

2024年市场展望

透过表象：探寻机遇



诚挚如一



制作团队

总编辑

林培丰，特许金融分析师

新加坡和区域主管
存款与财富管理
个人金融服务部

编辑团队

林敬和

新加坡主管
财富管理咨询与策略

冯慧慧

财富资讯与通讯主管

陈建辉

投资策略师
财富管理咨询与策略

刘璇栗

投资策略师
财富管理咨询与策略

邓文健

投资策略师
财富管理咨询与策略

个人金融服务投资委员会

新加坡

林敬和

刘王发

冯慧慧

陈建辉

刘璇栗

邓文健

Jonathan Conley

Alexandre Thoniel, 另类投资分析师

曾宣维，特许金融分析师

谢鸿伟

曾慧莹

李仁亮，CFTe, CMT

胡议凡

关秀云

中国

黄丽鹂

印度尼西亚

Diendy

马来西亚

陈荣友

岑韦升

泰国

Suwiwan Hoysakul

Boonnisaed Thanyaworaanan



目录

序言	4
2024年全球展望	5

2024年展望

经济展望	7
聚焦各国	10
资产类别观点	14

热点专题

专题1：目前利率保持高位，但预计会降息	19
专题2：预示高利率结束的因素	20
专题3：利率下降时进行股息投资	21
专题4：全球医疗保健将防御性和增长性融为一体	22

投资者操作建议

构建自己的投资组合	25
核心配置	25
战术配置	26

我们的策略

大华银行“风险优先”策略	29
大华银行VTAR方法论	30

序言

集团个人金融服务主管致辞



Jacquelyn Tan

总经理
主管，集团个人金融服务部

新年新气象，借此辞旧迎新之际，我们重新审视我们的目标和愿望，这样才能成就我们自己以及所爱之人期望的人生。世事变幻无常，我们在研究的同时，也要审视一下我们的投资计划。

迈入2024年，经过两年的高通胀和加息之后，各国央行和全球经济将走向何方？新的地缘政治冲突和重要经济体政治领导层的变化将给我们的投资决策带来怎样的影响？我们可以抓住哪些机会，又需要警惕哪些风险？

2023年，凭借生成式人工智能取得突破性发展的支撑，股市在上半年实现强劲反弹。与此同时，金融市场利率或将在较长期间内处于高位的预期，导致下半年市场出现波动。

2024年上半年，随着亚洲和美国大选周期陆续拉开帷幕，地缘政治紧张局势将继续影响市场情绪。预计利率将继续保持在高位，而央行大幅加息的迟滞影响可能会导致全球经济增长放缓。而积极的信号是，通胀正在下降，如果经济放缓过快，央行可以通过降息来支持增长。

我们时刻关注市场和政治周期的潮起潮落以及随之而来的各种风险。与此同时，在这些周期转变之前，我们也很乐于发掘表现良好的各种机会。

凭借我们最新的市场前景和策略，我们的顾问和专家随时准备为您提供适合您投资计划的最佳解决方案。我们热情期待您与我们共同携手朝着目标前进，同时我们也恭祝您新的一年硕果累累！

2024年全球展望

图1：2024年展望与策略



2024年展望

经济展望

7

聚焦各国

10

资产类别观点

14

2024年展望

经济展望

全球经济仍处于经济周期的放缓阶段。尽管2024年上半年经济将进一步放缓，但严重衰退将不会发生。

经济放缓的持续时间将比预期更长，但由于劳动力市场表现强劲，并未导致经济衰退。强劲的就增长和工资增长增强了消费的韧性，并帮助服务业为更广泛的经济提供支撑。

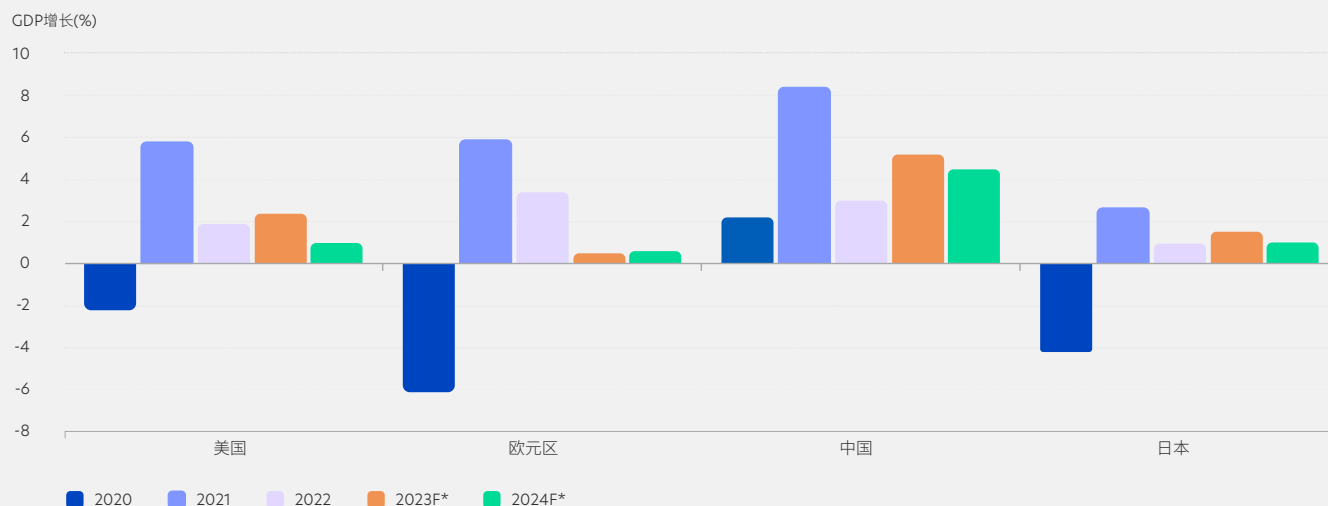
然而，人们担心未来几个月许多国家的就业市场可能会开始疲软。如果发生这种情况，消费支出可能会减弱。特别是对于英

国、澳大利亚、新西兰和加拿大等抵押贷款与浮动利率挂钩的国家，抵押贷款还款额的增加将导致家庭可支配收入减少。

经济的前景很大程度上取决于央行的政策。如果美国联邦储备委员会(美联储)及其他国家央行表现过于迟缓，未能认识到增长风险并长期维持高利率，则经济进一步放缓的可能性将会上升。

我们预计，从2024年中期开始央行将降息，经济将渐进有序地放缓(图2)。

图2：预计2024年经济活动将进一步放缓



*F代表大华银行的预测数据。

来源：彭博社、大华银行全球经济与市场研究部（2023年12月15日）

2024年展望

经济展望

通胀

从2022年中期开始，通胀率稳步下降。我们预计，由于高基数效应、经济放缓导致的需求减弱以及供应链重塑的持续，今年的价格压力将进一步缓解(图3)。尽管住房通胀率一直居高不下，但随着住房需求的减弱以及租金成本的下降，预计未来一年通胀率将下降。

中期通胀预期基本稳定。此外，就业市场供需平衡水平提高将有助于给工资的增长降温。

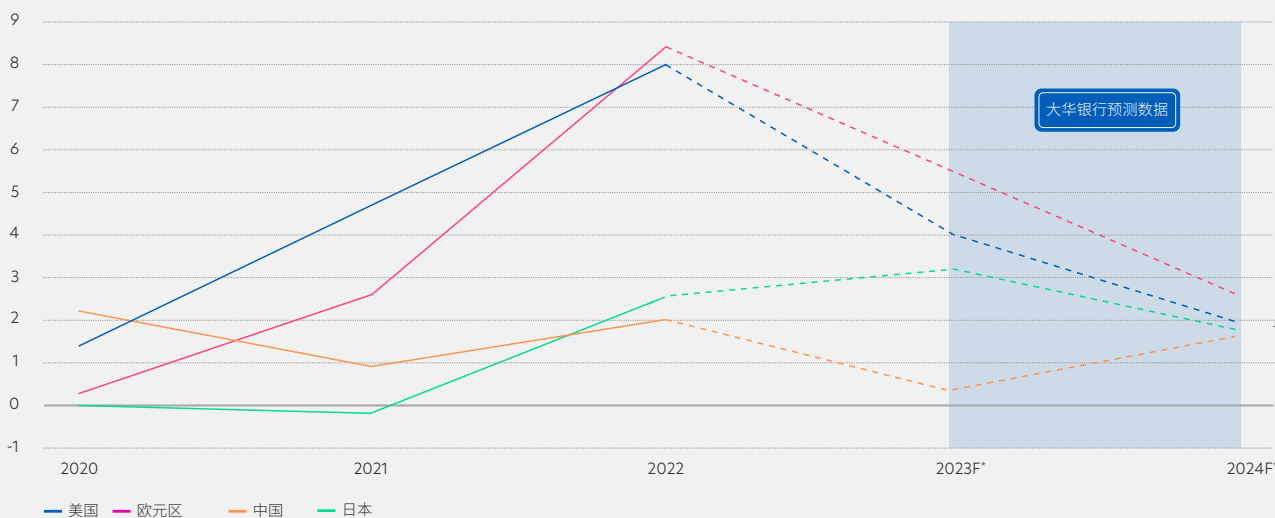
通胀难题中最大的问题来自于食品和能源价格。其中的风险包括当前的俄罗斯-乌克兰和以色列-哈马斯战争，如果冲突恶化，可

能会导致严重的石油和粮食短缺。红海航运中断也将直接对全球供应链产生影响。如果需求随着全球经济增长的放缓而下降，且供应未受到任何干扰，油价不太可能大幅上涨。此外，粮食价格还受到气候变化以及日益频繁的干旱和洪水的影响。

造成食品和能源价格短期大幅上涨的因素带来的影响可能只是暂时的，而通胀压力的减轻将是更大的趋势，尽管当前的消费者价格增长仍高于新冠疫情前的水平。

图3：主要经济体的总体通胀预计将进一步放缓

平均总体CPI (%)



*F和虚线代表大华银行的预测数据。

来源：大华银行PFS投资策略、大华银行全球经济与市场研究部（2023年12月15日）

2024年展望

经济展望

中央银行政策

目前利率处于高位，但由于通胀正在放缓，全球加息周期即将结束，货币政策已经趋紧。从今年年中开始，利率下调的可能性加大。

美联储暗示加息可能已经结束，并预计在2024年将利率下调75个基点(图4)。美联储的政策变化将引发其他央行的效仿，并将专注于为经济增长提供支撑。

我们预计直至2024年中期之前，美联储都将维持利率不变。此后，我们预计美联储将在2024年6月、2024年第三季度和2024年第四季度每次降息25个基点。

欧洲央行(ECB)已停止加息，但仍坚称需要在更长的时间内将利率保持高位，因为核心通胀率仍接近2%这一目标的两倍。我们预计在2024年上半年欧洲央行将保持利率不变，此后从2024年第四季度开始下调利率。随着欧元区总体消费者价格指数(CPI)的快速下降、融资条件的紧张、经济衰退风险的加剧，欧洲央行可能被迫比预期更早降息。

然而，发达市场(DM)央行给出的指导意见与市场预期之间存在较大的差距。例如，美联储暗示将降息75个基点，欧洲央行坚称目前不考虑政策宽松，但市场预计2024年两大央行均将降息

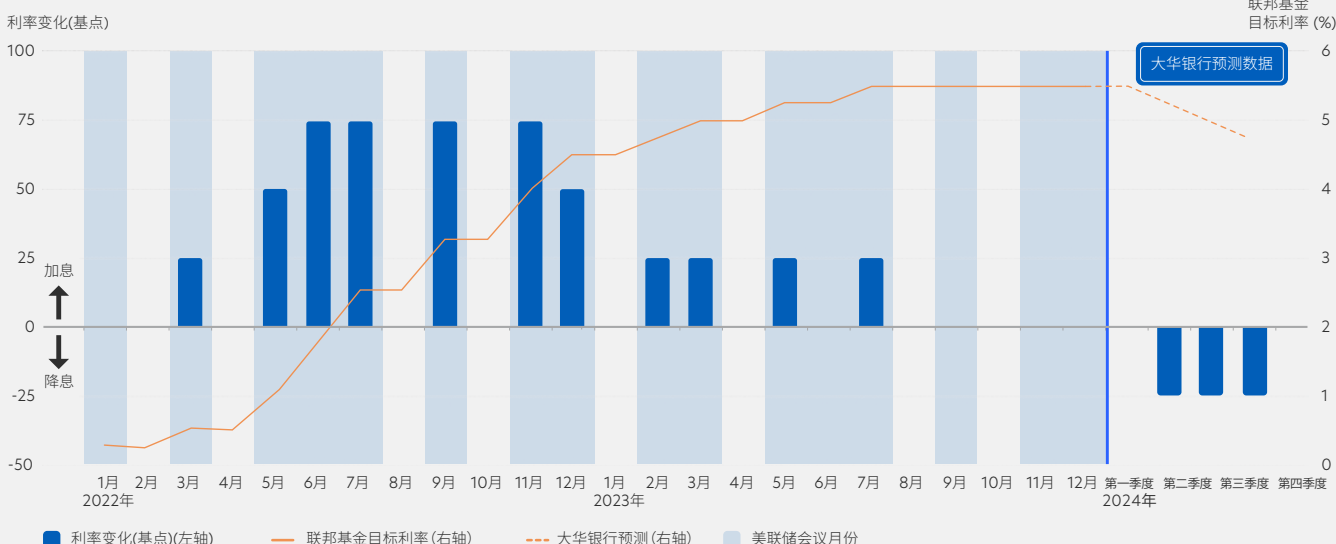
约150个基点。目前尚不清楚如何调节这两者之间的差异。市场是否会下调降息预期？央行是否会提高降息预期？考虑到全球经济增长放缓的有序性，人们可能认为市场上的激进降息预期过于乐观。

中国方面，鉴于经济内在的疲软和物价压力较弱，中国人民银行(中国央行)可能需要推出更多的货币宽松政策。但由于中国央行寻求维持本币稳定，预计不会大幅降息。

日本方面，自2022年12月以来，日本银行(BOJ)一直对其收益率曲线控制政策²进行小幅调整，逐步向完全取消该政策框架的方向发展。日本央行表示，如果债券收益率与经济基本面和更广泛的债券市场走势相匹配，将不再把10年期日本政府债券(JGB)收益率限制在1.00%。

我们认为，日本将在今年4月份结束负利率政策，并在6月份停止收益率曲线控制。然而，由于日本经济脆弱且全球增长放缓，这一政策变化的机会窗口很窄。与此同时，从2024年中期开始其他央行可能降息。由于这些原因，日本央行可能会发现随着时间的推移，加息将变得越来越困难。

图4：预计从2024年中期开始，美联储将降息



来源：大华银行PFS投资策略、大华银行全球经济与市场研究部(2023年12月15日)

1 消费者价格指数(CPI)是基于一揽子固定商品和服务来衡量消费者价格随时间变化的指标，通常分为环比价格指数和同比价格指数。

2 收益率曲线控制是日本银行(BOJ)采取的一项策略，旨在保持低利率，以刺激经济增长并将通胀率提高至2%。目前，尽管不再是严格的上限，但1.00%的收益率仍是10年期日本政府债券(JGB)收益率的参考水平。



2024年展望

聚焦各国

美国

未来几个月，美国经济将继续放缓，但下半年美国联邦储备委员会(美联储)可能会降息，以支持经济活动，因此美国经济可能会恢复。预计2024年美国经济总体将保持正面。

2024年上半年，美国经济放缓的严重程度与通胀以及美联储的政策路径相关。如果通胀跌向美联储2%的目标且利率开始下降，美国经济将有序放缓。但如果通胀上升，美联储将被迫在更长的时间内维持高利率，且美国经济衰退的可能性将增加，因为当利率处于高位时，公司会减少招聘和投资。

此外，我们还要关注如果债券收益率再次大幅上升，美国规模较小的地区性银行可能面临财务信心危机的风险以及美国商业地产领域的问题。

尽管利用了新冠肺炎疫情期间较低的利率为其固定利率抵押贷款再融资，美国家庭受高利率的影响较小，但也有迹象表明美国家

庭的财务状况正在变得日渐紧张。过去一年间，美国经济依赖消费，但这种消费力可能不会持续。

可能导致消费下降的一些因素包括：美国就业市场逐渐放缓，以及美国家庭超额储蓄的消耗。此外，高通胀和高利率也将对私人消费构成挑战，而学生贷款恢复偿还也将给支出模式造成影响。我们注意到有迹象表明，美国中低收入家庭已开始购买价格更低廉的商品，采用信用卡或先买后付计划的人也越来越多。此外，美国汽车和信用卡拖欠率也已开始上升。

这些都是我们预计未来几个月美国经济增长疲软的原因。但如果美联储从今年年中开始降息，经济放缓将得到遏制。

欧洲

由于欧洲各国的国内支出低迷损害了服务业，而制造业又受到外部需求低迷和借贷成本高企的影响，欧元区经济体正面临着各种挑战。

我们预计欧元区经济今年将增长0.8%，但由于欧元区大多数经济体增速放缓，而其最大的经济体德国已停止增长，因此欧元区经济衰退的风险也将越来越大。

经济衰退的威胁源于欧洲央行(ECB)自2022年7月以来加息450个基点。加息有助于控制通货膨胀，但也造成了当前的经济疲软。

除大幅加息外，欧洲央行的量化紧缩³政策还导致欧洲央行的资产负债表在不到一年的时间里缩减了近7万亿欧元，同时欧洲央行还停止向商业银行发放低息贷款。

根据最新的采购经理人指数(PMI)⁴，欧元区制造业和服务业均将继续萎缩。此外，随着银行提高信贷标准⁵，企业的贷款需求大幅下降。

³ 量化紧缩是一种货币政策工具，通过出售政府和机构债券或使其到期，以缩减央行的资产负债表，从而减少经济中的流动性。

⁴ 采购经理人指数(PMI)是一项可及时洞察经济趋势方向的月度情绪调查。数值在50以上表示经济扩张，50以下则表示经济收缩。

⁵ 银行的贷款审批标准。

2024年展望

聚焦各国

中国

过去一年里，中国的经济表现不佳，因房地产市场下跌和股市疲软造成的财富损失，消费者信心受到打击。消费者价格和生产者价格双双下跌，由此可见中国经济的势头疲软。此外，中国国内支出疲软和海外需求低迷也削弱了商业信心。

对此，中国政府推出了一系列刺激措施。其主要重点是支持房地产行业。随着新房价格进一步下跌，而房屋销售萎缩，人们对房地产行业的信心持续下降。

除房地产行业外，也有迹象表明中国经济可能已触底。但增长加速取决于消费者和企业信心的改善，而这也需要中国政府给予更多的政策支持。此外，中央政府可能还需要提供更多的支持来解决地方政府债务问题。

日本

日本经济在2023年第三季度大幅下挫，且未来几个月的前景正在恶化。

由于全球经济可能进一步失去动力，日本的出口将面临海外需求下降的局面，而这可能导致企业减少资本投资支出。

此外，由于通胀持续走高，家庭减少支出，日本国内消费可能会进一步下降。尽管日本的工资增长较高，但工资增长水平仍低于通胀，因此自2022年4月以来日本的实际工资增长一直为负值，

而这意味着日本家庭购买力的长期下降。随着人口减少和老龄化，日本的内需将进一步疲软。

为应对高通胀对家庭的影响，日本政府公布了另一项超过17万亿日元的经济刺激计划。该计划的重点是降低所得税并向低收入家庭提供现金支付。虽然这些措施有助于经济增长，但除非通胀得到控制，否则仍无法完全提振消费者信心。

印度尼西亚

2024年，印度尼西亚经济增长的主要驱动力将是家庭消费和投资。其中消费将从低水平的通胀和竞选期间支出的增加中受益。预计在2024年选举期间，印度尼西亚政治将保持稳定，所有总统候选人就现有项目和新首都的搬迁达成了一致，预计这将提高外国投资者在印度尼西亚投资的兴趣。

尽管供应中断造成的大米价格高涨导致了食品通胀波动加剧，但在2023年通胀得到了良好控制，预计2024年仍将如此。尽管如此，通胀和货币市场路径的不确定性和波动性仍是

我们预计印尼央行(BI)在2024年全年将利率维持在6.00%不变的两大原因。

随着美联储降息预期的增加，美元(USD)预计将下跌。鉴于印尼相对于美联储利率的利差预计将扩大，收益率差距也预计将扩大。而这可能会吸引债券投资流入印度尼西亚，并最终支持印尼盾(IDR)的稳定。预计到2024年底，印尼盾兑美元汇率将达到14,800。



2024年展望

聚焦各国

马来西亚

2023年，尽管受到全球各种因素的影响，但马来西亚经济仍表现良好。2024年，得益于全球经济温和放缓、以增长为导向的联邦预算保证经济发展、支持性利率政策以及富有韧性的国内支出，马来西亚的增长前景将保持稳定。然而，外部需求低迷和成本上升也将给马来西亚带来挑战。

预计隔夜政策利率(OPR)将保持不变，因为与发达国家相比，马来西亚的通胀水平仍然温和。同时我们也注意到了地缘政治风险和大宗商品价格不稳定的情况。这些因素加上马来西亚

政府补贴和累进工资政策的调整可能会导致马来西亚通胀和利率上升。

与其他亚洲货币一样，马来西亚林吉特(MYR)在2023年也受到了一系列外部挑战的影响，包括对美联储利率将长期保持在高位的预期、对避险型美元资产的需求以及对中国经济放缓的担忧。然而，人民币(CNY)的复苏以及2024年美元走软的预期可能会推动马来西亚林吉特兑美元汇率在2024年底前升至4.45。

新加坡

由于电子产品周期和外部需求的复苏将提振制造业和贸易，新加坡经济状况将从2024年中期开始有所改善。预计国内生产总值(GDP)增长率将从2023年的0.9%增至2024年的2.9%。由于全球食品价格和服务通胀下降，以及新加坡元名义有效汇率(SSNEER)持续升值，以控制输入性通胀，新加坡的总体通胀和核心通胀都可能会下降。

然而，自2024年1月1日起生效的商品及服务税(GST)上调1%的效果仍不确定，可能会导致核心通胀率保持在1.8%的长期

平均水平之上。预计2024年第二季度新加坡元名义有效汇率政策区间的斜率将降低50个基点，但由于工资上涨和企业成本增加对服务业通胀的影响可能延迟，全面的货币政策变化可能会推迟到2024年下半年。

美元的预期疲软以及亚洲货币的普遍复苏可能会继续支撑新加坡元(SGD)，预计到2024年底，新加坡元兑美元汇率将逐渐走高至1.30。

⁶ 新加坡元名义有效汇率(SSNEER)是新加坡金融管理局(MAS)用来管理新加坡元汇率的政策工具。



2024年展望

聚焦各国

泰国

随着新政府的上台以及消费刺激政策的出台，预计泰国经济2024年将增长3.6%。外部挑战将持续存在，但预计强劲的消费支出和旅游业将成为泰国经济的增长动力。我们要密切关注地缘政治冲突等境外风险。

自2023年3月以来，泰国的总体通胀率一直低于泰国央行(BOT) 1.0%-3.0%的目标区间，最近的价格下跌源自政府对能源和电力的补贴。2024年，我们预计泰国的总体通胀率将小幅上升至平均

2.0%。泰国央行可能将全年利率维持在2.50%，但如果经济前景恶化，2024年下半年有可能会降息。

泰铢(THB)可能已经度过了最糟糕的时期，因为从2024年第一季度开始，人民币的复苏将使泰铢受益。中国和泰国推出新的免签证政策后，中国游客数量的增加可能会进一步为泰铢提供支撑。预计到2024年底，泰铢兑美元汇率将回升至33.3。

图5：经济速览

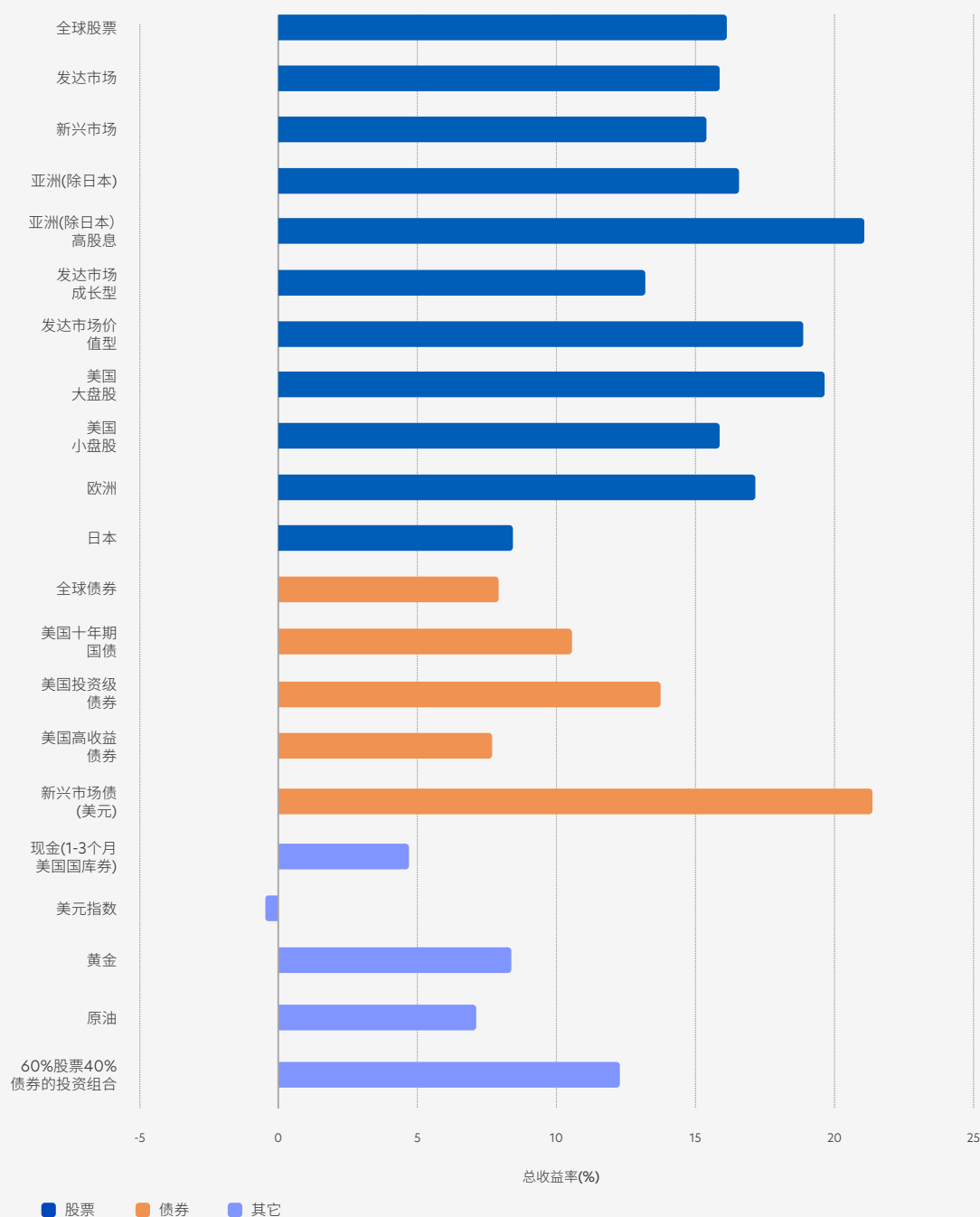


2024年展望

资产类别观点

过去30年的历史数据表明，在美国联邦储备委员会(美联储)停止加息一年后，大多数资产类别均表现良好(图6)。

图6：美联储停止加息一年*后，大多数资产类别均取得正收益



*自1989年以来的年一期平均收益率。

来源：摩根资产管理(2023年11月30日)



2024年展望

资产类别观点

股票

我们对股票这一资产类别持中立看法。2024年上半年全球股市存在短期风险，下半年在央行降息后前景会有所改善。图6显示，从历史上看，在美联储加息周期结束后一年内，股市会产生正收益。

决定股市情绪的关键因素是通胀、经济增长、货币政策和债券市场走势。

综上所述，由于人们预计央行可能不会大幅降息，2024年年初全球股市容易受到抛售压力的影响。即便央行开始降息，也可能是由于经济迅速疲软，而这可能再次对全球股市造成困扰。

地缘政治局势仍将高度紧张。在此期间，我们建议通过投资优质大盘股以及衰退对冲资产类别(如医疗保健、公用事业和消费必需品行业的股票)来保持防御性。另一个重要策略是建立多元化的投资组合。

投资优质的派息股票也会有所帮助。尽管目前债券和现金收益率几乎与股票股息一样高，但预计债券收益率和定期存款利率将下降，届时高派息股票产生的收益将变得更具吸引力。

预计在年中经济增长和央行政策的前景变得更加清晰时，股市将企稳。

由于经济放缓将挑战企业盈利的实力，我们对美国股市的前景持中立态度。因此多元化和有所选择地投资就变得更加重要。在此期间，医疗保健等防御性行业将有助于稳定投资组合。在增长放缓的环境下，预计优质成长股以及现金流稳定和资产负债表强劲的派息股表现也将更好。科技硬件需求的复苏可能让半导体公司从中受益。

预计许多欧元区经济体衰退风险的增加将损害欧洲股市。此外，高利率还会造成企业利润降低，尤其是小盘股企业和债务期限较短的周期性行业，如汽车、航空、通信服务和工业等。再融资风险低、盈利稳定的信息技术公司表现良好的机会更多，而多元化的欧洲银行、医疗保健、公用事业和消费必需品则更具韧性。优质派息股票也可能表现良好。

去年中国股市表现不佳，今年仍将面临挑战，但中国经济可能已经开始复苏。由于估值较低，中国科技股及电动汽车、可再生能源和医疗保健行业的股票存在一些机会。在企业和消费者信心改善前，我们建议采取灵活的方法。

日本股市去年强劲上涨，但我们要对未来的风险保持警惕。尽管企业改革取得了积极的进展，但股票估值已不再低廉。如果日本央行(BOJ)按预期结束负利率和收益率曲线控制政策，日本政府债券(JGB)收益率和日元(JPY)的飙升可能会损害当地股市，特别是依赖出口的公司的股票。但由于日本央行政策的变化可能导致净息差和利润上升，日本银行股可能会从中受益。

我们对亚洲(除日本)股市持乐观态度。尽管中国疲弱的经济将在短期内构成挑战，但亚洲(除日本)股市的股息非常有吸引力，而且该区域的商业活动也仍然具有韧性。最近，该地区的贸易状况也有所改善，韩国和中国台湾等国家和地区将从科技硬件需求的复苏中受益，这些因素都有助于推动外资流入。

我们也看好东盟股市，因为我们预计东盟将推出支持性货币政策，出口也将复苏。目前东盟股票的估值颇具吸引力。

2024年展望

资产类别观点

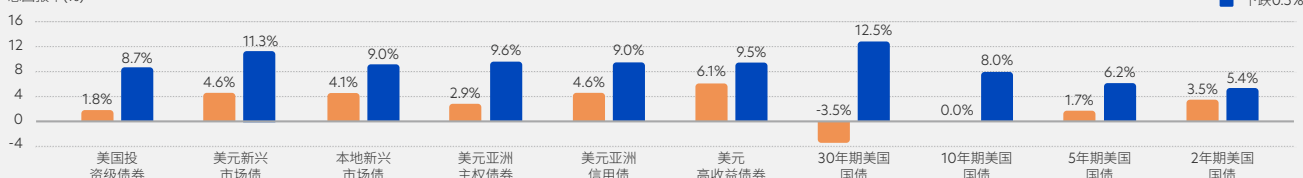
债券

债券市场可能会经历短期波动，尤其是在投资者对央行的政策指导抱有强烈的降息预期的情况下。此外，美国政府可能会继续发行更多的长期债券，为美国不断增长的预算赤字提供资金，尽管需要以更高的利率续作到期债务。

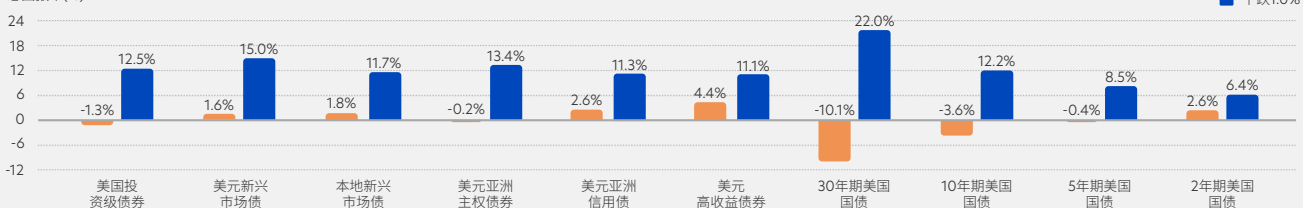
考虑到经济增长和通胀都将持续放缓，债券的风险调整回报颇具吸引力，因此2024年可能会成为债券的丰收年。随着央行将重点转向降息，债券也将从降息中受益。除高票息外，债券价格的潜在上涨也可以增加债券的总收益。

图7：在利率上升或下降的情况下，债券的总收益颇具吸引力

利率上升或下降0.5%的影响
总回报率(%)



利率上升或下降1.0%的影响
总回报率(%)



来源：摩根资产管理(2023年11月30日)

按照目前的收益率，从历史上看，如果利率上升或下降，债券会带来不对称总收益⁷(图7)。如果利率意外上升0.5%或1.0%，债券的总收益率基本上为正值。如果利率下调0.5%或1.0%，债券将表现良好。

我们对发达市场(DM)和新兴市场(EM)的投资级债券前景均持积极态度。投资级债券(尤其是发达市场的投资级债券)在取得收入的同时还可以对冲经济放缓的风险。与波动性较高的股票收益相比，目前债券5%至8%的收益率颇具吸引力。

短期而言，随着央行停止加息以及人们对2024年中期开始降息的预期增强，短期债券将受益最大。在此期间，美国政府今年将继续维持巨额预算赤字，因此将发行更多的长期债券，进而可能导致长期债券的表现不佳。随着时间的推移，当债务发行担忧缓解时，长期债券的环境应该会有所改善。目前，我们的策略是重点关注期限较短的债券，然后逐渐增加期限，以便在更长时间内锁定高收益。

鉴于其在疲软的增长环境下违约率可能会上升，我们对高收益债券的观点仍然是减配。

⁷ 不对称总收益是指不同情景下的潜在收益远大于潜在损失。



2024年展望

资产类别观点

外汇和大宗商品

我们认为，随着美国联邦储备委员会(美联储)的降息，美元将在2024年走弱。随着美国国债(UST)的收益率持续下跌，美元将不再从不断扩大的利差⁸中受益。但由于预计美国经济的表现仍好于欧洲和中国等地区和国家，美元可能会出现渐进式疲软。

我们对原油价格保持乐观展望，预计布伦特原油价格将在2024年上半年回升至每桶85美元。地缘政治紧张局势仍在加剧，而欧佩克+⁹国家可能进一步削减石油产量。

我们仍预计金价将于第二季度升至2,000美元以上并触及2,100美元。在面临经济增长疲软和地缘政治紧张局势加剧的情况下，黄金是一种避险资产。随着各国央行的加息周期接近尾声以及2024年降息的可能性，黄金需求将有所上升。投资者正在购买更多黄金作为投资组合的对冲，而各国央行也一直在增加黄金储备。随着地缘政治紧张局势加剧以及政治风险的不断出现，黄金的前景乐观。

⁸ 利差是指不同国家发行的相同久期债券的收益率之间的差异。

⁹ 欧佩克+是指石油输出国组织+，该组织由全球12个最大的石油生产国以及其他10个石油出口国组成。



热点专题

专题1: 目前利率保持高位, 但预计会降息	19
专题2: 预示高利率结束的因素	20
专题3: 利率下降时进行股息投资	21
专题4: 全球医疗保健将防御性和增长性融为一体	22

热点专题

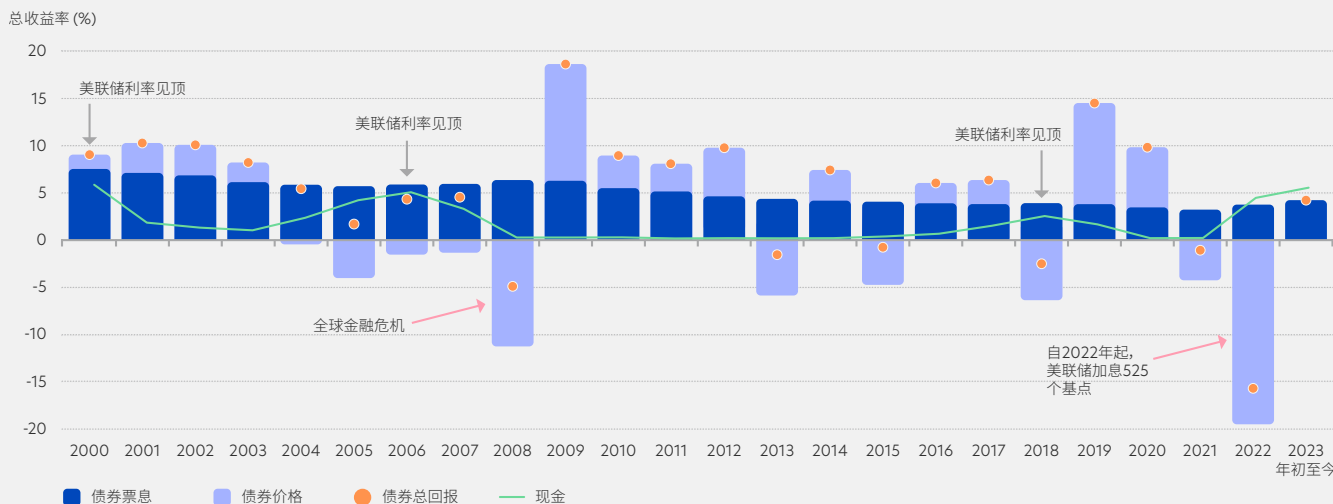
专题1: 目前利率保持高位，但预计会降息

在当前高利率的环境下，债券是重要资产类别。随着经济放缓，债券也将具有资本增值的潜力。即便利率下降的时间晚于预期，在等待期间债券也会产生定期收益。

由于通胀下降和未来降息预期，美国债券收益率已开始从2023年10月的峰值下降。

10月中旬，美国10年期国债收益率达到5%，为2007年以来的最高水平。此后下降至3.90%(截至12月22日)。上次美国联邦储备委员会(美联储)会议后，债券收益率大幅下挫，美联储主席杰罗姆·鲍威尔发表了比市场预期更为平衡的言论。利率可能已见顶，美联储可能从今年年中开始降息。

图8：债券可以带来现金无法提供的潜在资本增值



债券是指彭博美国企业投资等级指数。现金是指3个月期美国国库券。债券总收益是指债券票面利率加上债券价格变动。

来源：摩根资产管理(2023年11月30日)

美联储暂停加息政策后债券表现良好

当加息周期结束时，债券通常表现良好，不需要降息即可实现反弹。历史表明，当美联储的加息周期达到顶峰时，债券之后的表现往往比现金好得多(图8)。

随着经济的增长和通胀的放缓，2024债券收益率可能进一步下降

2024年债券收益率可能会继续下降。随着收益率的下降，债券的价格将上涨。增长的疲弱和通胀的放缓导致更低的利率预期，收益率也将随之下降。当短期利率下降时，通过持有现金来获得收益将变得不那么有吸引力。而由于价格可能上涨，持有高质量债券变得更具吸引力。

在增长放缓和利率下降之前锁定高收益

全球格局不确定性也对债券形成的支撑。增长放缓以及地缘政治风险可能随时导致股市剧烈波动。而作为避风港的高质量债券可以从股市的缓慢增长和经济疲软的情绪中受益。在增长放缓和利率下降前，投资者可以通过在投资组合中加入高质量债券来锁定收益率。

热点专题

专题2:预示高利率结束的因素

图9：表明高利率结束的因素



尽管预计央行不会进一步加息，但关键是还要等候多久才会降息。这取决于四个因素(图9)。

首先，最重要的是，在高利率结束之前，美国核心通胀率¹⁰将跌至美联储2%的目标。遏制通货膨胀是央行的首要任务。一旦通胀得到控制，如果需要支持经济增长，央行可以考虑降息。

第二个信号是就业市场疲软，失业率上升就表明出现了这一信号。如果市场上的就业机会减少，求职者就会降低对高工资的预期，这样工资就会下降，从而导致通胀下降。

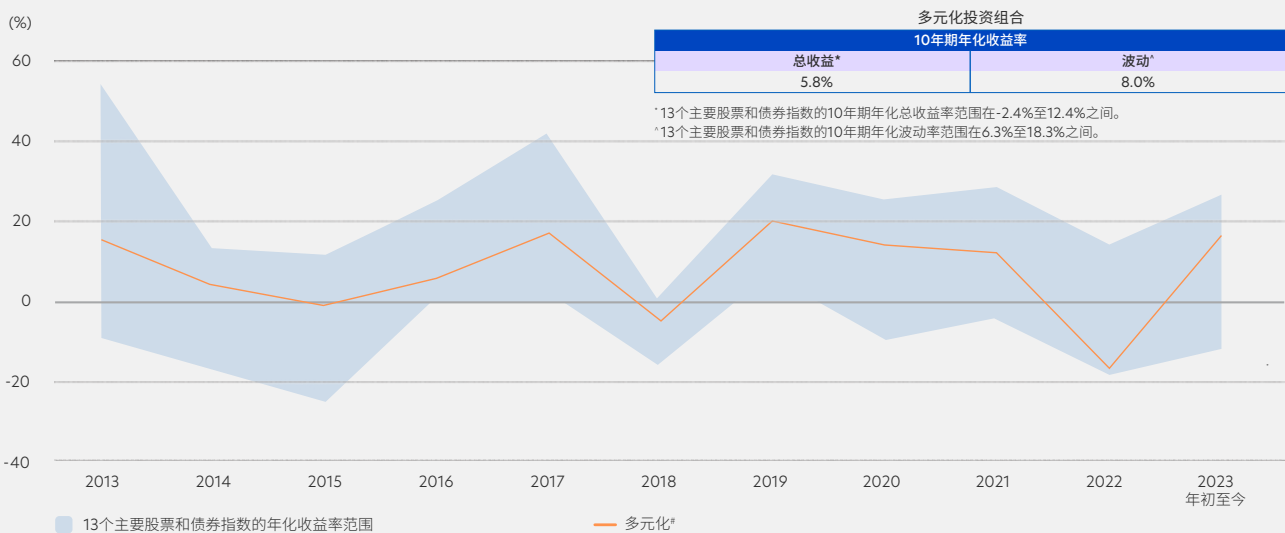
预示即将降息的第三个因素是经济严重恶化，因为随着就业机会的减少，人们将缩减支出。

最后一个因素，也是最可怕的因素，是银行实施更严格的贷款标准，结果就是随着不良贷款和违约率的上升，贷款的发放将减少。此时，在经济恶化的情况下，企业将面临经济活动疲软以及无法借贷、招聘受限和业务扩张的压力。

发现这些因素时，央行会将重点从遏制通胀转向通过降息支持经济增长，而这时也将是市场波动上升的时候。

今年上半年可能会出现更大的波动，因此在利率较高的情况下，我们建议您将投资组合分散到不同类型的投资中。随着时间的推移，跨不同资产类别、地区和行业的多元化投资组合会产生稳定的收益，而且其波动性低于完全由股票或债券组成的投资组合(图10)。

图10：随着时间的推移，多元化投资组合可带来稳定的收益，并伴随较低的波动性



#多元化是指60%MSCI世界指数和40%彭博全球综合债券指数。
来源：大华银行 PFS 投资策略、彭博社(2023年12月15日)

¹⁰ 核心通胀是指商品和服务价格的变化，不包括食品和能源价格。

热点专题

专题3: 利率下降时进行股息投资

由于预计2024年利率将下降，随着现金和债券收益率下降，派息股票将再次变得更具吸引力。高质量派息股票的波动性也低于大盘，因此在经济放缓的情况下，这些投资也变得更加重要¹¹。从历史上看，在通胀从峰值回落期间，派息股票的表现优于债券和大宗商品等其他资产类别¹¹，因为这些股票不仅可以带来收益，并且与成长型股票相比通常估值也较低。

亚洲的派息股票颇具吸引力

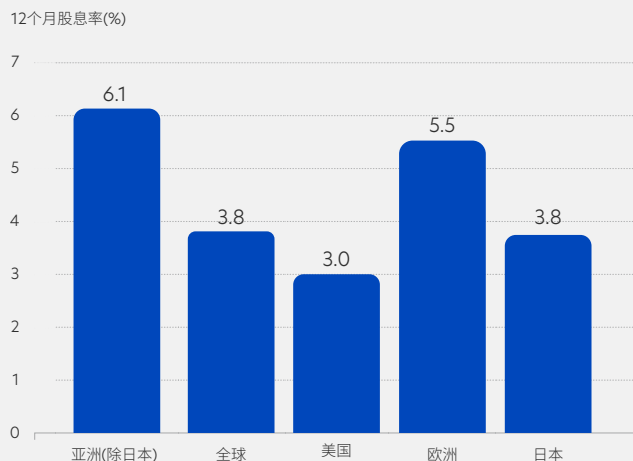
在亚洲股市中，股息发挥着关键作用。追踪高股息优质亚洲股票表现的MSCI亚洲(除日本)高股息指数，从众多市场中脱颖而出。目前其股息收益率为6.1%，远高于MSCI世界高股息指数的3.8% (图11)。因此吸引了那些因预期利率下降而希望从亚洲股票获得高额、稳定的股息收益的投资者。

与其他市场相比，亚洲派息股票的估值最低(图12)，因此亚洲的股息投资具有整体优势。

关注亚洲(除日本)的派息股票，以获得收益

我们对亚洲(除日本)持乐观态度，建议重点关注派息股。该地区具有弹性的商业活动使得企业能够保持稳定的股息分配。在债券收益率下降的情况下，股息补充收益的作用变得更加重要。

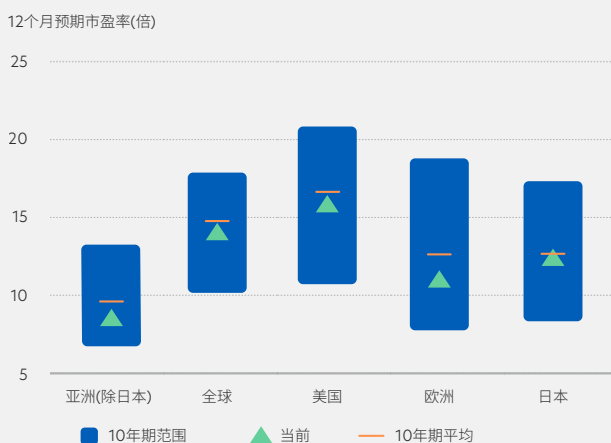
图11：在各大市场中，亚洲(除日本)公司的股息收益最高



亚洲(除日本)是指 MSCI AC 亚洲(除日本)高股息指数。全球是指MSCI世界高股息指数。美国是指MSCI美国高股息指数。欧洲是指MSCI欧洲高股息指数。日本是指MSCI日本高股息指数。

来源：大华银行PFS投资策略、彭博社(2023年12月15日)

图12：亚洲(除日本)股票估值比其他地区便宜



亚洲(除日本)是指MSCI AC 亚洲高股息指数。全球是指MSCI世界高股息指数。美国是指MSCI美国高股息指数。欧洲是指MSCI欧洲高股息指数。日本是指MSCI日本高股息指数。

来源：大华银行 PFS 投资策略、彭博社(2023年12月15日)

¹¹ 来源：大华银行投资洞察：大华月话，2023年9月

热点专题

专题4: 全球医疗保健将防御性和增长性融为一体

2023年，医疗保健行业表现落后于大盘。去年，人们热衷于炒作人工智能的新用途，再加上预期中的经济衰退并未发生，投资者

转向成长型行业，尤其是大型科技公司。今年，随着经济增长放缓，医疗保健等防御性行业可能具有优势。

防御性强，且今年盈利将实现正增长

由于整个经济周期对健康相关产品和服务的需求都非常稳定，医疗保健被视为防御性行业。与整个市场相比，医疗保健行业的韧性也能够更好地应对经济放缓的挑战¹²。此外，医疗保健

行业在2024年实现盈利增长的前景也变得乐观¹³。在经历一年疲软表现后，这可能成为医疗保健行业复苏的催化剂。

医疗创新正推动实现长期增长

医疗保健行业具有长期增长潜力，不仅是因为世界人口的老龄化，其他影响因素还包括早期疾病检测的持续改进以及技术和人工智能在医疗行业越来越多的使用，例如微创手术中的机器人辅助手术等。

这些增长趋势源于全球医疗保健系统对效率和成本节约的需求。因此，无论宏观经济挑战如何，这些趋势都可能会继续下去。如果投资者仅仅关注当前收入而忽视医疗创新的影响，就可能忽视这些机遇。

抗肥胖药物市场潜力达770亿美元

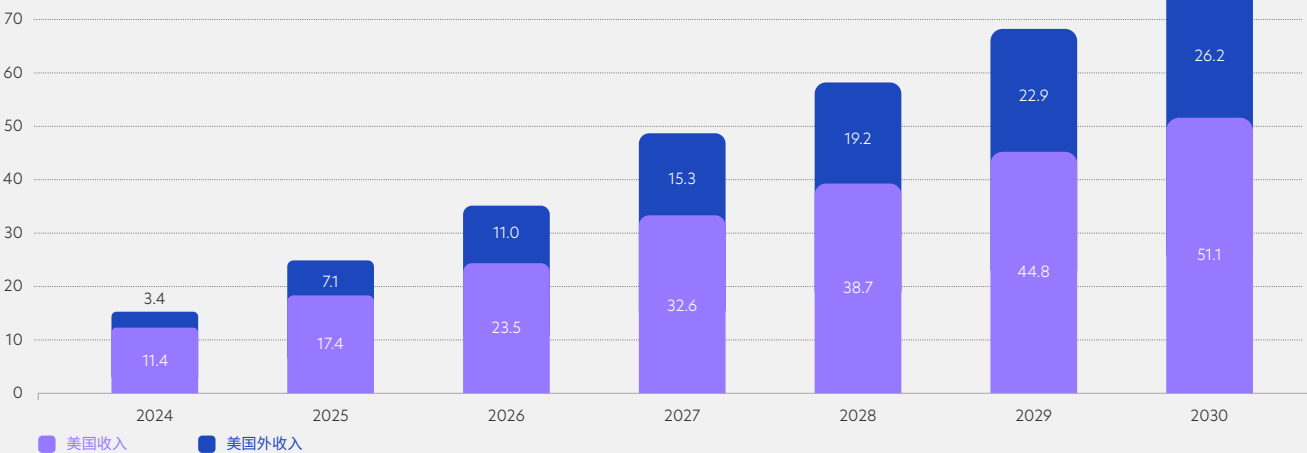
肥胖是一个全球范围内的慢性健康问题，影响超过7.5亿人。高肥胖率令人担忧，因为与肥胖相关的健康问题是可预防的过早死亡的主要原因之一，约占全球死亡总数的5%¹⁴。

最近的研究强调了体重管理的重要性，其不仅对肥胖本身而且对相关疾病的预防也很重要。最近一项关于肥胖相关

疾病的开创性研究表明，体重管理药物可以将心脏病、中风和心血管病死亡的风险降低20%¹⁵。随着GLP-1受体激动剂等新药的上市，肥胖治疗的行业规则可能会有所改变。摩根士丹利研究部估计，到2030年，全球抗肥胖药物市场总收入规模有可能达到770亿美元(图13)。

图13：到2030年，抗肥胖药物的收入将达到770亿美元

USD (in billion)



来源：摩根士丹利研究预测，肥胖药物将提振制药公司的增长前景(2023年9月6日)

¹² 来源：大华银行投资洞察：大华月话，2023年8月

¹³ 来源：盈利增长预测基于截至2023年10月31日的市场平均预估、FactSet、MSCI 和 AllianceBernstein (AB)

¹⁴ 来源：世界卫生组织，肥胖与超重，2021年6月9日

¹⁵ 来源：摩根士丹利研究，肥胖药物将提振制药公司的增长前景，2023年9月6日

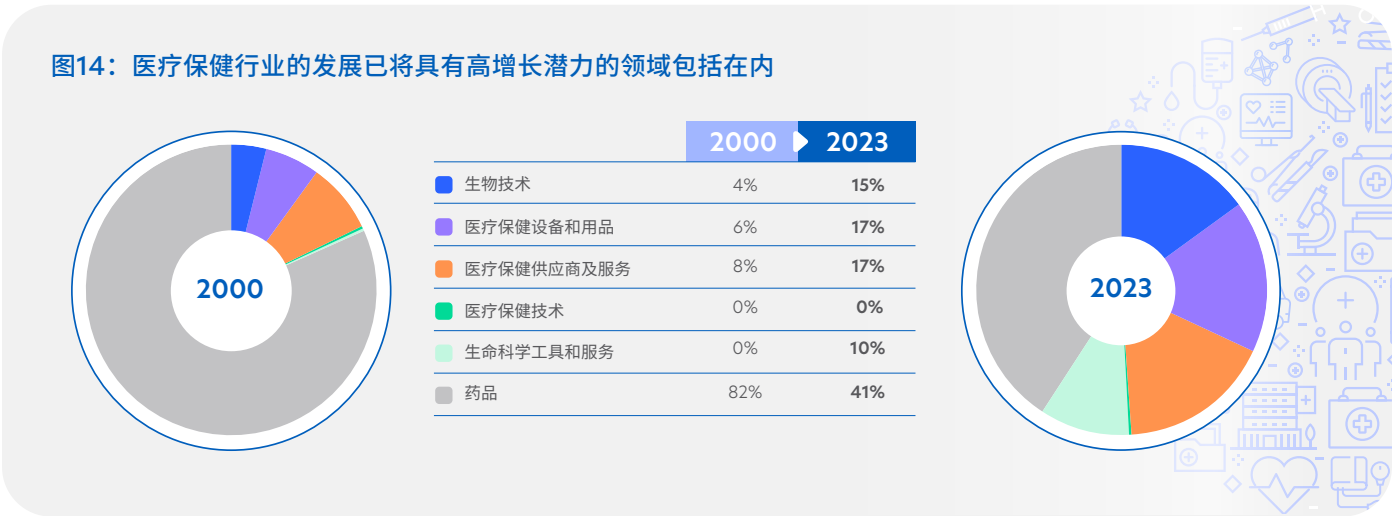
热点专题

专题4: 全球医疗保健将防御性和增长性融为一体

医疗保健行业将韧性和增长融为一体

在过去20年中，MSCI世界医疗保健指数的构成发生了重大变化。制药公司目前在该指数中占41%，而二十年前为82%。与此同时，生命科学工具和服务、医疗技术和医疗设备等其他具有较高增长潜力的行业目前在该指数构成中所占的权重更大(图14)。

随着医疗保健行业的不断发展，目前投资者可以接触到防御性制药公司以及行业内更广泛公司的增长机会。因此，2024年全球医疗保健仍然是我们的投资首选之一。



由于四舍五入，数字相加后可能不是100%。
来源:MSCI和AllianceBernstein(AB)(2000年12月31日和2023年9月30日)



投资者操作建议

构建自己的投资组合	25
核心配置	25
战术配置	26

投资者操作建议

构建自己的投资组合

大华银行的风险优先方法将为投资者的财富规划之旅打下坚实的基础，其目的在于通过充足的现金缓冲和适当的保险解决方案保护投资者的财富。随后，通过具有弹性的核心配置解决方案构建投资组合积累财富，满足投资者的长期财务需求，然后再通过战术配置解决方案增加财富，捕捉市场上出现的各种机会。

核心配置解决方案可以帮助投资者实现长期财务目标，并应对不同的市场周期。平均成本法可能是一个很好的建立核心配置的方法。之后，投资者可以考虑战术配置解决方案，专注于捕捉有针对性的短期机会，实现资本增长。需要注意的是，请务必让投资组合保持多样化，以适应各种市场条件。

去年，许多人都投资了防御性投资组合，将投资重点放在了债券上。随着全球经济的放缓，再加上央行加息周期接近尾声，债券的表现将趋良好，这种做法将获益。同时，还要考虑多资产策略，以实现多元化和取得收益。

如果债券敞口较低，仍有机会在较高债券收益率下跌之前锁定高收益率。定期存款和货币市场基金的短期收益良好，而债券基金和投资级债券则可以长期锁定高收益。担心可能出现经济衰退或地缘政治风险的投资者可以考虑增加债券配置。

如果愿意并且能够承担风险，请考虑战术配置投资首选，如全球医疗保健以及亚洲(除日本)和东盟等。如需了解关于这些配置的更多信息，请参考下文。

另一种战术配置策略是在价格便宜时逢低吸纳优质成长型股票，包括派息股票。目前正是从派付股息的强大公司中建立额外现金流来源，以便在现金和债券收益率下降时继续享受投资组合的收入良机。

图15：核心配置

多元资产策略

- 1 跨不同资产类别、行业和地区的多元化
- 2 抓住当前市场机遇
- 3 降低风险并帮助投资者实现长期财务目标

投资级债券

- 1 产生稳定的收益
- 2 利率下降时的潜在资本利得
- 3 对冲经济疲软

核心配置

多元资产策略

多资产策略是核心配置的重要组成部分，因为这样不仅可以帮助投资者实现投资组合多元化并降低投资组合的风险，同时还有可能以每月派息的形式获得定期收益。随着时间的推移，多元化配置方法可以产生稳定的收益，且波动性也较低(图10)。

逢低吸纳多资产策略投资，抓住不同市场周期和资产类别(如股票、债券和另类投资等)的机会。

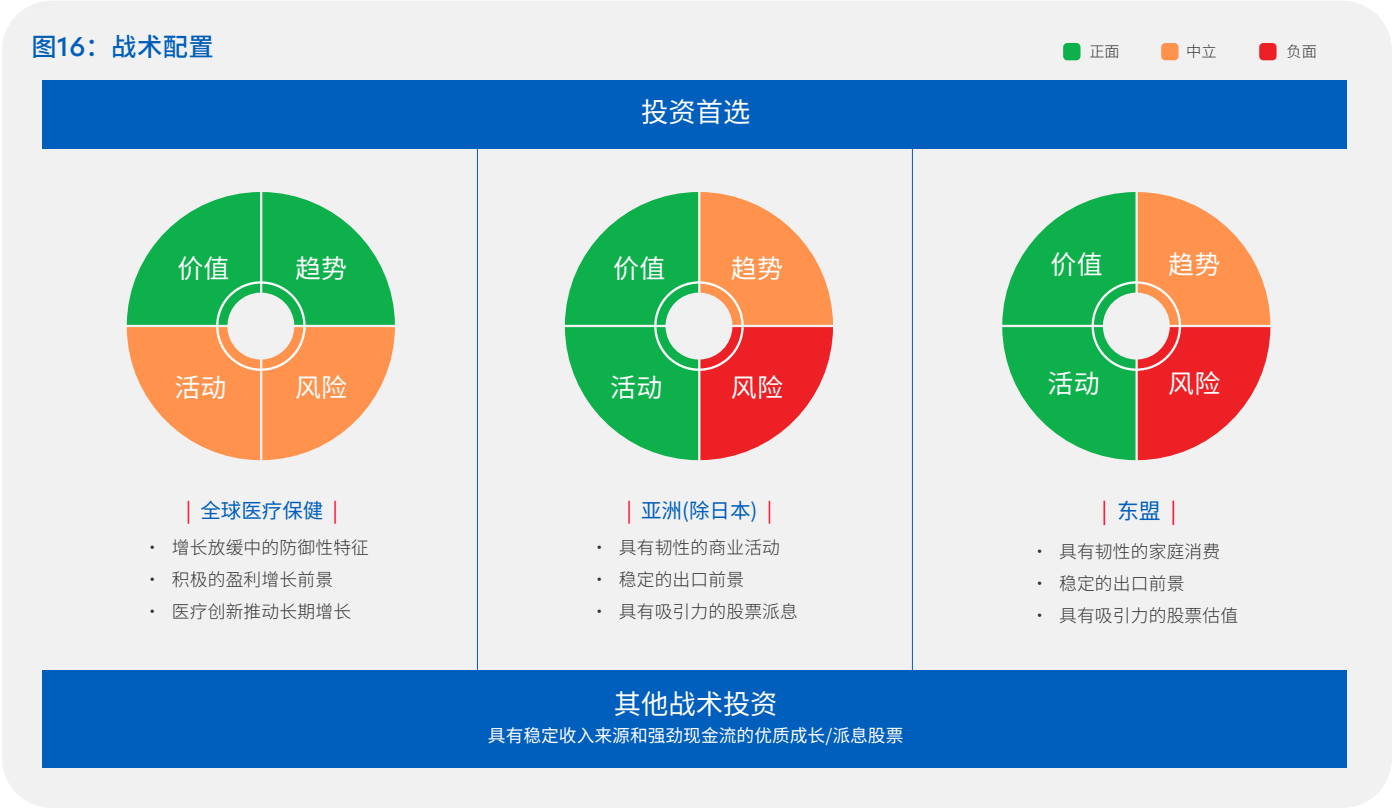
投资级债券

随着经济的增长和通胀的放缓，再加上央行最终的降息，我们预计投资级债券今年将表现良好。除当前高债券收益率带来的收益外，潜在的资本增值也可以提高债券的总收益。

在年初关注中短期债券，然后随着时间的推移，当债务发行问题缓解时，逐步转向较长期限的债券。

投资者操作建议

战术配置



关于VTAR框架的更多信息，请参阅我们的VTAR方法论。

投资首选

投资首选是大华银行个人金融服务投资委员会根据24个月展望，使用我们的VTAR框架通过严格的研究和审议流程筛选出来的

投资机会。该框架提供了金融市场的整体视图，并识别跨资产类别、行业、地区和时间周期的投资机会。

全球医疗保健

全球医疗保健具有短期和长期两种投资机会。

由于其防御性，在增长放缓时医疗保健行业可能比大盘更具韧性。医疗保健行业的正盈利增长前景可能会提振其在2024年的表现。

长期驱动因素包括诊断和生命科学服务、医疗保健技术和设备方面前景广阔的发展。抗肥胖药物的医疗创新和开发也可能出现指数级增长，预计到2024年，抗肥胖药物的潜在市场总收入将达到770亿美元。



投资者操作建议

战术配置

亚洲(除日本)/东盟

亚洲的经济活动可能会好于美国和欧洲。历史表明，当亚洲经济增长超过发达市场的同行时，亚洲股市的表现也将更好¹⁶。此外，亚洲市场还提供颇具吸引力的股票股息(图11)，这将有助于亚洲地区的股市在今年脱颖而出。

就东盟而言，预计家庭消费将保持弹性，而出口前景也将趋于稳定。股票估值也很有吸引力。

其他战术配置解决方案

在价格便宜时逢低吸纳优质成长型股票，包括派息股票。

鉴于其稳定的现金流和强劲的资产负债表，预计在增长放缓的环境中优质成长型股票的表现会更好。

目前正是从派付股息的强大公司中建立额外现金流来源，以便在现金和债券收益率下降时继续享受投资组合的收入的良好时机。优质的派息股票可帮助投资者抓住这一机会，且亚洲(除日本)的股票现在就提供颇具吸引力的股息。

¹⁶ 来源：大华银行投资洞察：大华月话，2023年12月

我们的策略

大华银行“风险优先”策略

29

大华银行VTAR方法论

30

我们的策略

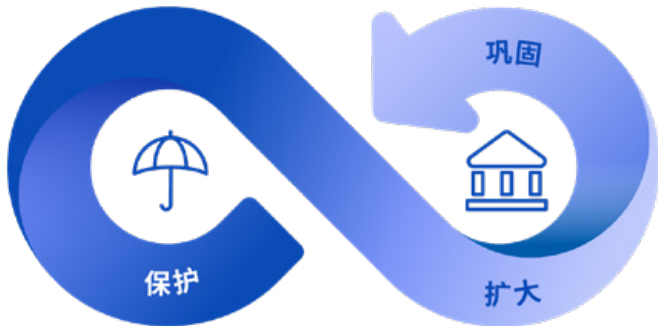
大华银行“风险优先”策略

由于随着全球经济增长放缓，金融市场可能会持续波动，投资者在投资过程中可能会面临各种不确定性。

而我们的“风险优先”策略可确保您在考虑希望实现的投资回报前，先了解其风险偏好，并以此作为自身财富之旅的起点。

只有这样，才可以避免您在实现财务目标的过程中承担过多的风险。

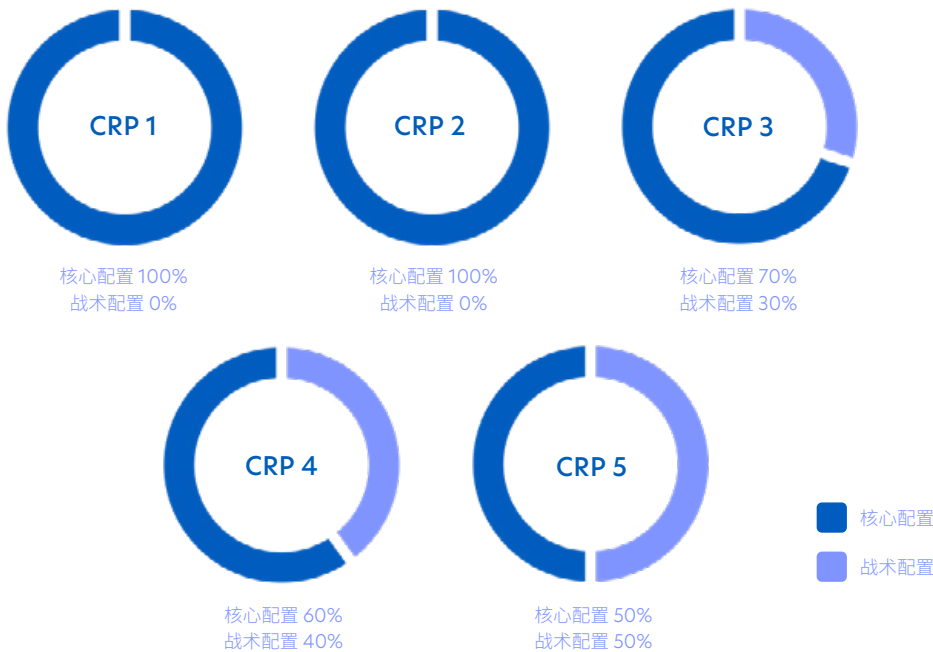
在实际操作中，我们的风险优先策略还可以帮助您保护您辛苦积累的财富，然后再通过适当的资产配置来创造和增加财富。



根据您的客户风险状况(CRP)推荐最佳投资组合。最多30%、40%或50%分配给战术投资领域，其余则固定在核心投资领域，具体根据您的风险状况而定。

核心配置往往风险较低，旨在帮助投资者实现长期目标。从本质上讲，核心配置的持有期限横跨整个市场周期，且可以带来定期收益。核心配置往往跨资产类别、行业 and 地区实现多元化。

战术配置侧重于捕捉有针对性的短期机会。其目标是资本增长，但也可以纳入各种收益策略。

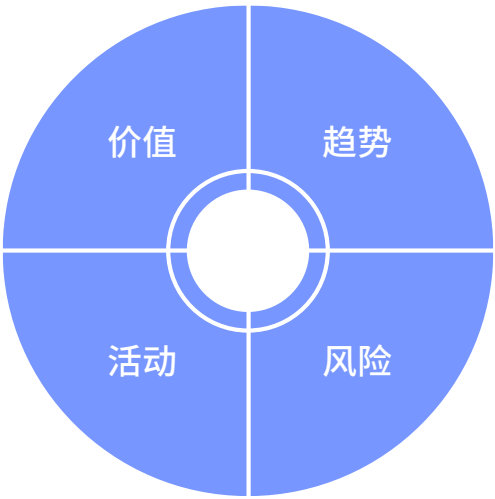


我们的策略

大华银行VTAR方法论

我们的VTAR框架专注于通过价值、趋势、活动和风险(简称“VTAR”)四大模块对大量金融数据进行分析。该框架提供了金融市场的整体视图，并识别跨资产类别、行业、地区和时间周期的投资机会。

大华银行个人金融服务投资委员根据我们首席投资官的市场和资产类别观点充分研究这些见解，并结合关键风险，最终达成共识，以确定每个潜在投资主题的吸引力。



	目标	常见指标
价值(V)	确定具有吸引力的估值和收益潜力的投资。	• 市盈率(P/E率) • 收益增长率(EPS 增长率) • 期权调整价差(OAS)
趋势(T)	了解投资趋势。	• 简单移动平均线(MA) • 相对强弱指数(RSI) • 资金流动
活动(A)	了解可能影响投资业绩的宏观环境和业务活动。	• 中央银行政策 • 综合采购经理人指数(PMI) • 工业生产(IP)和零售销售
风险(R)	确定关键市场风险和潜在的缓解因素。	• 地缘政治事件 • 特定行业或地区的活动 • 新闻流



诚挚如一

重要通知和免责声明

本出版物所载的资料仅供参考之用，不具有任何义务。本出版物不是也不应被视为买卖任何投资或保险产品的要约、推荐、邀请或建议，且任何人不得以任何目的予以传播、披露、复制或依赖文中信息。有关投资或保险产品的任何描述(如有)均完全符合该投资或保险产品的条款和条件，以及该投资或保险产品的招股说明书或构成文件(如适用)。本出版物中的任何内容均不构成会计、法律、监管、税务、财务或其他建议。如有疑问，您应就文中讨论的议题咨询您的专业顾问。

本出版物中包含的信息，包括任何数据、预测和基本假设，均基于特定假设、管理预测和对已知信息的分析，并反映了截至出版日期的当前情况，所有这些信息均可能随时发生变动，恕不另行通知。尽管已尽一切合理努力确保本出版物所含信息的准确性和客观性，大华银行有限公司(以下简称“大华银行”)及其员工均不作任何形式的明示、暗示或法定陈述或保证，也不对文件内容的完整性或准确性承担任何责任。因此，大华银行及其员工对文中出现的任何错误、不准确之处、遗漏或任何人士因信赖本出版物所载的意见或资料而引致的任何后果或任何损失/损害一律不承担任何责任。

本出版物中包含的关于(包括但不限于某些国家、市场或公司的)未来事件或业绩的任何意见、预测和其他前瞻性陈述不一定代表实际事件或结果，可能与实际事件或结果有所不同。文中信息不考虑特定的目标、财务状况和任何特定人士的特殊需求。投资者在投资任何投资或保险产品之前，不妨寻求独立财务顾问的意见。如您选择不寻求有关意见，则您应考虑有关投资或保险产品是否适合您。如果英文版和中文翻译版之间有任何不一致之处，或含义有任何不同，应以英文版为准。