宽松周期, 但由于美国通胀下行趋势尚不明确, 这将导致美联储采取静观其变的模式, 直至今年 9 月举行联邦公开市场委员会 (FOMC) 会议时为止。

资产配置

在资产配置方面, 由于企业盈利形势良好且利率周期已见顶, 我们对股市维持增配观点。在债券配置方面, 由于美国经济具有韧性, 国债收益率稳定, 我们倾向于对债券维持中性配置观点。由于良性的宏观经济环境利好风险资产, 因此我们对现金类资产维持减配观点, 而由于相关度较低的另类资产能够提供风险分散化利益, 因此我们对另类资产维持增配观点。

股票

虽然我们建议增配股票, 但就美国股市而言, 虽然其处于周期性牛市, 但由于存在股市修正力量, 我们对美股维持减配观点。由于欧洲目前处于产业投资周期, 我们将欧洲股市的配置观点上调为增配。我们对中国经济形势向好持谨慎乐观态度, 同时偏好韩国、印度和东盟地区股市, 因此, 在对亚洲股市敞口维持中性配置观点的同时, 我们对日本股市维持增配观点。

固定收益

就发达市场 (DM) 国家而言, 由于债券利差维持稳定且综合收益率仍具有吸引力, 因此我们对发达市场国家美元投资级债券维持增配观点。由于我们对不对称的风险-回报情况持谨慎态度, 因此对发达市场国家高收益债券维持减配观点。就新兴市场而言, 由于基本面保持韧性且债券利差成为关注焦点, 因此我们对新兴市场亚洲投资级债券维持增配观点。由于避免信用陷阱将变得至关重要, 因此我们对新兴市场亚洲高收益债券维持中性观点。

大宗商品

一旦美联储从今年 9 月开始预期中的降息, 随着交易所基金 (ETF) 买入黄金, 我们可以预计金价会在未来数月继续走高。总体而言, 我们对金价维持积极观点, 将金价预测继续上调为 2024 年第 3 季度在 2,400 美元/盎司, 2024 年第 4 季度到 2,500 美元/盎司, 2025 年第 1 季度到 2,600 美元/盎司, 2025 年第 2 季度到 2,700 美元/盎司。与中国近期出现经济增速企稳的初步迹象保持一致, 我们将伦铜价格预测上调为 2024 年下半年在 9,000 美元/公吨, 2025 年上半年到 10,000 美元/公吨。我们对布伦特原油维持之前的观点, 认为虽然布伦特原油价格会在 80 美元/桶水平盘整, 但需要体现出某种形式的地缘政治风险溢价, 因此, 我们对布伦特原油价格维持温和乐观预测观点, 认为 2024 年第 3 季度和 2024 年第 4 季度布伦特原油价格都会在 85 美元/桶。

汇率和利率

总体而言，我们维持现有观点，即认为美联储从今年 9 月份开始逐步降息。因此，我们继续认为，美元将从今年 9 月份开始走弱至今年年底止。我们的利率观点维持不变，继续认为利率将会逐步下降。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 季度会分别在 4.97%和 4.10%。

全球宏观形势与市场策略

在其他央行开始逐步降息的同时，美联储伺机而动。

美国经济减速可能近在眉睫，但通胀消退仍需时日

一年前，我们想要提出的问题是：为什么在美联储极度激进加息的同时，美国经济下行仍未发生？推动美国经济的强大实力的主要驱动因素是美国劳动力市场极具韧性，移民可能对美国经济产生了比之前想象更大的影响，新涌入的劳动者填补了美国劳动力市场短缺并增加了需求。美国国会预算办公室(CBO)近期估算，到 2033 年为止期间，移民因素给美国国内生产总值（GDP）带来的增量可能达到 7 万亿美元。

虽然我们的基本观点仍然是美国经济在今年下半年会实现软着陆，但由于美国不存在严重金融失衡现象，我们仍然预计美国经济不会发生深度衰退或者年度 GDP 完全萎缩。久候而未至的美国经济减速可能正在成形。美国经济在今年前三个月维持扩张，但增速较低，仅为 1.3%（季调后环比折年率），是近两年来的最低水平。虽然 2024 年第 1 季度美国较弱的经济表现主要归咎于美国商品和服务净出口（自 2022 年第 1 季度以来首次转负），但美国私人消费和企业支出方面的主要组成部分也遭遇了更加明显的增速下降。在 2024 年第 1 季度美国经济放缓的同时，根据美国国土安全局数据显示，美国移民与移民管理当局之间的所谓接触次数也减少，在今年 2 月和今年 3 月减少至大约 190,000 次/月，远少于去年 12 月大约 300,000 次的记录。

还有迹象表明美国部分经济活动和部门正在萎缩。美国供应链管理协会（ISM）的制造业调查数据自 2022 年 11 月以来几乎一直处于萎缩区间（即低于 50），受需求减弱拖累，该指数在今年 5 月继续跌至 48.7（4 月为 49.2）。与之相比，对于占美国经济比重 78% 并且是美国经济主要支柱的服务业，其 ISM 指数继今年 4 月份出乎意料微跌至 49.4 后，在今年 5 月强劲回升至 53.8，而鉴于服务业对美国经济的重要性，这一情况减轻了市场人士对于美国经济整体减速的担忧。此外，虽然移民涌入对美国 2023 年经济增长产生了积极影响，但移民涌入的潜在放缓可能会削弱美国的 2024 年 GDP 增速。美国经济咨商局发布的美国领先经济指数除了在 2024 年 2 月发生短暂波动后，自 2022 年 4 月以来几乎连续月环比下跌，而密歇根大学发布的消费者调查数据在 2024 年前四个月徘徊于 70 上方，近期（2024 年 5 月）微跌至 69.1，远低于新冠疫情前（即 2020 年 2 月）101.0 的水平。

在美国劳动力市场方面，我们也看到有些迹象表明美国劳动力市场正在降温，劳动力供求关系趋向于更加平衡。根据美国职位空缺和劳动力流动率调查(JOLTS)报告，美国职位空缺数在今年 4 月份从 3 月份的 830 万微跌至 810 万，是近三年以来的最低值。虽然今年 4 月份美国继续新增就业岗位（自 2021 年 1 月以来连续 40 个月新增就业岗位），但数据成色不足，仅为 175,000 个，是近 6 个月以来的最低值，而失业率则从今年 3 月份的 3.8% 攀升至 3.9%。我们预计美国失业率到 2024 年年底将突破 4%，升至 4.3%。虽然美国薪资增长保持为正，但增速下降（2024 年 4 月份年同比增速为 3.9%，是自 2021 年 6 月以来首次低于 4% 的薪资增速），再叠加居民超额储蓄缩减，这将意味着私人消费的支撑因素将减少。

重申我们对美国 GDP 的增长观点——预计美国经济在 2024 年发生技术性衰退

我们认为美国经济增速正在接近顶部或已经见顶，由于美国货币政策紧缩的滞后效应以及金融/信贷形势收紧可能对经济产生更显著的影响，并且利息费用高企对企业投资产生负面影响，美国经济增速可能会在 2024 年年中时降低。对于美国住户部门，超额储蓄缩减、放贷标准收紧以及服务成本高企（包括住房价格）意味着美国消费者支出将承受更大压力，因此会相应减少支出，特别是减少非必需商品和服务支出。在信用卡和汽车贷款违约率上升的情况下，随着美联储屡次加息的累积效应进一步削弱需求，失业率将更加明显地上升。

我们的预测表明，美国将在 2024 年第 2 季度至 2024 年第 3 季度期间发生“技术性”衰退（即连续两个季度整体 GDP 数据季度环比增速为负）。从年同比数据来看，预计只有到 2024 年第 4 季度美国 GDP 才会暂时性转负，而在接下来几个季度回升，这与我们基于最新预测得出的美国经济会实现软着陆的观点大体上保持一致。我们对美国年度 GDP 增速的预测为 2024 年增长

1.2%，2025 年增长 2.5%，这在某种程度上与美联储 2024 年 6 月份发布的经济预测概要（SEP）中预测的 2.1%和 2.0%增速存在偏差。

与此同时，我们将美国失业率预测值修正为 2024 年年底逐渐升至 4.3%，并在 2025 年年底降至 3.9%，这与美联储修正后的失业率中位数预测值 4.0%和 4.2%存在偏差。

美国预测数据——2024 年年中发生技术性衰退，但不会出现年度 GDP 完全萎缩

GDP (%)，季调后环比折年率)	第 1 季度	第 2 季度	第 3 季度	第 4 季度	全年
2024	1.3	-2.0	-1.2	1.4	--
2025	4.9	4.0	3.0	2.7	--
GDP (%)，年同比增速)					
2024	2.9	1.8	0.3	-0.2	1.2
2025	0.7	2.2	3.3	3.7	2.5
失业率 (%)					
2024	3.8	4.0	4.2	4.3	4.3
2025	4.5	4.3	4.1	3.9	3.9

来源：环球经济与市场研究部门（截至 2024 年 6 月 6 日）

通胀前景棘手，但我们仍认为未来通胀将逐渐趋于缓和

通胀仍是经济领域较为棘手的部分。由核心个人消费支出平减指数（PCE）体现的美国基础通胀率（剔除了食品和能源价格，也是美联储偏好的价格指标）的粘性被证明高于市场人士的期望，随着 2024 年第 1 季度美国通胀率从 2023 年第 3 季度和 2023 年第 4 季度的 2.0%升至 3.6%，通胀率又重新加速回至令人不安的较高水平。随着美国居民消费价格指数（CPI）和 PCE 在 2024 年第 1 季度出乎意料上行后在 2024 年 4 月份朝着正确的方向降温，之后美国通胀率得到某种程度的缓解。2024 年 4 月份推动价格上涨的主要驱动因素是住房价格和汽油价格，同时汽车和住宅保险费显著走高（由于这两项因素占 CPI 权重较小，因此对通胀的贡献率也较低）。美国核心通胀指标与预期保持一致，但服务业通胀率仍维持高企。

如果接下来几个月美国通胀率仍继续表现得如脱缰野马，我们将进一步怀疑美联储是否能够启动货币政策宽松周期。如果接下来 12 个月美国通胀率月环比涨幅保持为正，但增幅较低，为 0.1%，则 2025 年 4 月美国通胀率将降低至 1.2%（年同比）。然而，如果美国通胀率月环比涨幅保持为最新一期的 0.3%，则将意味着美国通胀率到 2025 年 4 月份将会重新速回至 3.7%（年同比），这显然远高于美联储的 2%目标。

尽管如此，由于存在基数效应，供应链形势改善并且能源/食品价格趋稳，我们仍预计通胀将会降温，美国的整体 CPI 通胀率在 2024 年将回到 2.5%均值（2023 年为 4.1%），而美国的核心通胀率在 2024 年也可能降低，但均值将会较高，达到 2.8%；虽然这一比率（2.8%）与 2023 年的 4.8%相比已经显著下降，但仍远高于美联储的 2%目标。我们继续监控美国通胀上行风险，这些风险包括美国劳动力市场保持韧性、薪资增长压力再次加大，从而增加服务业通胀率，以及外部供应链/大宗商品风险因素再次出现。

我们仍预计美联储在 2024 年降息两次，但对此信心有所减弱

因此，美国经济增长前景减弱使得我们继续认为美联储今年将会降息，但美国通胀下行走势的不确定性将会使得美联储束手束脚，并使其静观其变，直至货币政策制定者“更加确信通胀将持续走向 2%目标”时为止。

我们继续认为美联储会在今年 7 月份举行的联邦公开市场委员会会议上将联邦目标基金利率(FFTR)维持在目前的 5.25%-5.50%区间不变，之后只有到 2024 年第 3 季度末才会开始启动货币政策宽松周期，预计 2024 年剩余时间内将累计降息 50 个基点（即降息两次，分别在 2024 年 9 月 24 日和 2024 年 12 月 24 日降息 25 个基点）。不可否认的是，由于通胀消退速度缓慢且困难重重，风险天平继续偏向于美联储进一步将降息行动押后。即使美联储真的开始启动货币政策宽松周期，我们预计其不会采取一系列激进降息来抵消之前激进加息周期的影响，因为我们的核心观点仍然是美国经济会实现软着陆。在迎来今年 9 月份的联邦公开市场委员会会议过程中，值得关注的主要事项是即将出炉的美国 CPI 和 PCE 报告，以及今年 8 月份举行的年度杰克逊霍尔会议。

央行的政策方向：由于其他发达市场国家央行已开始降息，而美联储仍静观其变，货币政策周期出现分歧

迄今为止，部分发达市场国家央行明显与美联储发生政策分歧，这些央行正稳步推进自身的降息周期或者已确定在不久的将来降息。虽然美联储主席鲍威尔（Powell）也称不可能进一步加息，但美联储也明确表明其耐心等待时机的立场。

在 G7 国家的央行中，加拿大银行（BOC）率先启动货币政策宽松周期，在今年 6 月 5 日降息 25 个基点，这是该银行自 2020 年以来首次降息，从而加入了瑞士国家银行(SNB)与瑞典中央银行组成的降息队伍，后两者早在 2024 年第 2 季度就已开启宽松货币政策。加拿大银行表示接下来还会有更多降息，然而具体情况仍取决于通胀走势，该央行预计“通胀走势可能会时好时坏”。该行行长麦克伦（Macklem）称，利率的走势可能会是渐进的，并不需要跟美联储亦步亦趋。欧洲中央银行（ECB）紧随加拿大银行的脚步，在次日（即 2024 年 6 月 6 日）进行了广受预期的 25 个基点降息，但欧洲中央银行对于接下来降息的时间点的指引不太明确，称“其将遵循随数据而动和逐次会议采取行动”的模式。

英格兰银行（BOE）预计也将降息，我们认为该银行会在今年 8 月启动货币政策宽松周期，时间刚好在美联储降息之前。我们预计英国央行在 2024 年将累计降息 75 个基点，这与欧洲中央银行类似，但降息幅度大于美联储。我们认为澳大利亚储备银行（RBA）以及新西兰储备银行（RBNZ）可能在 2024 年下半年某个时间转向货币政策宽松周期，但通胀上行风险可能会导致这两家银行在较长时间内按兵不动；对于新西兰储备银行而言，延迟降息的可能性更大，虽然该银行是发达市场国家央行当中最早开始收紧货币政策的银行之一，并且自 1999 年以来启动最激进的货币紧缩周期。发达国家当中的异类是日本银行（BOJ），我们认为该银行对于进一步利率正常化会采取谨慎态度，在今年第 4 季度仅会再次加息 15 个基点，从而将政策利率提高到 0.25%。

对于亚洲央行，我们认为大多数亚洲央行可能更倾向于对自身的降息周期采取静观其变的姿态，特别是考虑到美联储启动货币政策宽松周期的时间点并不明确。如果亚洲央行在加息方面抢跑美联储，则可能会加大利差走阔风险，这会给国内货币施加贬值压力和引起资金外流。举个恰当的例子，印度尼西亚银行（BI）为了稳定印尼盾汇率，在今年 4 月出人意料地加息至 6.25%。在出现通胀持续迈向中点目标的明显迹象并且美联储确认降息路径的情况下，尽管我们预计菲律宾中央银行(BSP)只有到 2024 年第 4 季度才会开始降息（降息 25 个基点至 6.25%），但该银行行长伊莱·雷莫洛纳（Eli Remolona）屡次表示将在 2024 年 8 月或 2024 年第 3 季度降息。

在亚洲地区货币政策周期当中处于风口浪尖的当然是中国人民银行（PBOC），该银行在过去几年一直以渐进和定向的方式启动货币政策宽松周期，这与 2022-2023 年期间全球范围内显著的货币政策紧缩现象形成对比。我们预计美联储在今年 9 月启动降息周期，这会给中国人民银行进一步启动货币政策宽松周期营造空间。因此，我们仍预计人民币 1 年期贷款市场报价利率（LPR）在 2024 年第 4 季度将从目前的 3.45%下滑至 3.20%；对于 5 年期贷款市场报价利率，在 2024 年 2 月份早些时候下调 25 个基点之后，其可能会在 2024 年剩余时间内维持在 3.95%不变。

外汇观点：仍认为美元在 2024 年下半年走弱

自 2024 年第 2 季度迄今为止，虽然关于美联储降息的预期不断变化，但美元对主要国家汇率几乎毫无变动。总体而言，我们重申美元汇率将在 2024 年第 3 季度（即我们所预计的 2024 年 9 月和 2024 年 12 月美联储降息之前）开始重新走弱。美元汇率逐渐走弱的路线与美联储开始降息的时间点保持一致，我们认为，从美联储开始降息到 2024 年年底为止，主要国家货币对美元汇率将回升。因此，我们对于 2024 年第 4 季度欧元/美元、英镑/美元、美元/日元和澳元/美元汇率的点位预测分别为 1.12、1.32、149 和 0.69。我们对美元的看跌观点所面临的主要风险是，如果美国通胀率更具有粘性并且未能继续下降，美联储在 2024 年是否维持利率不变。在这种背景下，由于其他主要国家央行可能已在 2024 年下半年启动货币政策宽松周期，因此美元汇率可能会维持强势至 2024 年年底。

对于亚洲国家汇率而言，情况有所不同，亚洲货币连续第二个季度发生更大幅度贬值。虽然大多数亚洲国家汇率继续受到美联储所谓的“利率在较长时间内维持较高”的言辞影响，但中国货币当局为了稳定经济而加大政策力度之举有助于限制人民币汇率的下跌风险，并对其他亚洲地区国家货币形成溢出效应。我们也看到部分亚洲国家央行加大力度缓解汇率波动。在今年上半年走弱之后，预计亚洲国家汇率会在下半年适度回升。首先，随着美联储在今年 9 月份启动降息周期，美元预计将逐步丧失利差优势并因此重新走弱。其次，由于中国经济形势在今年下半年变得更加明朗，预计会支撑人民币汇率表现以及亚洲地区汇率的普遍回升。因此，我们对于 2024 年第 4 季度美元/人民币、美元/泰铢、美元/越南盾、美元/林吉特、美元/印尼盾和美元/新加坡元汇率的点位预测分别为 7.13、35.8、25,000、4.60、15,800 和 1.33。我们对于亚洲地区汇率回升的乐观观点所面临的风险是人民币发生突然和出乎意料的贬值。如果中国人民银行决定将中国外汇交易中心公布（CFETS）的美元/人民币汇率中间价从目前的 7.11 上调至 7.15，则美元/人民币汇率可能重回去年 7.30 上方的高点。这几乎肯定会引发亚洲货币新一轮贬值。

利率观点：美联储的降息之路并不容易

与美联储在今年晚些时候启动货币政策宽松周期的市场普遍预期保持一致，我们的基本观点仍然是美联储今年将累计降息 50 个基点（即 2024 年 9 月 24 日和 2024 年 12 月 24 日分别降息 25 个基点），之后在 2025 年再次降息 100 个基点（预估每季度降息幅度为 25 个基点），最终联邦基金利率将在 2026 年年中时到达 3.25% 的底部。2024 年美国大选后对宏观经济可能产生的影响似乎会产生更多的通胀上行风险，而这会限制美联储大幅启动货币政策宽松周期的能力。具体而言，特朗普（Trump）获得第二个美国总统任期可能会在税务、关税和移民问题等方面引起重大政策转向。相较于现任美国政府的情况，特朗普当选美国总统可能会在美国 GDP 增长、通胀以及美联储货币政策立场方面产生影响。针对特朗普的个人税和企业税政纲达成的市场共识预测表明，特朗普当选美国总统所产生的第一个影响将会是导致美国的实际 GDP 和通胀率轻微上升。总的来说，这会进一步限制美联储启动货币政策宽松周期的能力。此外，从美国财政赤字角度来看，无论是特朗普还是其总统竞选对手，均几乎没有迹象表明他们会将财政节制放在竞选纲领的优先地位。2024 年美国大选对于货币政策的溢出效应将取决于美国当局的财政刺激政策与粘性通胀走势之间的相互关系。

就目前而言，与我们预计美联储累计降息 50 个基点的预期保持一致，在整个 2024 年短期利率预计将会走低。最终 3 个月复合有担保隔夜融资利率和新加坡元隔夜利率（SORA）可能在 2024 年第 4 季度分别降至 4.97% 和 3.43%。到 2024 年年底，我们对于 10 年期美债和新加坡政府债券的长期收益率预测维持不变，预计收益率逐渐下滑，到 2024 年第 4 季度可能分别触及 4.10% 和 3.15%。鉴于我们对货币政策宽松周期持有的基本观点，整体收益率预测曲线随时间而走低。然而，我们注意到，10 年期美债的期限溢价迄今为止调整幅度较为温和，并未表现出如同之前 2023 年 10 月“期限溢价恐慌”时期所见的重定价力度。这是一种令人不安的平衡，并且在目前看来更有可能走高。因此，我们对于 10 年期美债价格走势持有的短期观点是，风险存在于收益率维持不变和走高的情况。

大宗商品观点：在 2024 年第 2 季度金价和铜价强劲回升的背景下，金属板块起飞

自去年末以来，推动金价走高的两个关键因素一直存在，且毫无变动。首先是全球地缘政治局势的不确定性日益上升，持续中的俄乌冲突和巴以冲突引发了市场对黄金的避险买入。其次是在中国央行加大黄金配置力度的引领下，新兴市场和亚洲国家央行大手笔配置

黄金资产。考虑到美元持续强势并且有担保隔夜融资利率维持在 5% 上方高位，黄金在今天的强劲回升尤为令人瞩目。这意味着目前避险资金买入黄金以及央行配置黄金资产已克服了美元强势和利率高企对于黄金的抑制效应。展望未来，我们可以预计，一旦美联储从 2024 年 9 月启动广受期待的降息，随着交易所基金重新买入黄金，金价在未来几个月将被继续推高。总体而言，我们对金价维持乐观观点，继续将金价预测上调为 2024 年第 3 季度在 2,400 美元/盎司，2024 年第 4 季度到 2,500 美元/盎司，2025 年第 1 季度到 2,600 美元/盎司，2025 年第 2 季度到 2,700 美元/盎司。

除黄金之外，伦铜在年初迄今为止的期间也实现了幅度超 20% 的极为强劲的反弹，从 2024 年 1 月份大约 8,500 美元/公吨价位跳升至 2024 年 5 月中旬的 10,500 美元/公吨高点。2024 年第 2 季度伦铜价格的大幅攀升可归功于两个关键因素。首先是中国方面大规模和超季节范围地补库存，其次是市场对于绿色转型引起的铜需求重新产生乐观情绪，这是一个难以量化的因素。总体而言，与中国国内出现的经济增速企稳的初步迹象保持一致，我们将伦铜价格预测上调为 2024 年下半年在 9,000 美元/公吨，2025 年上半年到 10,000 美元/公吨。与此同时，我们继续提醒，鉴于近期的强劲反弹，铜价存在近期修正风险。就近期而言，市场存在关于这种强劲反弹是否能够持续的担忧？毕竟，之前屡次尝试将铜价持续在 10,000 美元/公吨上方的交易均以失败告终。

2024 年 6 月初之时，布伦特原油经历过如同膝跳反射般的抛售，将价格拉低至 80 美元/桶以下。此事发生在欧佩克组织（OPEC）于最新一轮会议上宣布从 2024 年 10 月至 2025 年 9 月期间逐步退出约 220 万桶/天的石油自愿减产计划引起市场“失望情绪”之后。然而，值得注意的是，360 万桶/天的石油基础减产将持续至 2025 年年底。此外，虽然基本上是心照不宣的事，预计欧佩克组织仍会尝试将布伦特原油价格维持在 80 美元/桶水平左右。更重要的是，长期地缘政治风险仍然存在。目前伊朗是主要的原油生产国之一，其原油产量约占沙特原油产量的 40%。俄乌冲突和巴以冲突局势再次升级给伊朗原油产量和出口带来风险，这几乎肯定会再次放大能源风险溢价。总体而言，我们维持之前的观点，即布伦特原油价格在 80 美元/桶水平左右盘整的同时，需要体现出某种形式的地缘政治风险溢价。因此，我们对布伦特原油价格维持适度乐观预测观点，认为 2024 年第 3 季度和 2024 年第 4 季度布伦特原油价格都会在 85 美元/桶，到 2025 年第 1 季度和 2025 年第 2 季度都在 90 美元/桶。

资产配置

资产大类	减配	中性	增配	备注
股票				由于企业盈利良好且利率周期已到顶部，因此对股票维持增配观点。
美国				维持减配观点。在存在适度股市修正力量的情况下，周期性牛市仍在。
欧洲				从中性上调为增配。鉴于欧洲处于产业投资周期，建议将资金从美国股市转到欧洲股市。
日本				维持增配观点。日本股市受到企业盈利良好以及公司治理改革的提振。
新兴亚洲				维持中性。对中国的经济形势向好保持谨慎乐观态度，偏好韩国、印度和东盟地区股市。
固定收益				美国经济具有韧性，美债收益率稳定，因此对固定收益资产维持中性观点。
发达市场投资级债券				维持增配观点。债券利差保持稳定，综合收益率仍具吸引力。
发达市场高收益债券				维持减配观点。对不对称的风险-回报情况持谨慎态度。
新兴市场投资级债券				维持增配观点。基本面保持韧性，债券利差成为关注焦点。
新兴市场高收益债券				维持中性观点。避免信用陷阱至关重要。
另类资产				由于另类资产相关性较低，能够提供风险分散化利益，因此维持增配观点。
对冲基金				维持增配观点。精选的优质对冲基金能够跑赢公开市场。
私募市场				维持中性观点。精选的私募市场基金具有久经证明的良好业绩记录。
原油				维持增配观点。在油价经历近期的回撤后，油价的下行风险已基本上被市场计价。
基础金属				维持中性观点。中国经济增速趋稳利好基础金属。
贵金属				维持中性观点。由于各国央行买入黄金，因此金价能够维持，但易于发生价格回撤。
货币市场				由于良性的宏观经济环境利好风险资产，因此对货币市场持减配观点。

 减配  中性  增配  本季度的仓位

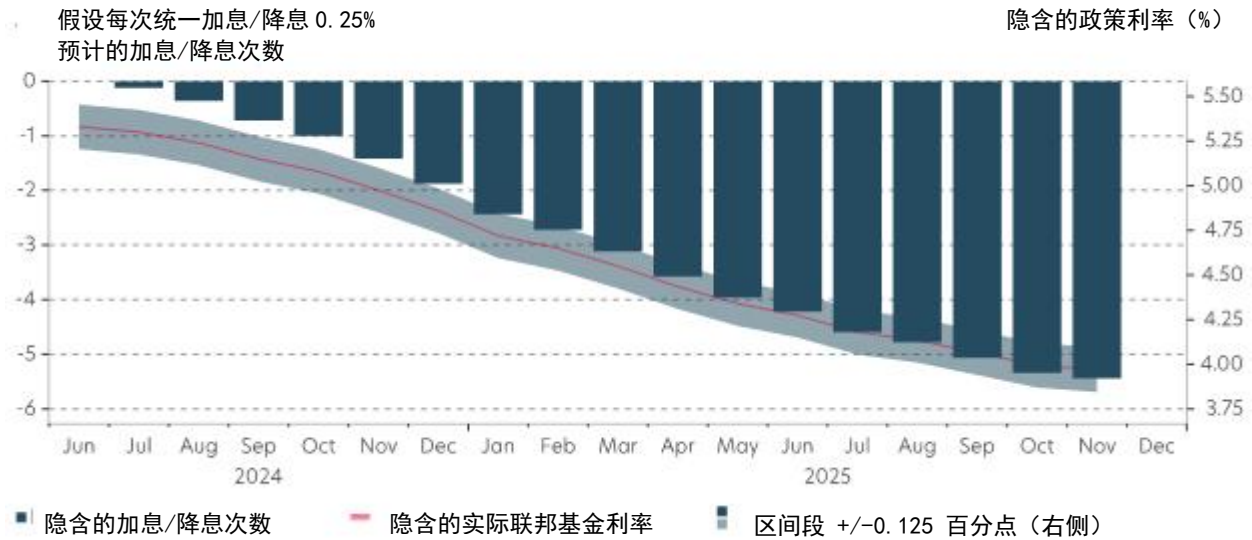
考虑到经济增长前景合理并且未来预计通胀走低，我们对股票维持增配观点。虽然美联储已表示会延迟降息，但并未表示会加息。这将利好风险资产。我们认为日本、亚洲、甚至欧洲等适应工业领域和全球制造业的国家和地区将受到提振。中国仍是一个估值看涨的市场，虽然中国当局的刺激政策仍然采用挤牙膏式的模式，但集腋成裘的叠加影响会随着时间而变得可观。外国投资者对于中国风险资产的仓位仍然较轻；随着中国经济增长形势日益变得乐观，外国投资可能会回流。

我们倾向于延长现金类资产的久期，且对债券利差交易持增配观点，特别是对金融行业发行人而言。虽然我们预期美联储降息，但宽松的货币政策形势并不保证利率降至极低水平。正常化的利率环境有利于银行盈利。虽然资金利率高企，投资者可能会错过盈利性更佳的投资项目机会。事实上，固定收益资产类别项下的许多子类的收益率高于现金资产，并且当利率开始下降或债券利差收紧时，这些资产能够提供资本增值空间。

最后，总体而言，虽然我们对风险资产持积极观点，但我们继续提倡配置相关度较低的另类资产，包括对冲基金、私募资产、黄金以及大宗商品。基础设施扩建、整体供应短缺以及偶发的地缘政治危机是这类资产的利好因素。

图 1-美联储加息/降息的隐含次数：市场迄今为止没有对加息进行计价

来源：Macrobond、大华银行私人银行部门、芝加哥交易所集团



股票

年初迄今为止（截至 2024 年 6 月 13 日），**明晟美国指数**（以美元计涨 13.5%）表现优于所有其他地区市场。在公布最新一期季度业绩报告的多达 3000 家美国公司中，有近 65% 的公司出乎意料地录得盈利增长。值得注意的是，科技行业（在所有行业当中盈利最高）中有 70% 以上的企业超越了盈利预测。在人工智能繁荣的引领下，具有动量因子效应的股票继续表现良好。

从经济角度来说，美联储货币政策紧缩周期的影响迄今为止被扩展性财政政策抵消，从而限制了美国经济的薄弱性并加强了经济增长的韧性。但是，公共债务的利息负担上升可能会在未来对财政政策形成掣肘。对于消费者和小型企业而言的消费数据保持健康。虽然消费者的现金缓冲远低于疫情巅峰时期，但仍高于疫情前水平。与此同时，家庭财富效应仍具有重要影响。虽说如此，ISM 制造业 PMI 指数的回升已经停止，表明了需求可能正在减弱。

展望未来，即将来临的经济坏消息可能与市场好消息旗鼓相当。持续的经济增速放缓与反通货膨胀将为美联储今年晚些时候的降息奠定基础（虽然这条道路崎岖不平）。值得注意的是，市场并未对美联储的任何加息进行计价，仅仅是降息预期推迟而已。在不发生经济衰退或金融危机的情况下，预期中的降息可能会推动风险资产下一轮走高。

股票表现

来源: Macrobond、大华银行私人银行部门

美元价格回报 (将 2024 年初设为基期=100)



虽然过去两年通胀率较为顽固，但预计将会下降。事实上，美国超级核心服务业通胀率比预期中更具粘性，服务业仍产生稳定的劳动力需求。然而，潜在趋势表明了美国劳动力市场正在降温，当前的职业空缺数与失业人数比例跌回了疫情前水平。在整体通胀率方面，劳动力市场出乎意料走强或通货膨胀升温可能会定期使得联邦基金期货对今年降息次数减少或不降息的情况进行计价。尽管如此，美国的政策利率倾向于下行。

从市场角度来说，在经历超长期的股市上涨之后，可以预计会发生盘整或回撤现象。虽说如此，由于存在若干因素，股市的修正力量可能会减弱。首先，美联储的鸽派言论以及鼓舞人心的企业盈利前景（最新的盈利季倾向于正盈利）应该会助长逐险情绪。其次，美股“七巨头”继续表现出具有韧性的销售增长以及稳健的经营利润。第三，近期发生的一连串意外经济下行事件可能会使降息时间提前。

在美国总统大选即将到来的背景下，接下来几个月市场可能会经历更高的波动。在周期性牛市仍健在的观点基础上，投资者可考虑在股价回调时逢低买入或通过结构化产品采取防御态势。我们提倡将部分投资敞口从美股“七巨头”转移到价值导向型行业，例如能源、大宗商品、工业板块和公用事业。这些股票中的一部分能够对冲较高的通胀预期和/或受益于制造业回升以及人工智能投资周期。

总体而言，我们对美股维持减配观点。

关于美联储降息预期的巨大分歧和美国经济意外

来源：Macrobond、大华银行私人银行部门



年初迄今为止（截至 2024 年 6 月 13 日），**明晟欧洲指数**（以美元计涨 5.2%）的表现落后于部分地区性市场。迄今为止的正价格回报可归因于欧洲地区的盈利增长不佳（大部分被欧元贬值所抵消）背景下带来的价值重估。就 2024 年第 2 季度而言，欧洲成长型股票表现优于价值型股票。法国总统马克龙（Macron）决定在 2024 年 6 月 30 日及 2024 年 7 月 7 日提前选举导致政治不确定性及风险溢价急升，从而引起最新一轮的股市下跌，这是欧洲地区股市表现不佳的原因。

从经济角度来说，欧洲经济增长在去年经历了调整，从而今年看起来表现较佳。由于薪资增长强劲，近期欧元区核心服务业通胀更具粘性，欧洲中央银行态度乐观，认为明年通胀率将会降至 2% 目标值。这种乐观情绪受供应侧压力缓解驱动。生产力增速回升以及工资增长放缓应该会导致单位劳动力成本下降。总的来说，对于欧元区经济体而言，反通货膨胀的过程仍在稳步进行中。

继欧洲中央银行在今年 6 月份进行的最新一轮 25 个基点降息（与我们的预期一致）后，市场将关注该银行的未来行动的时间点。欧洲中央银行行长克里斯蒂娜·拉加德（Christine Lagarde）遵循因数据而动的模式，并没有对未来的降息提供明确指引。然而，薪资增速进一步放缓，价格上行风险减少以及商业房地产低迷不振等因素将会使得欧洲中央银行难以有合理理由证明其限制性政策立场。

从市场角度来说，在股票估值不高的背景下，欧洲地区的企业盈利增长势头可能正在见底。值得注意的是，对于欧洲银行，尤其是那些处于外围地区国家（如意大利和希腊）的银行，其股价已经因为系统压力大幅下降而回升。总体而言，欧洲股市的风险回报已有所改善，特别是因为欧洲中央银行在美联储之前实施货币政策转向。

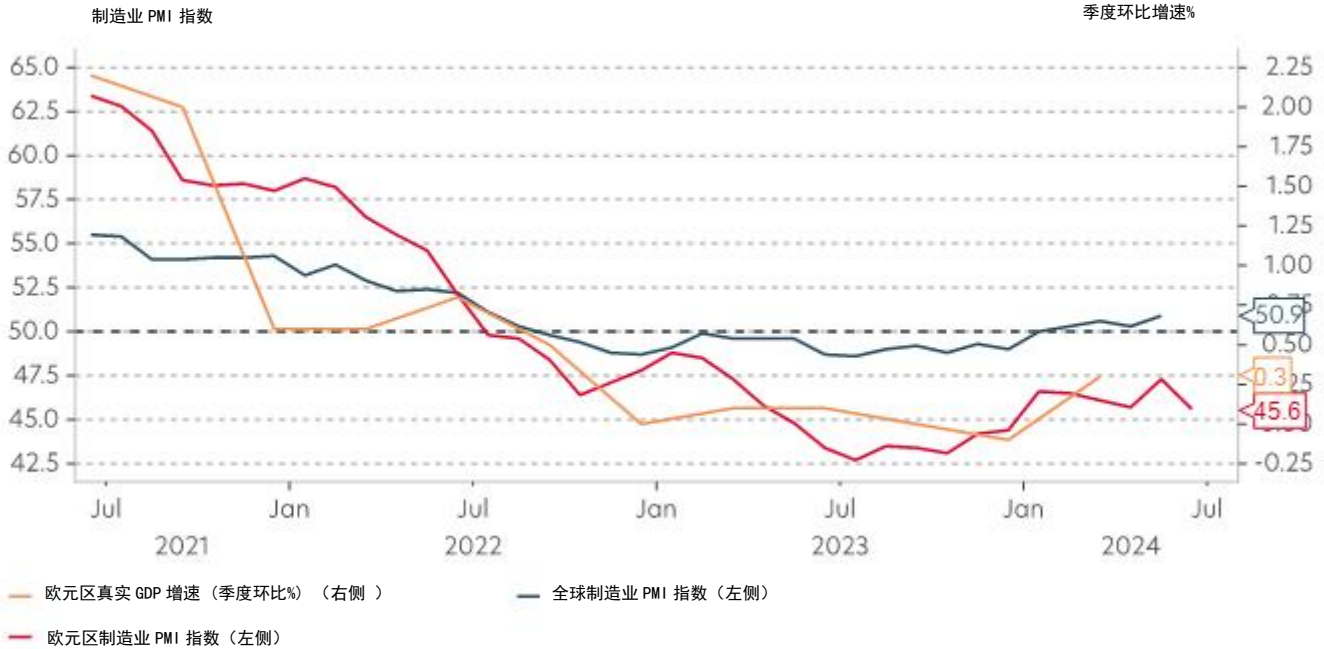
展望未来，由于中国经济增长出现趋稳的初步迹象，欧洲工业出口增速将会回升。欧元区制造业 PMI 指数已跟随全球其他国家和地区见底。重要的是，持续进行中的“友岸外包”和“企业回流”趋势将会利好部分聚焦于基础设施扩建的工业企业。运输、可再生能源以及数据中心等领域的结构性资本支出增长将会使上述企业当中的部分企业受益。与此同时，考虑到地缘政治紧张局势以及政策不确定性不断升高，主权国家的军事国防开支增加将成为一个重要的宏观经济主题。

虽然欧元区经济体的经济增长前景正在改善，但投资者有必要保持选择性。我们持续关注中国的经济增长形势以及制造业活跃水平，这两项对于欧元区出口而言具有巨大影响。我们重申偏好那些聚焦于工业概念的优质大市值股票、基本面具有韧性的以及具有良好分红记录的股票。由于医疗保健业股票具备成长特性且具有防御型倾向，因此其也是我们偏好的股票。

总体而言，我们将欧洲股票的配置观点从中性上调为增配。

欧元区制造业活动回升且经济增长有所改善

来源：彭博、大华银行私人银行部门



年初迄今为止（截至 2024 年 6 月 13 日），**明晟亚洲指数（日本除外）**（以美元计涨 8.2%）在今年 4 月中旬实现了强劲回升，表现优于明晟中国指数（以美元计涨 6.9%），仅落后于美国。中国总体上仍是一个估值看涨的市场。最新一轮基金管理人调查显示，市场人士对于中国的悲观情绪日益减弱，部分机构投资者试图扭转它们对于中国股市的过度减配。值得注意的是，虽然中国当局的政策刺激措施仍然采用挤牙膏式的模式，但积少成多的累积效应可能会随着时间而变得可观。

从经济角度来说，中国出现了经济增长企稳的初步迹象。在全球科技业形势向好、外需稳定以及具有价格竞争优势的背景下，中国出口增长表现出韧性。与此同时，由于工业产出强劲并且通缩压力放缓（可从生产者价格看出），中国经济的供给侧也在复苏。虽说如此，中国制造业 PMI 指数在今年 5 月出乎意料地滑入萎缩区间，引起人们对于需求疲软可能扼杀中国经济复苏的担忧。服务业的扩张也已放缓。随着国内消费降级，零售销售额增长表现不佳。

就目前而言，尽管住户部门存在超额储蓄，但中国当局继续对经济采取打点滴式的刺激措施。中国政府出台的房地产宽松措施可能提供某种程度的支持，但房地产市场低迷不振，需要更大的政策力度才能被有效激活。展望未来，经济下行压力可能会迫使中国转向更为促增长的政策。从市场角度来说，由于股市盈利收益率与债券收益相比具有较大差幅，中国股市倾向于回升。随着收益差幅从历史高位收窄，中国股市仍具有从当前水平进一步上升的潜力。

值得注意的是，在恒生指数（HSI）与沪深 300 指数中，50 日移动均线已突破 200 日移动均线，均已形成了黄金交叉。这种看涨的技术现象通常意味着股价将进一步上涨。重要的是，基于若干指标，中国目前的市场形势与 2016 年时相似（当时出现了股市持续回升），而与 2015 年相反（当时出现了暂时性反弹）。最后，考虑到市场预期较低，并且中国股市与全球股市及新兴市场股市相比股票估值折价较大，因此任何利好因素都可能会推动中国股市从目前的水平上涨。

对于股票建仓方面，投资者可考虑采取杠铃策略，一方面是高分红股票，另一方面是精选的 beta 型股票（例如中国互联网行业）。高分红股票能够受益于可能出台的股息税免除规定，中国当局目前正在考虑通过港股通形式对香港上市的股票免除股息税。与此同时，对于最新一期业绩增长强劲的部分优质互联网企业而言，外资预计会回流。

在新兴市场亚洲地区方面，我们偏好韩国、印度和东盟地区股市。就中国股市而言，选择性是关键因素。投资者可考虑通过结构化产品防御性地配置中国股票。

总体而言，我们对新兴市场亚洲地区股票维持中性观点。

收益差从历史高位收窄；股票的风险回报仍具吸引力。

来源：Macrobond、大华银行私人银行部门



年初迄今为止（截至 2024 年 6 月 13 日），**明晟日本指数**（以美元计涨 4.9%）表现落后于所有其他地区性市场（新兴市场除外）。这在很大程度上可归咎于日元对美元持续贬值，日元与美元存在较大利差，从而形成日元套利交易。日本长期债券收益率上升也拖累了半导体企业以及其他成长型股票。虽然 2024 财年的看跌指引被市场解读为日本企业在财年业绩报告季遭遇的近期挫折（终止于 2024 年 5 月中旬），但公司治理改革的加快仍然是长期支撑日本股市的利好因素。

从经济角度来说，修正后的 2024 年第 1 季度真实 GDP 增速表明日本 GDP 萎缩的年化率收窄至 1.8%，表明国内需求疲软且经济缺乏活力。值得注意的是，在私人消费和资本支出不振的同时，净出口也形成了拖累。由于薪资增速未能跟上通胀步伐，家庭消费支出也减少。这些因素可能会削弱市场人士对于日本银行在近期上调政策利率的预期。

尽管经济环境正在恶化，但日本银行了解日元汇率疲软对于通胀和整体经济的影响。国内消费者抱怨由进口能源和原材料转嫁而来的生活成本上升。鉴于日本银行预计需求驱动型通胀将会升温，市场预期日本银行会在接近年底时加息，再加上美联储降息，在未来几个月日元走弱的压力将会见顶。

从市场角度来说，2023 财年的业绩证实了企业改革正在加速。股票回购的总价值年同比增长 60%，同时提高了股本回报率（ROE）目标，而且股东回报已成为关注焦点。展望未来，日本企业仍有潜力对账面上大量超额现金储备进行更有效的使用，例如实施进一步股份回购和进行较高成长性的投资。通过增加杠杆率减少净现金头寸也可能引起股票价格进一步上涨。

虽然在 2024 年第 2 季度，明晟日本指数的估值已略微回调至 12 个月远期市盈率（P/E）的 16 倍，但结构化重估仍然持续。与此同时，盈利势头保持良好。在这种情况下，随着 2024 年财年的时间推移，企业可考虑提高 2024 财年的盈利指引。强劲的企业盈利表现以及为了提高资本效率而采取的企业行动预计将会推动日本股市表现回升和提振股东回报。

我们重申倾向于提倡投资者对日元采取非对冲策略，以防范日本银行实施任何突然的政策转向。由于入境消费良好，部分优质的非必需消费品企业应该能继续表现良好。与此同时，日本的利率上行压力通常利好金融行业。最后，迎合人工智能和半导体行业需求的企业很可能长期表现优异。投资者可考虑通过结构化产品防御性地配置这些企业的股票。总体而言，**我们对日本股市维持增配观点。**

在盈利势头强劲的背景下，日本股市发生持续的结构化价值重估

来源：Macrobond、大华银行私人银行部门



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 6 月 13 日），以美国企业投资级指数（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实现了+0.4%的美元总回报率。其受三重相互抵消因素推动，分别为：信贷利差边际收窄、债券利差套利交易和美国国债（UST）负回报。美债收益率在 2024 年 4 月底升至年初迄今为止的高点，之后由于制造业数据走弱而回落。

关于美联储最终降息的预期以及美国经济软着陆为稳定债券利差提供了一个宽松的环境。在当前这个时点，债券利差已经对美联储在接下来六个月约降息 2 次的共识预测概率进行计价。

债券估值看似过高，但从历史角度来看综合收益率仍具吸引力。在 2024 年剩余的时间内实现超额回报可能会取决于债券的选择；回避负面信用事件将变得至关重要。我们继续提倡自下而上的策略，选择基本面稳健的债券以确保较长时间范围的收益。

总体而言，我们对发达市场投资级债券维持增配观点。

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



发达市场国家高收益债券

年初迄今为止（截至 2024 年 6 月 13 日），发达市场国家高收益债券表现继续优于投资级债券，美国企业高收益指数（彭博美国企业高收益指数）实现了+2.6%的美元总回报率。这一表现在本质上具有特异性，由于风险偏好情绪有所改善，少数优质的财务困难企业在整体回报率方面表现领先。

年初迄今为止（截至 2024 年 6 月 13 日），高收益债券息差收窄约 25 个基点，指数层面的期权调整后息差（OAS）均值高达 312 个基点，仍然是产生超额回报的来源，同时系统风险得到良好控制。

虽说如此，在利率高企的背景下，违约率预计将逐渐升高。总体而言，投资级债券与高收益债券之间的债券利差大幅缩窄，以及因债券违约可能加速而引起尾部风险上升，导致我们对不对称的风险-回报情况持谨慎态度。

因此，我们对发达市场美元高收益债券维持减配观点。

高收益债券利差大幅收窄后产生不对称的风险-回报

来源：Macrobond、大华银行私人银行部门



新兴市场投资级债券

年初迄今为止（截至 2024 年 6 月 13 日），在指数层面（即彭博新兴市场亚洲美元高等级债券指数），**新兴市场亚洲投资级债券** 实现了+1.4%的美元总回报率。值得注意的是，年初迄今为止，投资级债券利差收窄约 30 个基点。新兴市场债券受益于利好的宏观经济环境以及有利的供需关系。除了债券利差之外，在美联储最终降息的背景下，国债收益率表现将会是 2024 年总回报的重要贡献因素。

在新兴市场亚洲投资级债券板块内部，我们继续偏好亚洲金融行业、部分优质的聚焦亚洲的保险企业、准主权债券/战略国有企业和防御型消费品企业。我们强调在管理久期风险方面采取多样化策略的重要性，平均修正久期目标为 5-8 年。**我们继续提倡在机会出现时投资者应逢低买入，并重申对新兴市场亚洲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



新兴市场高收益债券

年初迄今为止（截至 2024 年 6 月 13 日），**新兴市场亚洲高收益债券**保持出色表现，基准指数（即彭博亚洲美元高收益债券指数）实现了+9.1%的美元总回报率。除了将已违约的中国房地产开发商发行的债券（该类债券在指数层面贡献了基数效应）剔除出指数外，斯里兰卡、巴基斯坦和部分优质中国大陆/香港特别行政区开发商的债券收益率曲线的深度回升拉高了总回报率。

考虑到中国房地产商缺少重大和定向的政策支持，我们继续对中国房地产板块维持谨慎态度。此外，由于房地产商清盘仍然是一个迫在眉睫的威胁，因此房地产业的积极重组结果面临重大利空。在这方面，对于新兴市场亚洲高收益债券板块而言，保持谨慎和高度选择性仍然是我们的操作方式。我们偏好东盟地区的优质基础设施企业、印度尼西亚公用事业企业和印度房地产开发企业的债券。

总体而言，**我们对新兴市场亚洲高收益债券维持中性观点。**

在利差大幅收窄之后强调选择性

来源：Macrobond、大华银行私人银行部门



外汇、利率和大宗商品价格预测

外汇汇率	2024 年 6 月 6 日	2024 年第 3 季度 预测	2024 年第 4 季度 预测	2025 年第 1 季度 预测	2025 年第 2 季度 预测
美元兑日元	156	152	149	147	145
欧元兑美元	1.09	1.10	1.12	1.14	1.15
英镑兑美元	1.28	1.30	1.32	1.34	1.36
澳元兑美元	0.67	0.68	0.69	0.70	0.71
新西兰元兑美元	0.62	0.63	0.64	0.65	0.65
美元指数	104.12	103.19	101.56	99.95	99.02
美元兑人民币	7.25	7.20	7.13	7.06	7.00
美元兑港元	7.81	7.80	7.80	7.80	7.80
美元兑新台币	32.29	32.00	31.50	31.00	30.50
美元兑韩元	1,363	1,350	1,330	1,310	1,290
美元兑菲律宾比索	58.54	58.00	57.50	57.00	56.50
美元兑林吉特	4.69	4.65	4.60	4.55	4.50
美元兑印尼盾	16,260	16,000	15,800	15,600	15,400
美元兑泰铢	36.38	36.20	35.80	35.40	35.00
美元兑越南盾	25,433	25,200	25,000	24,800	24,600
美元兑印度卢比	83.48	83.00	82.00	81.00	80.50
美元兑新元	1.35	1.34	1.33	1.32	1.31
欧元兑新元	1.47	1.47	1.49	1.50	1.51
英镑兑新元	1.72	1.74	1.76	1.77	1.78
澳元兑新元	0.90	0.91	0.92	0.92	0.93
新元兑林吉特	3.49	3.47	3.46	3.45	3.44
新元兑人民币	5.39	5.37	5.36	5.35	5.34
日元兑新元*100	0.86	0.88	0.89	0.90	0.90

政策利率	2024 年 6 月 21 日	2024 年第 3 季度 预测	2024 年第 4 季度 预测	2025 年第 1 季度 预测	2025 年第 2 季度 预测
美元联邦基金利率	5.50	5.25	5.00	4.70	4.50
日元政策利率	0.10	0.10	0.25	0.25	0.25
欧元再融资利率	4.25	4.00	3.75	3.50	3.25
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 年期贷款市场报价利率	3.45	3.20	3.2	3.20	3.20
港元基准利率	5.75	5.50	5.25	5.00	4.75
新台币官方贴现率	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00
韩元基准利率	3.50	3.25	3.00	2.75	2.50
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	6.25	6.25	6.25	5.75	5.50
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	6.25	6.00	5.75

利率	2024 年 6 月 6 日	2024 年第 3 季度 预测	2024 年第 4 季度 预测	2025 年第 1 季度 预测	2025 年第 2 季度 预测
美元 3 个月 SOFR(复合)	5.35	5.22	4.97	4.72	4.47
新加坡元 3 个月 SORA(复合)	3.67	3.60	3.43	3.28	3.08
10 年期美债收益率	4.29	4.20	4.10	4.00	3.90
10 年期新加坡政府债券收益率	3.21	3.20	3.15	3.10	3.00

大宗商品	2024 年 6 月 6 日	2024 年第 3 季度 预测	2024 年第 4 季度 预测	2025 年第 1 季度 预测	2025 年第 2 季度 预测
黄金 (美元/盎司)	2,372	2,400	2,500	2,600	2,700
布伦特原油 (美元/桶)	80	85	85	90	90
伦敦金属交易所铜 (美元/吨)	10,149	9,000	9,000	10,000	10,000

更新于 2024 年 6 月 24 日

*预测是基于 2024 年 6 月 7 日的报告更新的

来源：大华银行全球经济与市场研究

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