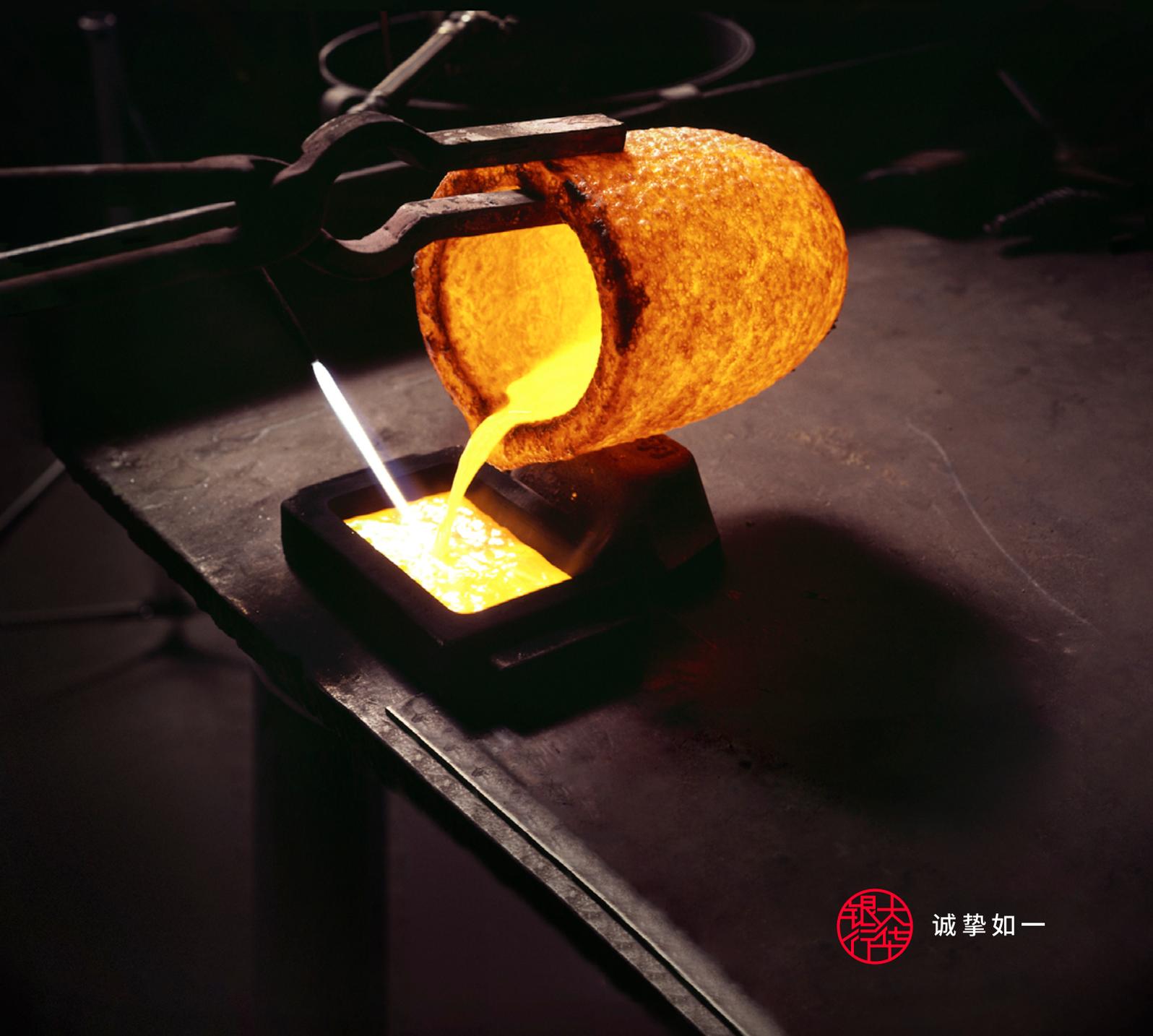


2023年下半年市场展望

# 锻造韧性： 面对严峻的形势砥砺前行





# 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

**解思远**  
实习生

## 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**  
**胡议凡**

### 马来西亚

**陈荣友**  
**岑韦升**

### 泰国

**Suwiwan Hoysakul**

**Boonnisaed Thanyaworaanan**

### 中国

**黄丽鹂**

### 印度尼西亚

**Diendy**



# 目录

序言	04
2023年下半年宏观展望	05
<b>2023年下半年市场展望</b>	
经济展望	07
资产类别观点	09
聚焦各国	12
经济预测	15
<b>热门话题</b>	
经济放缓，但尚未陷入衰退	17
经济脱钩趋势令人担忧	19
中国经济复苏不平衡	23
人工智能：具有潜在变革性， 但长期影响仍不清晰	29
60/40投资组合仍然有意义，但需要调整	31
<b>投资策略建议</b>	
引言	33
核心配置	33
战术配置——投资策略推荐	34
<b>我们的策略</b>	
我们独有的“风险优先”策略	38
我们的VTAR四要素分析法	39

# 序言



**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

2023年上半年的形势既在预期之内，又有出乎意料之处。

核心的通胀问题仍然较为棘手，但正如我们的预期，全球总体通胀正逐渐缓和，同时全球经济增长也开始放缓。因此，尽管政策利率预计将在较长时间内保持高位，但全球货币政策紧缩周期接近尾声的可能性越来越大。

然而，银行业的信任危机一直困扰着我们，这场危机已导致美国三大地区性银行的倒闭以及(在美国境外)瑞士信贷被瑞银集团收购。如果美国商业房地产爆发危机，银行业的担忧是否会重新浮现还有待观察，但系统性风险的可能性不大。

人们对疫情后中国经济复苏的不平衡也感到失望，因为许多人曾期望中国能够释放被压抑的需求，从而支持全球经济的发展。

到2023年下半年，全球经济增长可能进一步放缓，而商业和消费者信心可能转弱。其他不确定因素包括短期内无解的俄乌战争、中美关系的持续紧张以及中国的商业和消费者信心是否有所改善。

尽管短期内经济和地缘政治风险形势严峻，但希望我们的投资见解能够帮助您构建强大且有韧性的投资组合，进而实现长期财务目标。

# 2023年下半年 宏观展望

回顾今年上半年，2023年初我们强调的两个不利因素(货币政策的不确定性和通货膨胀)很可能已成为过去。美联储和其他中央银行的紧缩周期接近尾声，随着经济的放缓，通胀压力也在逐渐缓解。当前我们面临的是经济方面的不确定性，尤其是全球经济放缓的速度。

虽然近期的银行业动荡不太可能引发系统性风险，但我们仍需要密切观察银行信贷状况以及其对更加广泛经济活动的影响。此外，我们还需要注意美国商业房地产面临的风险，因为这可能会给银行业和更广泛的经济情绪造成影响。其他需要密切关注的关键领域包括劳动力市场指标、消费者的消费习惯和企业的盈利。

经济周期可以划分为四个明确且必然的阶段。现在我们已经过了经济周期的顶峰，进入到了放缓阶段，但人们很难准确预测经济衰退

何时开始或将持续多久。虽然经济增长放缓，但最近的数据表明经济衰退并非就在眼前。

至于近期股市的分化(美国和日本的表现优于新兴市场)以及大盘股的表现优于小盘股，目前尚无法判断未来几个月这些趋势是否会持续或发生逆转。在情况明朗之前，审慎的投资组合策略是针对不确定因素采取防范措施。

在经济周期的顶峰过后，投资者要建立防御性和多元化的投资组合，缓冲近期可能出现的动荡，尤其是在金融环境日趋收紧对经济增长的拖累超出预期的情况下。与此同时，由于劳动力市场和服务业的表现依然强劲，仍有大量投资机会可供利用。

图1：宏观主题和投资路线图



来源：大华银行个人金融服务投资策略。

# 2023年下半年展望

- 07 经济展望
- 09 资产类别观点
- 12 聚焦各国
- 15 经济预测



# 2023年下半年展望

## 经济展望

经济周期包括复苏、扩张、放缓和收缩四个主要阶段。当然，每个经济周期的持续时间和规模各不相同，也可能会因不可预见的冲击而被短暂扭曲。但总体来说，经济周期都会遵循类似的四个阶段周而复始的循环。

在当前的经济周期中，我们目前处于放缓阶段。过去六个月的数据表明全球经济呈现双轨复苏格局。一方面，全球制造业和贸易明显放缓，商业情绪趋向谨慎。另一方面，世界各地的劳动力市场表现依然强劲。再加上旅游业的蓬勃发展，服务业也从中受益。

这些因素无不表明，虽然经济增长正在放缓，但衰退并非就在眼前。尽管如此，经济周期后期的其他弱点已经显现出来，例如对美国区域性银行经营状况的担忧、许多国家房屋销售量和价格的下滑以及美国商业房地产的隐忧等。

在美国三大区域性银行(硅谷银行、签名银行和第一共和银行)倒闭以及瑞银和瑞信被迫合并后，预计近期银行系统的风险蔓延将因强有力的政策干预而受到遏制，但金融状况是否会收紧并抑制经济增长仍有待观察。

此外，我们还需要注意激进的货币紧缩政策对经济的滞后效应。新西兰的情况就非常值得引起我们警惕——在新西兰储备银行(RBNZ)在过去20个月内实施了525个基点(bps)的政策紧缩之后，新西兰经济于2023年第一季度陷入技术性衰退。请注意，2021年10月新西兰联储成为了世界上最早开始加息周期的央行之一，而美

联储(Fed)直到2022年3月才开始加息周期。未来六个月，其他经济体很快就会感受到政策紧缩的滞后影响，这只是时间问题。这一情况可能引发劳动力市场疲软、家庭资产负债表恶化和消费疲软等潜在问题。

另外，俄乌战争尚未得到解决，而且进一步的冲突还有可能以新的方式蔓延到全球经济。

虽然发达市场(DM)经济体预计将逐渐放缓，但新兴市场(EM)经济体的表现预计将表现更优。我们承认，到目前为止，中国的经济复苏并不均衡，出口和制造业活动因全球需求疲软而放缓，而国内消费则受到旅游和服务支出的支撑。短期来看，中国经济增长可能令人失望，但中国未来24个月的经济前景是乐观的。中国的有利条件之一是人民币存款的急剧增加。一旦企业和家庭信心改善，中国积累的人民币存款可能会导致投资和支出大幅增加。

中国政府也清楚地意识到增长的风险，已经开始通过降息来支持经济。预计中国政府还将采取更有针对性的刺激措施。我们仍然预计2023年中国的GDP增长率将达到5.6%，远高于国际货币基金组织(IMF)对今年全球GDP增长2.8%的预测。

一旦中国经济开始走强，全球需求复苏提振区域性出口，预计亚洲和东盟将从中受益，许多地区央行已开始暂停加息周期，以支持经济增长。

## 2023年下半年展望

### 经济展望

#### 通胀

2023年伊始，通货膨胀还是我们面临的一大利空和未知因素。但到目前为止，通胀方面的局势逐渐明朗起来，并且出现了积极的变化。虽然核心通胀仍然高企，但总体通胀已从峰值回落，显示出明显的通胀下行趋势。与2022年同期相比，在一定程度来说，这是高基数效应所带来的结果。

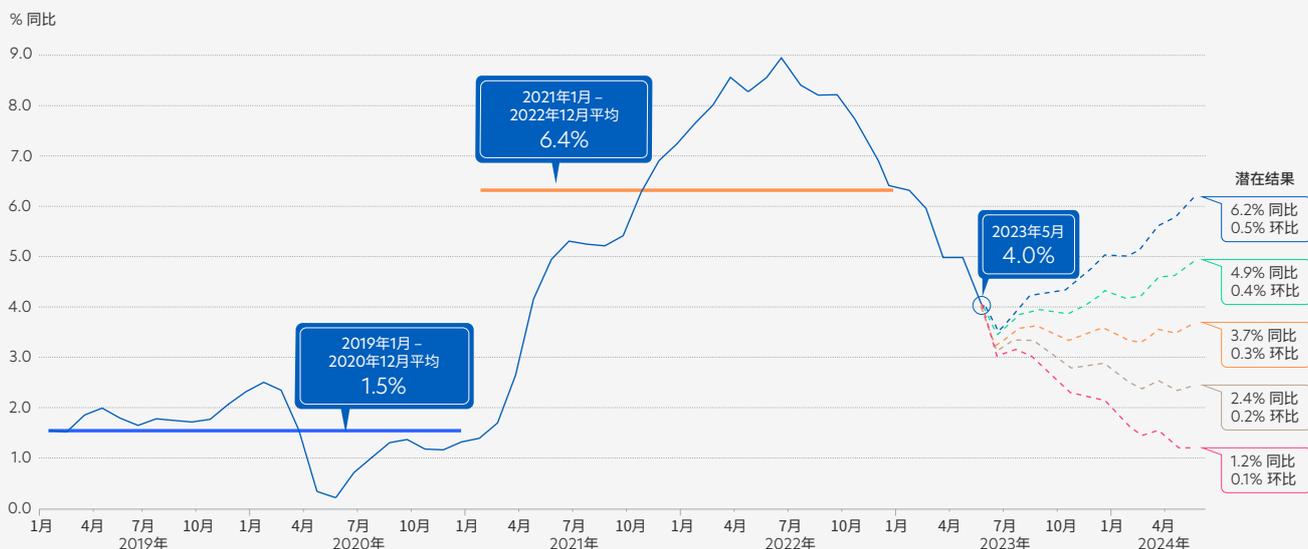
在图2中，我们根据不同的月环比情景绘制出了美国总体消费者价格指数(CPI)同比可能出现的结果。如果在接下来的12个月里CPI持续保持在0.2% 环比增长的话，同比整体CPI将降至2.4%。通胀下行<sup>2</sup>趋势或将持续到2024 年中期。

虽然我们仍需密切关注能源价格，但人们对今年剩余几个月的原油供应短缺的担忧已经缓解。经济增长放缓，给需求前景蒙上了阴影，许多国家与运输相关的通胀已经开始下降。

商品价格起伏不定，但也呈下降趋势。住房成本仍然居高不下，同时也是通胀的主要驱动因素，但我们发现有令人鼓舞的迹象表明这种情况正在开始缓解。

随着全球经济放缓将抑制消费需求并缓解劳动力市场紧张状况，我们预计通胀将会下降。

图2：美国总体CPI显示出明显的通胀下行趋势



来源：大华银行个人金融服务投资策略、Macrobond、彭博社(2023年6月30日)。

#### 中央银行政策

经济周期的放缓阶段也意味着全球货币政策紧缩即将结束。上半年银行业的动荡也有好的一面，即银行贷款的收缩可能会部分抵消进一步收紧货币政策的必要性。

从乐观的角度来看，国际货币基金组织认为，尽管随着主要央行竭力遏制通胀，利率现在处于高位，但“当通胀重新得到控制时，发达市场央行可能会放松货币政策，使得实际利率将恢复到新冠疫情前的水平”。

国际货币基金组织的内部分析还表明，当前的高利率“可能只是暂时的”，发达经济体的利率将回落至“零利率下限”附近。

但我们应对国际货币基金组织的展望持谨慎看法，因为相关分析中并没有给出利率何时恢复到新冠疫情前水平的时间表。未来几年，利率可能会降至较低水平，但短期内不太可能恢复到接近于零的水平。

我们认为，央行政策利率将在未来六个月内见顶，但仍将保持在高位。降息可能只会在2024年发生。

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，通常分为环比和同比两种比较。

2 通胀下行是指随着时间的推移，商品和服务价格上涨的速度放缓。

# 2023年下半年展望

## 资产类别观点

### 股票

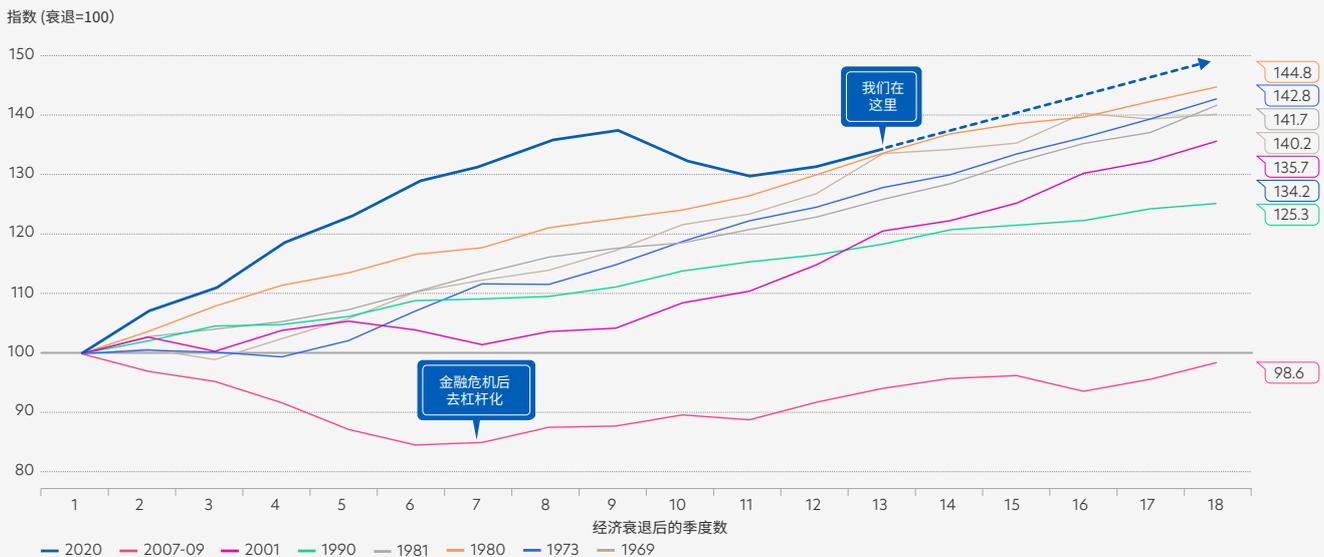
2023年上半年，全球股市的表现基本好于预期，打破了年初的悲观预期。超预期的经济数据、强劲的劳动力市场、强于预期的企业盈利以及人工智能热潮，创造了科技股上涨同时波动性保持在低位的“金发姑娘”局面。但现在的问题是，这种反弹是否可持续，尤其是考虑到美联储(Fed)预计不会很快降息的情况。随着每个经济周期都以收缩阶段结束，股票也将面临盈利风险。

牛市和熊市阵营都有有效的论据支持。市场基本面和发展动态表明，随着经济衰退推迟到2024年，全球股市短期内将逐渐走高，但在当前的经济放缓阶段，这种走势可能会出现波动。

我们对美国股市维持中性展望。虽然企业的盈利好于预期，但经济增长放缓、估值偏高以及近期股市反弹的广度较小<sup>3</sup>等都令人担忧。此外，市场还消除了美联储年底前降息的预期，当投资者面临利率在较长时间内将保持在高位的现实时，这一情况可能会成为股市的逆风。新一轮的美国银行业冲击或美国商业房地产危机也可能给股市带来下行压力。

从积极的角度来看，如果经济数据意外好转，股市的涨势也可能会持续。另一个需要强调的是，自2022年第二季度以来，标普500指数(不含能源板块)的每股盈利(EPS)同比增长一直在下降，但市场认为收益下滑趋势将于今年第三季度结束，盈利增长将在2024年第二季度有所改善。

图3：美国家庭资产负债表增长强劲，抛售股票的必要性有限



来源：大华银行私人银行、Macrobond、美国联邦储备委员会(2023年6月30日)。

<sup>3</sup> 请参阅下文的热门话题“人工智能：具有潜在变革性，但长期影响仍不清晰”。

# 2023年下半年展望

## 资产类别观点

### 股票 (续)

图3表明，自2020年新冠疫情引发经济衰退以来，美国家庭的资产负债表急剧增长，因此即使经济放缓，美国投资者也无需出售股票。

令人鼓舞的是，在今年前100个交易日标普500指数上涨了9.2%。历史表明，标普500指数在此期间上涨8.0%或以上通常会带动指数在年内剩余时间里实现更多上涨。

考虑到上述因素，年底时标普500指数可能会高于当前水平。尽管如此，当前的走势很可能是缓慢走高，而非急剧上涨，中间可能被短期修正打断。在此情况下，应谨慎维持多元化的投资组合，保持选择性投资，避免集中风险，并避免追涨。

我们对欧洲股票维持减持观点。欧洲央行(ECB)进一步收紧政策的风险显而易见，欧洲央行的官员们表示在通胀问题上“需要采取更多行动”。

在亚洲(日本除外)，短期前景谨慎，因为出口订单放缓将给区域制造商带来压力。尽管如此，由于股票估值具有吸引力，我们仍对24个月的中期前景保持乐观。区域内通胀也更加温和，一些亚洲央行在暂停加息方面领先一步。此外，加上强劲的国内消费，这些都成为积极的结构性驱动因素。

今年迄今为止，日本股市的表现明显优于其他市场。受沃伦·巴菲特增持日本贸易公司股份、外资流入、大量企业股票回购、低估值和日元贬值的推动，东证股价指数(TOPIX)触及33年来的新高。日本股市有动量驱动的趋势，这意味着不排除进一步上涨的可能性，但日本央行(BOJ)收紧货币政策的任何意外转变都可能使局面复杂化。此外，我们还需要关注日元，因为日本政府可能会介入支持日元，以抑制输入性通胀。日本央行的干预可能会消除日本股市的一个有利因素。

## 2023年下半年展望

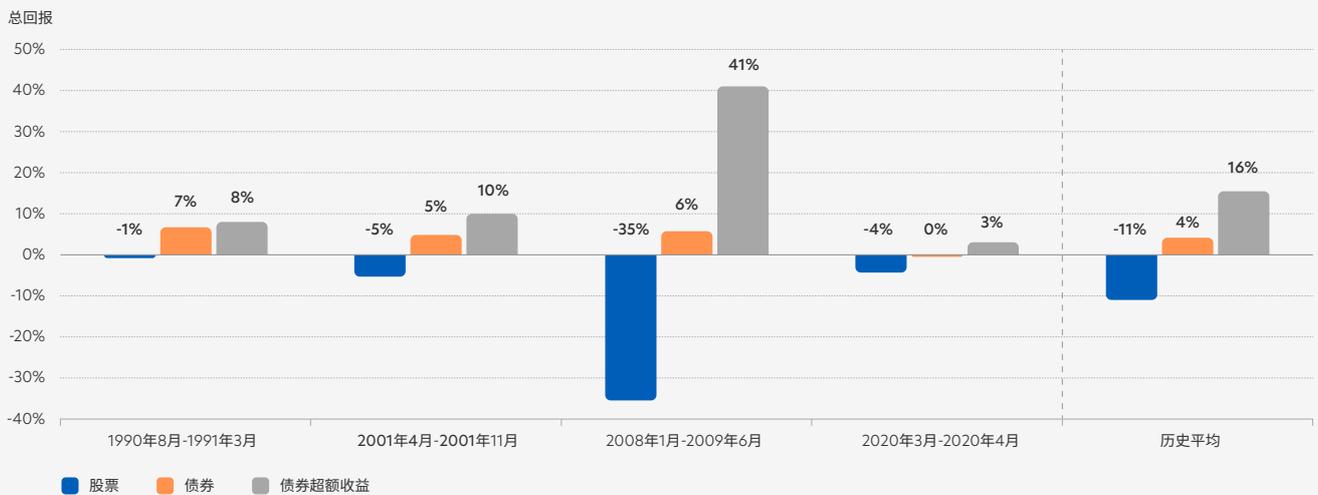
### 资产类别观点

#### 固定收益

随着收益率接近周期性高点、货币政策紧缩接近尾声以及全球经济放缓，债券受到人们的青睐。如图4所示，在经济放缓和收缩阶段，债券的表现往往优于股票。

随着加息周期接近尾声和利率见顶，我们当然要锁定更高的收益率。此外，我们还想强调，在经济放缓的情况下，提高资产质量将非常重要。我们对投资级债券继续保持增持配置，投资者可以获得有吸引力的收益率，而无需承担不必要的违约风险。

图4：在经济放缓和收缩阶段，债券的表现往往优于股票



来源：摩根资产管理。股票回报率基于MSCI全球基准指数总回报指数。债券回报率基于彭博全球综合总回报指数(未对冲)(2023年6月30日)。

#### 外汇与商品

美元(USD)的任何短期上行都可能是短期的逆趋势。相反，我们认为，随着美联储政策紧缩周期即将结束，美元将于2024年第二季度走低。

我们对黄金的前景保持乐观，因为在经济衰退担忧加剧的情况下，实际利率将继续下降，而2024年美元将继续走弱。地缘政治突发事件也会给黄金提供避险提振。

就原油而言，在经济增长放缓的情况下，全球原油需求存在下行风险。但由于全球对俄罗斯海运原油的制裁，我们对原油供应持谨慎态度。此外，沙特向卖空投机者发出了“小心”警示，暗示OPEC+存在进一步减产的可能性。我们预计，由于新兴市场国家的需求强劲、OPEC+积极的产量管理所造成的供应量减少以及基础设施投资的匮乏，油价将上涨。

# 2023年下半年展望

## 聚焦各国

美国 2023	
GDP (同比%)	0.8%
CPI (同比%)	3.0%

**股票：**随着经济放缓并接近收缩阶段，美国股市面临潜在的盈利下调风险。请重点关注优质成长型股票和全球医疗保健等防御性板块。

**固定收益：**在美国经济增长放缓、通胀逐渐呈下降趋势以及避险需求增加的情况下，到2023年底，10年期美国国债收益率可能跌至3.20%。

**货币：**美元指数(DXY)短期内将受到支撑，因为美联储(Fed)可能会再加息一到两次25个基点，然后到2023年底走弱至99.9。

欧元区 2023	
GDP (同比%)	0.1%
CPI (同比%)	5.5%

**股票：**欧洲股市可能继续面临重大风险，估值可能仍低于以增长为主导的美国股市。保持谨慎，因为最近的数据表明未来经济增长将进一步放缓，而欧洲央行(ECB)仍将采取更多紧缩政策。

**固定收益：**欧洲中央银行(ECB)可能会在2023年7月前最后一次加息0.25%，并在2023年剩余时间内将再融资利率维持在4.25%。然而，如果通胀未大幅放缓，2023年7月之后欧洲央行可能仍会加息。

**货币：**与美联储相比，欧洲央行未来可能会采取更多紧缩政策，这可能导致到2023年底欧元对美元汇率升至1.12。

日本 2023	
GDP (同比%)	1.0%
CPI (同比%)	3.5%

**股票：**日本股市可能会进一步上涨，因为全球投资者对日本股市的持仓仍然不足。预期日本工业生产将从低基数处回升，工业板块可能会从中受益。此外，日本非必需消费品股票将受到工资强劲增长的支持。

**固定收益：**由于对货币政策的评估可能持续12到18个月，日本央行(BOJ)可能需要更长的时间来解除超宽松货币政策，也不太可能在短期内取消其收益率曲线控制<sup>4</sup>(YCC)政策。

**货币：**由于目前日本央行不太可能退出宽松的货币政策，日元的疲软态势可能会持续到2023年第三季度，到2023年底日元对美元汇率将升至138。

<sup>4</sup> 日本的收益率曲线控制策略旨在保持低利率，进而刺激经济并将通胀率提高至2%。具体来说，将短期政策利率设定为-0.1%，并寻求将10年期日本政府债券收益率固定在0%左右，同时将波动限制在0%上下的0.50%内。

## 2023年下半年展望

## 聚焦各国

中国 2023	
GDP (同比%)	5.6%
CPI (同比%)	0.8%

**股票：**2023年下半年中国的消费驱动型复苏应会继续，同时企业盈利状况有望改善。鉴于中国的低通胀，中国政府可能会继续保持支持增长的立场。短期内，中国股市表现可能会落后于其他股市。地缘政治的不确定性依然存在，而人民币的疲软需有所改善。中期来看，我们对中国经济和消费的前景保持乐观态度。

**固定收益：**中国人民银行宽松的政策立场仍然支持中国债券，但选择仍然是关键。投资者应继续看好优质投资级债券。

**货币：**人民币(CNY)的复苏可能会推迟到2023年第四季度，届时中国经济将在2023年底恢复动力。尽管如此，我们预计到2023年底，人民币对美元汇率将反弹至7.10。

新加坡 2023	
GDP (同比%)	0.7%
CPI (同比%)	5.0%

**股票：**新加坡股市目前处在合理估值附近，但要留意全球贸易显著放缓和持续通胀压力的风险。可以关注那些能受益于中国经济复苏和利率见顶的股票。

**固定收益：**在货币政策周期发生转变之前，新加坡债券收益率可能会继续低于美国债券收益率。到2023年底，新加坡10年期政府债券收益率可能会降至2.70%。

**货币：**由于新加坡元被视为区域避险货币，人民币疲软对新加坡元的影响可能有限。预计到2023年底，新加坡元对美元汇率将达到1.35。

马来西亚 2023	
GDP (同比%)	4.4%
CPI (同比%)	2.8%

**股票：**由于2023年下半年旅游相关行业可能进一步复苏，马来西亚股市可能会受到合理估值的支撑。但全球经济放缓、金融环境趋紧、中国经济复苏不平衡以及即将举行的州选举的不确定性等风险依然存在。

**固定收益：**由于马来西亚通胀预期可控且国内增长前景强劲，预计在2023年，马来西亚国家银行(BNM)会将利率维持在3.00%，这对债券市场有利。

**货币：**由于人民币疲软、油价低迷以及即将举行的州选举，马来西亚林吉特(MYR)可能会以较慢的速度恢复强势。预计到2023年底，马来西亚林吉特对美元汇率将达到4.60。

## 2023年下半年展望

## 聚焦各国

泰国 2023	
GDP (同比%)	3.1%
CPI (同比%)	2.7%

**股票：**泰国股市的估值仍然具有吸引力，但盈利水平的持续下调可能会给市场带来阻力。一旦中国消费复苏加速，泰国的零售、医疗保健和旅游业可能会从中受益。

**固定收益：**在今年剩余时间内，泰国央行可能会将最终利率维持在2.00%。因此，预计2023年平坦的收益率曲线将继续保持不变。

**货币：**尽管最近受到人民币疲软和中国游客人数低于预期的拖累，但到2023年底泰铢(THB)对美元汇率可能会升至34.0。

印度尼西亚 2023	
GDP (同比%)	5.0%
CPI (同比%)	3.8%

**股票：**盈利增长(除煤炭板块)预计将保持健康。银行板块应继续受益于经济的复苏和贷款的稳定增长，消费板块将从竞选活动中受益。

**固定收益：**在今年剩余时间内印度尼西亚央行(BI)预计会把基准利率维持在5.75%。暂停加息和通胀的缓和可能会推动资金流入当地债券市场。

**货币：**虽然印尼盾(IDR)预计将受到人民币的影响，但通过向在岸市场投放出口应收账款，这种持续实施的外汇操作将稳定印尼盾的汇率。预计到2023年第三季度，印尼盾对美元汇率将下降至15,200，并在2023年底升至14,800。



# 2023年下半年展望

## 经济预测

图5：2023年预测

	美国	欧元区	英国	日本	新兴市场 (除亚洲)	亚洲 (日本除外)	中国	印度	新加坡
2023年 GDP增长预测	+0.8%	+0.1%	+0.3%	+1.0%	+3.9%	+5.2%	+5.6%	+6.5%	+0.7%
2024年 GDP增长预测	+1.2%	+1.0%	+0.9%	+1.5%	+4.0%	+4.8%	+4.8%	+6.8%	+3.0%
2023年底 失业率预测	4.3%	6.8%	4.1%	2.9%			5.2%		2.3%
2023年 财政收支预测 注：负数表示赤字	-5.0%	-3.5%	-5.3%	-6.0%			-4.5%	-6.4%	-0.1%
2023年 通胀预测	+3.0%	+5.5%	+7.0%	+3.5%	+3.4% (亚洲新兴市场)		+0.8%	+5.3%	+5.0%
2023年 全年盈利 增长预测 (EPS)	标普500	MSCI欧洲	MSCI英国	MSCI日本	MSCI新兴市场	MSCI亚洲 (日本除外)	MSCI中国	MSCI印度	MSCI新加坡
	+10.4%	+5.0%	+1.6%	+5.1%	+18.6%	+21.5%	+15.2%	+17.3%	+3.9%
	罗素2000	欧洲斯托克 600	富时100	东证股价 指数			沪深300	孟买 敏感指数	海峡时报 指数
	+25.7%	+5.7%	+2.0%	+5.4%			+15.4%	+17.8%	+2.6%
1年期远期 市盈率 (P/E率)	标普500	MSCI欧洲	MSCI英国	MSCI日本	MSCI新兴市场	MSCI亚洲 (日本除外)	MSCI中国	MSCI印度	MSCI新加坡
	19.4倍	12.8倍	10.3倍	14.9倍	12.1倍	12.8倍	10.0倍	20.7倍	11.5倍
	罗素2000	欧洲斯托克 600	富时100	东证股价 指数			沪深300	孟买 敏感指数	海峡时报 指数
	23.5倍	12.6倍	10.5倍	14.6倍			11.2倍	19.5倍	10.4倍

来源：大华银行全球经济和市场研究(2023年6月)，彭博社(2023年5月31日)，国际货币基金组织世界经济展望(2023年4月)。

# 热门话题

- 17 经济放缓，但尚未陷入衰退
- 19 经济脱钩趋势令人担忧
- 23 中国经济复苏不平衡
- 29 人工智能：具有潜在变革性，但长期影响仍不清晰
- 31 60/40投资组合仍然有意义，但需要调整



# 热门话题

## 1. 经济放缓，但尚未陷入衰退

每个经济周期都会经历四个主要阶段，但持续时间和规模各不相同。

目前我们正处于放缓阶段，经济活动和企业盈利放缓，而货币政策收紧以应对高通胀。目前我们预计 2024 年经济衰退的风险很高，

因为今年经济指标恶化的速度没有预期那么快。尽管全球贸易和制造业出现放缓迹象，但劳动力市场的表现依然强劲，这就给消费需求和服务业带来了支撑。这些因素表明经济放缓阶段会延长。

图6：描绘经济周期的四个阶段

我们在经济周期的哪个阶段



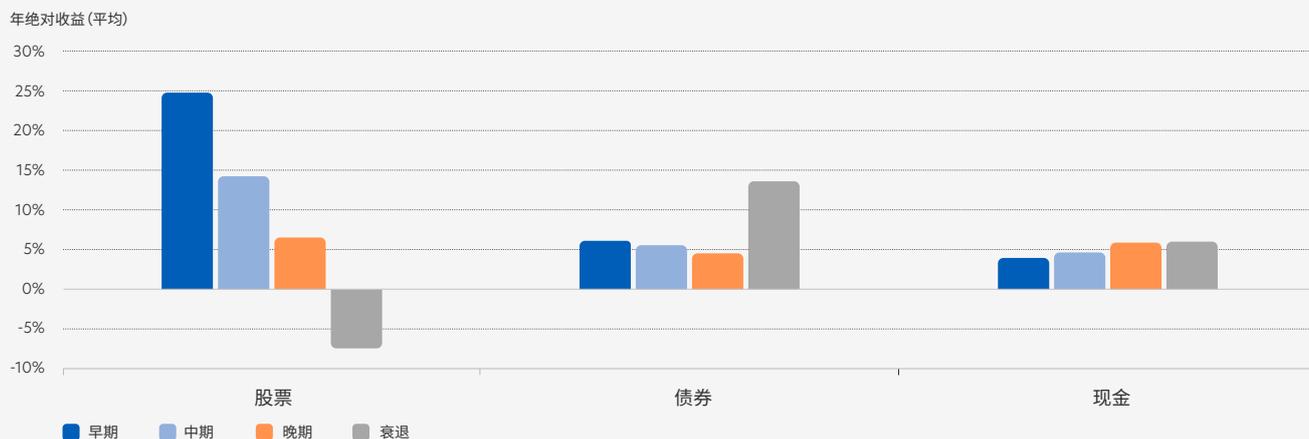
阶段	早期	中期	晚期	衰退
策略	增加股票配比。 减少债券/防御头寸。	维持较高的股票配比。 由于市场波动较大,定期审查投资组合。	侧重于多元化投资组合。 锁定收益率更高的债券。	首选防御性投资组合配置。 提前为下一个复苏周期做准备。
持续时间*	通常持续一年左右。	经济周期中持续时间最长的部分,通常持续近四年。	平均一年半左右。	持续时间最短的阶段,平均大约九个月。

\*来源：富达机构洞察，资产配置的商业周期方法。  
来源：大华银行个人金融服务投资策略。

## 热门话题

### 1. 经济放缓，但尚未陷入衰退

图7：各资产类别在各周期的年化收益



来源：富达机构洞察，资产配置的商业周期方法。

在放缓阶段，股市波动上升，但如图7所示，平均回报率仍为正。债券的表现参差不齐，而现金的回报将变得有吸引力。

在此期间，重点关注多元化投资组合并锁定更高的债券收益率。被低估的优质成长型股票在回调时存在投资机会。客户应该保持选择性，避免集中风险。也不要追涨。

# 热门话题

## 2. 经济脱钩趋势令人担忧

全球经济脱钩和全球金融市场去同步化是人们讨论得越来越多的话题。这是指当世界不同地区的经济状况和市场表现彼此不同步时，就会发生这种情况。

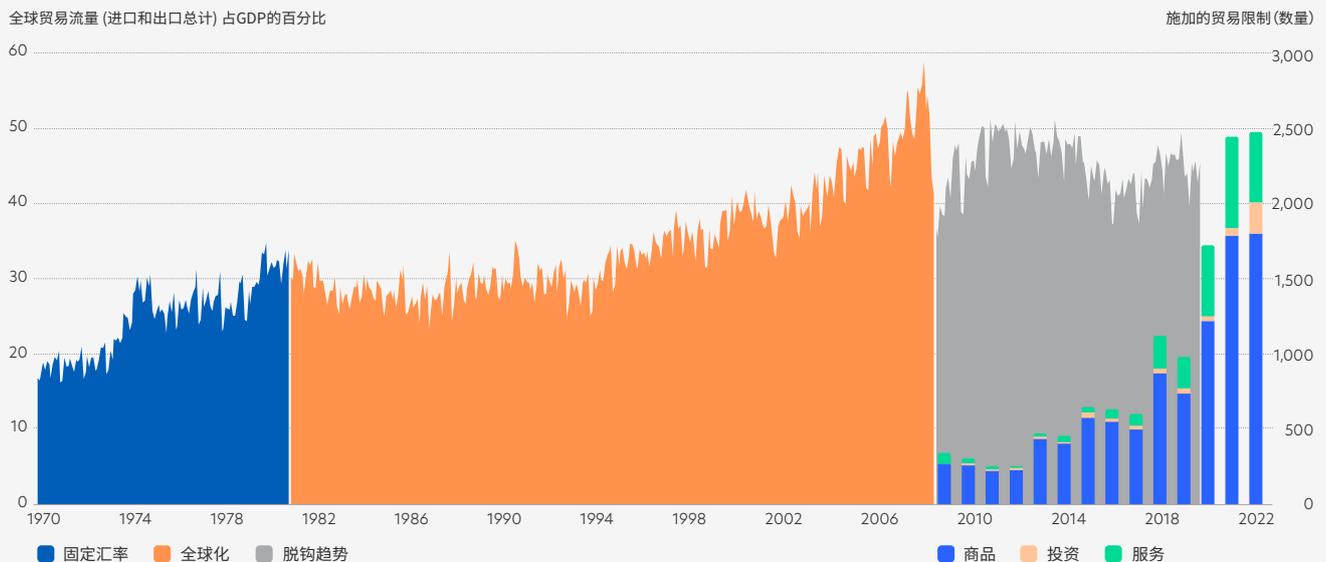
近年来，由于经济不平等加剧、社会不稳定和地缘政治紧张局势，越来越多的经济体从几十年来的全球化趋势转向脱钩。

脱钩的例子包括中美因地缘政治紧张局势而产生的贸易保护主义以及因乌克兰战争而对俄罗斯实施的制裁。如今，我们进入了一个

国家通过对其他国家施加贸易和投资限制来追求经济安全的时代。图8展示了全球贸易流量在当前脱钩时代是如何达到峰值的。

但有趣的是，最近的事件表明，美国现在不再像以前那样是世界自由贸易的捍卫者，而是以国家安全为基础来推行贸易限制和供应链去风险化。而这反过来又扰乱了全球供应链，美国鼓励公司将生产业务转移回美国国内或盟国。另一方面，中国则越来越多地呼吁全球包容性。

图8：全球贸易流量已见顶



来源：Macrobond和高盛资产管理(2023年3月27日)。

## 热门话题

### 2. 经济脱钩趋势令人担忧

不同的经济政策也会导致形成不同的经济周期。此外，快速的技术进步对不同的行业和国家的影响也各不相同。此外，我们还面临两套不同技术标准的前景，因为美国及其盟友将中国排除在5G技术之外，并限制中国获得高科技半导体。

这些趋势和地缘政治裂痕可能导致世界分化为三个不同的集团；以美国为首的西方阵营、以中俄为首的阵营以及包括拉美国家和东盟国家在内的各种中立国家。

中美经济脱钩可能对西方阵营和中国阵营的增长均造成负面影响。与此同时，中立国家可能会从与各方的自由贸易中受益。

西方阵营		
	行业	原因
最大影响	食品加工、农业板块	国内替代进口难度大。
最小影响	服装、电子行业	国内生产替代中国进口。 初级电子产品生产商加入了西方联盟。
以中俄为首的阵营		
	行业	原因
最大影响	电子、制造和汽车行业	高科技半导体的供应受限， 制造活动向西方转移。
最小影响	服务业、采矿业和农业板块	国内市场大，有能力 从中立国家采购。
中立国家		
可能从与任何一方的自由贸易中获益。		

## 热门话题

### 2. 经济脱钩趋势令人担忧

#### 发达市场和新兴市场经济增长的差异以及对不同行业的影响

自新冠疫情爆发和随后的经济重新开放以来，美国、欧元区、亚太地区和拉丁美洲的实际 GDP 一直密切相关。但由于上述原因，这种局面可能不会继续下去。相反，我们可能看到经济增长回到 2010-2020 年间出现的去同步化趋势<sup>5</sup>。

国际货币基金组织(IMF)最新的《世界经济展望》预测表明，发达市场(DM)经济体与新兴市场(EM)经济体之间的增长存在差异。具体而言，新兴市场经济体预计在今年和明年将表现出色，因为这些经济体的通胀压力较为温和，因此新兴市场央行能够逐步放松政策紧缩，而发达市场央行仍因通胀上升而需考虑加息。人口年轻化和城市化进程加快也是新兴市场的利好因素。

国际货币基金组织发布的《世界经济展望》预测

	2023年	2024年
全球	2.8%	3.0%
发达市场经济体	1.3%	1.4%
美国	1.6%	1.1%
欧元区	0.8%	1.4%
日本	1.3%	1.0%
英国	-0.3%	1.0%
新兴市场经济体	3.9%	4.2%
亚洲新兴市场	5.3%	5.1%
— 中国	5.2%	4.5%
— 印度	5.9%	6.3%
欧洲新兴市场	1.2%	2.5%
拉丁美洲	1.6%	2.2%
中东	2.9%	3.5%
非洲	3.6%	4.2%

来源：国际货币基金组织发布的《世界经济展望：艰难的复苏》(2023年4月)。

<sup>5</sup> 来源：彭博社。

## 热门话题

### 2. 经济脱钩趋势令人担忧

#### 发达市场和新兴市场的通胀和货币政策存在差异

虽然发达市场和新兴市场经济体的通胀率大多同步下降，但相比之下，亚洲经济体的价格压力较低。

低通胀率使得新加坡金管局(MAS)、印度尼西亚银行(BI)、印度储备银行(RBI)、马来西亚中央银行(BNM)和菲律宾中央银行(BSP)

等亚洲央行提前暂停了加息周期。预计泰国银行(BOT)也将加入暂停加息阵营。

暂停加息周期可以降低政策失误和自身造成的严重衰退风险。

#### 发达市场和新兴市场股市之间的分歧

分析12个月的远期市盈率(P/E)，与估值较高的发达市场相比，新兴市场的估值仍然具有吸引力。

鉴于未来24个月新兴市场的每股盈利(EPS)增长可能更高，我们认为发达市场与新兴市场之间的净资产收益率(ROE)差距将会缩小，而这反过来会让新兴市场的股票估值上升。

一般而言，在增长放缓和通胀高企时期，新兴市场股票的表现往往优于发达市场，2000年和2001年就是一个很好的参考点。2000年

到2001年间，全球年增长率从4.5%下降到2.0%，而全球通货膨胀率从3.4%上升到3.8%。在此期间，新兴市场股票的年回报率比发达市场股票高出12%以上<sup>6</sup>。

短期内，新兴市场股票可能面临阻力，但上述因素表明中期前景乐观。此外，新兴市场债券估值也将从良性通胀和新兴市场加息周期提前暂停中受益。

	24个月每股盈利增长	12个月远期市盈率	12个月远期净资产收益率
发达市场	7.0%	17.9倍	14.8%
美国	9.8%	20.8倍	17.8%
新兴市场	10.9%	13.3倍	11.4%
亚洲新兴市场	16.7%	14.5倍	10.3%

来源：用MSCI世界指数代表发达市场，用MSCI美国价格回报美元指数代表美国，用MSCI新兴市场指数代表新兴市场，用MSCI新兴市场亚洲指数代表亚洲新兴市场。

<sup>6</sup> 来源：世界银行，彭博社。

## 热门话题

### 3. 中国经济复苏不平衡

短期内，我们有理由对中国经济前景持谨慎态度，但其中期前景仍然乐观。

退一步看，随着外部需求的减弱，制造业活动和出境贸易开始放缓，中国经济的不均衡复苏不足为奇。另一方面，中国国内需求主要集中在旅游和服务支出上。

经过近三年的新冠疫情防控和断断续续的封锁，中国企业和家庭尚未从新冠疫情造成的“伤痕”中完全痊愈，企业和消费者信心的有效恢复仍需要时间。基础设施支出和房地产投资等传统经济支持驱动因素也略显力道不足。土地销售收入下降也限制了地方政府的财政状况，而民营房地产开发商则面临现金流问题。近期中国经济复苏动力减弱也反映出了这些情况。

#### 不足：

##### a. 贸易和制造业放缓

自去年12月的低点反弹后，中国官方制造业采购经理人指数(PMI)在今年3月至5月期间已有所放缓，并随着外部需求疲软而重新进入收缩区域。

出口复苏也已放缓，同时进口需求同样疲软。2023年，我们预计中国出口同比将下降3.0%，进口仅同比增长2.0%。

##### b. 青年失业率创历史新高

尽管中国整体失业率已微降至5.2%，但青年失业率已升至20.8%的历史新高。应届毕业生失业情况令人担忧。预计未来几个月将有1160万毕业生进入劳动力市场，届时青年失业率将继续攀升。

此外，短期内中国还面临着技能不匹配的情况，而这也降低劳动力生产率。尤其是，中国的重新开放使低端服务企业受益，而面向受过高等教育的毕业生的职位空缺则较少。

为解决这一问题，中国国务院公布了一项计划，通过扩大国有企业(SOE)的招聘和向中小企业(SME)提供招聘补贴来促进应届毕业生就业。随着时间的推移，当商业情绪改善时，招聘人数就会增加，特别是在中国继续保持有利于增长的政策立场的情况下。

从更广泛的角度来看，如果整体失业率继续下降，PMI调查中的就业指标继续回升，家庭收入就会出现略有滞后的反弹。

##### c. 地缘政治紧张局势、疫情感染和流动性收紧

自2023年初以来，中美紧张局势加剧。但由于美国国务卿安东尼·布林肯近期访问北京后重新建立了高层沟通，目前尚不清楚双边关系是否会显著改善。

疫情感染的卷土重来也可能对经济增长产生短期的负面影响，因为员工缺勤会导致生产活动下降。但当新冠疫情消退时，这种影响应该会迅速减弱。

此外，全球流动性收紧抑制了中国国内信贷的增长，使公司和企业利润面临更大压力。

## 热门话题

### 3. 中国经济复苏不平衡

---

#### d. 夏季电力短缺可能重演

2023年下半年拖累中国经济增长的一个潜在因素可能来自连续两年的夏季酷热，今年有可能会重演去年夏天的电力短缺局面。这可能会引发限电，迫使工厂停产并扰乱供应链。

2022年，随着长江沿岸各制造中心陆续实施限电措施，中国工业生产在7月和8月也有所下降。受影响行业的生产材料包括电子元件、化工产品、铝、钢、有色金属、聚酯纤维和纺织品等。

中国国家电网能源研究院已经发出了警告，说在热浪期间中国中部、东部和西南省份可能会出现电力短缺情况，全国电力供应也可能会紧张。

但好消息是，中国已增加了煤炭产量，降低了全国范围内长期电力短缺危机的风险，为此做好了准备。但从长远来看，中国需要解决电力投资滞后于用电量增长的结构性问题。

#### e. 房地产行业需要更多支持才能恢复信心

2023年全国房地产销售开局强劲，今年前四个月大部分城市房价小幅反弹。但由于对经济前景和融资问题的担忧，复苏速度开始放缓，中国100个城市的新房价格自5月份开始下降。

房地产行业的情绪可能需要更长的时间才能完全恢复，预计中国政府将推出更多支持措施。

具体来说，有猜测称中国政府正在考虑降低大城市一些非核心街区的首付比例、降低交易中介佣金、并放宽购房限制。

## 热门话题

### 3. 中国经济复苏不平衡

#### 优势：

##### a. 内需将成为亮点

今年前几个月，中国的内需出现了喜忧参半的反弹。

消费复苏主要是由旅游、休闲和餐饮服务支出的强劲反弹推动，因为中国公众通过户外活动和旅行来实现解封后的自由出行。去年同期，上海和其他一些城市都处于封锁状态，因此推动了同比增长。

但需要注意的是，尽管今年五一假期国内旅游收入强劲，但六月端午假期的假期支出仍低于疫情前的水平。虽然未来几个月国内旅游的报复性支出将略有下降，但预计仍将保持在高位。尤其是，据中国旅游研究院预计，今年国内旅游人次将达到45.5亿人次左右，国内旅游收入将达到4万亿元左右，同比增长95%。

海外旅行将需要较长的时间才能完全恢复，因为这涉及到增加更多的境外航班并增加签证批准数量。

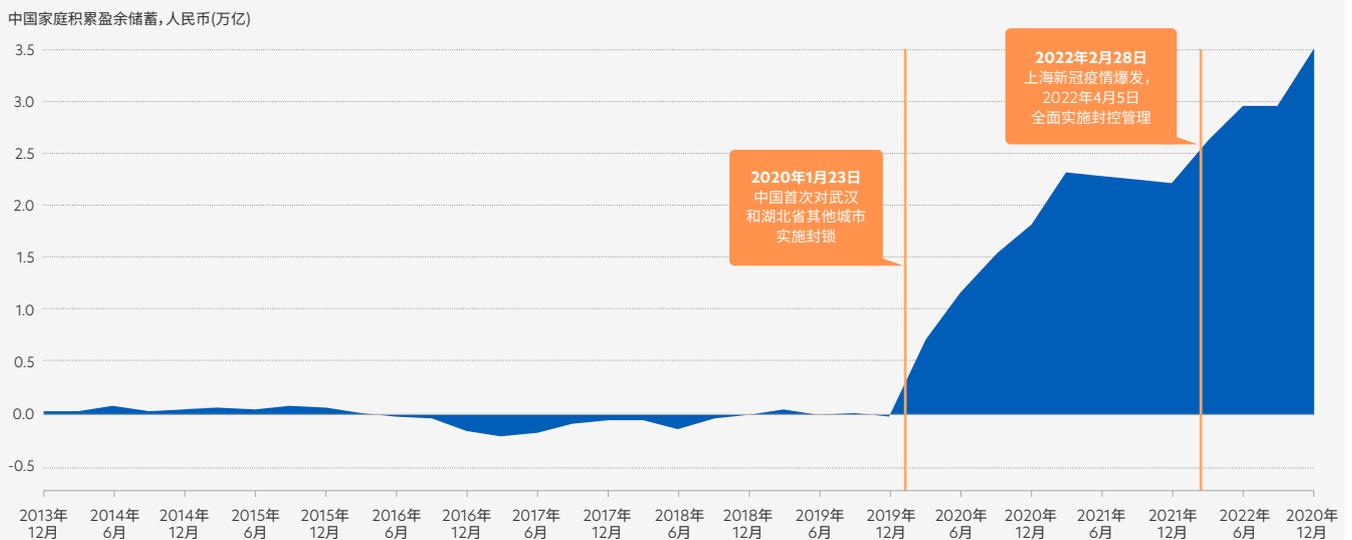
从表面上看，商品需求的增长似乎低迷，因为不确定的经济前景导致许多中国人不愿意进行大宗采购。但需要强调的是，2022年中国的商品零售额下降幅度并没有服务业的支出下降那么大，因此同比增长似乎也没有那么令人印象深刻。

我们想强调中国拥有着一大优势，那就是创历史新高的人民币存款。如图9所示，自新冠疫情爆发以来，中国的家庭储蓄激增。

中国的人民币存款总额创下近275万亿元的历史新高。换言之，这一数额比中国股市84万亿元市值的三倍还要多，也比2022年中国121万亿元名义GDP的两倍还要多。

从长期来看，人民币存款的增加属于积极因素，因为企业和家庭能够通过投资和支出将现金释放回经济中。一旦人们感到经济前景光明，这些人民币存款就必然会被充分利用，从而迈入内需复苏的第二阶段。

图9：中国的家庭储蓄在新冠疫情后激增



来源：摩根资产管理(2023年6月30日)。

## 热门话题

### 3. 中国经济复苏不平衡

#### b. 在绿色倡议和可再生能源方面，中国处于领先地位

另一个经常被忽视的领域是，过去几年中国一直在积极推动绿色倡议和可再生能源。根据中国“十四五”规划的目标，到2025年可再生能源在电力消耗中占比达到33%，目前中国正在努力实现这一目标。此外，中国还计划到2035年逐步淘汰内燃机汽车，并到2060年实现净零碳排放。

值得注意的是，中国一直在推动太阳能、风能、水力发电和电池等可再生能源技术的发展，在可再生能源生产和可再生能源投资方面处于世界领先地位。全球十大电动汽车电池制造商中有六家来自中国。截至2022年，市场领导者宁德时代新能源科技有限公司(CATL)的市场份额达34%，而中国电池企业所占的总市场份额高达56%。

这一情况非常重要，因为全球可持续发展是一个长期趋势，并且处于绿色运动的最前沿，而中国在此类技术方面处于领先地位，并将从未来几十年需求的指数级增长中受益。

此外，中国还一直在清洁能源转型方面开展大规模投资，因为中国看到了绿色能源创新作为下一个经济增长支柱的巨大潜力。预计这种情况将持续下去，并通过创造就业机会和出口对中国产生积极影响。

#### c. 支持性的财政和货币政策

中国政府领导人持坚定支持增长的政策立场，并表态保持货币和财政政策的支持性，以应对经济逆风局面。

需要注意的一个重要方面是，与大多数其他国家不同，中国在新冠疫情期间避免了使用大规模的财政或货币刺激，因此在经济复苏停滞时有能力释放刺激。

鉴于通胀压力温和，中国很容易做到这一点。消费者通胀处于两年低位，生产者价格连续九个月处于通缩状态。

定向货币宽松已经开始。第一个举措是中国当局要求其国内的大银行降低存款利率。当银行存款利率吸引力减弱，将有助于资金回流股市。

中国人民银行(PBOC)还将7天逆回购利率<sup>7</sup>下调10个基点至1.9%，这是自2022年8月以来的首次下调。此外，中国人民银行还将1年期中期借贷便利(MLF)利率<sup>8</sup>以及1年期和5年期贷款优惠利率(LPR)<sup>9</sup>各下调10个基点。由此可以看出，中国当局已经认识到需要采取更多措施来推动步履蹒跚的经济复苏。

展望未来，我们预计中国人民银行将降低存款准备金率(RRR)<sup>10</sup>，以增加银行低成本的长期资金来源。如果房地产市场复苏停滞，中国人民银行仍然可以选择通过5年期LPR降低抵押贷款利率。

此外，据报道，中国将宣布新的支持措施来刺激内需和房地产业。

<sup>7</sup> 7天逆回购是央行用来增加流动性并影响银行系统其他利率的一种短期贷款。

<sup>8</sup> 中国的1年期中期借贷便利(MLF)利率是央行向大型商业银行发放贷款的主要利率。

<sup>9</sup> 中国的贷款市场报价利率(LPR)是主要的贷款基准利率。1年期LPR是用于企业和家庭贷款的中期贷款工具，而5年期LPR则是抵押贷款的参考利率。LPR以18家商业银行贷款利率加权平均为基础，以一年期MLF利率为指导。

<sup>10</sup> 中国人民银行规定的商业银行流动资产的最低比例。

## 热门话题

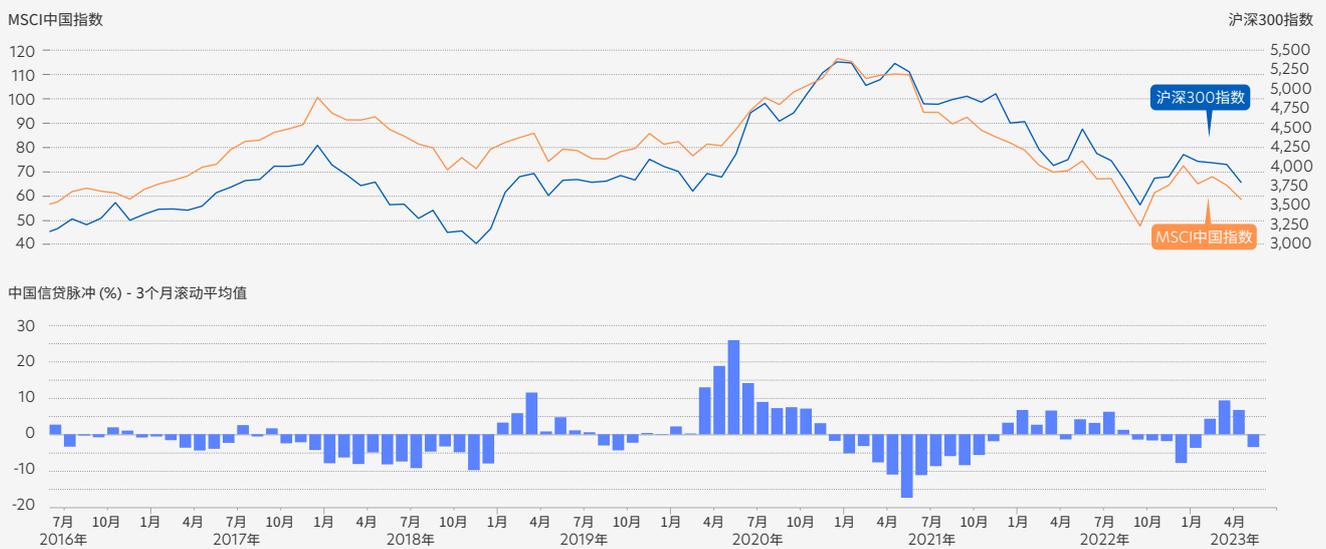
### 3. 中国经济复苏不平衡

#### d. 私营板块信贷带来积极的推动

2023年以来，中国的信贷增长开始重新加速，其中银行贷款引领着反弹趋势。虽然在5月份这一数字已经转为负值，但我们预计这只是短暂现象。总体而言，随着经济和房地产市场的复苏，未来几个月中国的整体信贷增长应继续扩大。由于低基数效应，信贷增长预计将于2023年第四季度达到峰值。

从历史上看，信贷增长加速往往与中国股市的持续上涨同时发生。

图10：中国的信贷脉冲指数<sup>11</sup>通常引领股市



来源：大华银行个人金融服务投资策略、Macrobond(2023年6月30日)。

<sup>11</sup> 信贷脉冲指数用于衡量新信贷/银行贷款的变化占GDP的百分比。

## 热门话题

### 3. 中国经济复苏不平衡

#### 尽管经济复苏缓慢，但中国仍然是我们的投资首选

尽管中国经济的短期增长可能令人失望，但我们对其中期前景保持乐观。中国仍然是我们的投资首选之一，因为其经济将继续跑赢全球其他经济体。

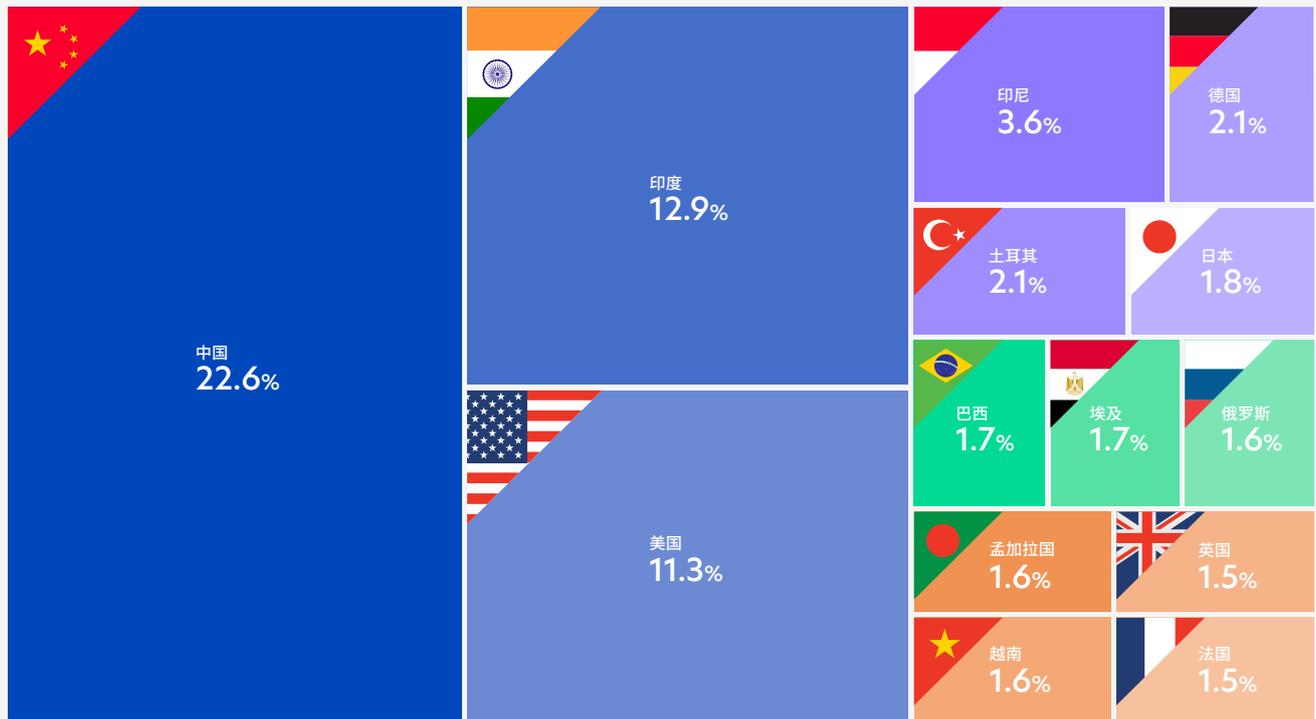
从图11国际货币基金组织的预测来看，未来五年中国将成为全球增长的最大贡献者，其份额可能是美国的两倍。考虑到2023年第一季度的GDP和比较基数较低的情况，我们继续维持2023年中国GDP增长将达到5.6%的预测，高于中国官方设定的“5%左右”的目标。

综上所述，预计房地产行业将推出更多支持措施，而高家庭储蓄率意味着中国国内需求将成为抵消外部逆风的主要增长动力。私营部门信贷的反弹预计也将继续，无论是对中国经济还是股市来说，这些都属于积极因素。最后，中国的促增长政策立场为我们提供了一个安全网，同时中国政府也可以在需要时推出有针对性的财政和货币刺激措施。

短期内中国股市可能表现不佳，使得投资者信心承压。但考虑到具有吸引力的估值、支持性的财政和货币政策以及商业和消费者信心的最终好转，维持中期头寸可望获得潜在回报。

图11：未来五年中国将成为全球GDP的最大贡献者

2023-2028年全球经济增长贡献



来源：国际货币基金组织、彭博社(2023年6月30日)。

## 热门话题

### 4. 人工智能：具有潜在变革性，但长期影响仍不清晰

自2022年11月向公众发布以来，ChatGPT引发了人们对生成式人工智能(AI)的热议。

借助生成式AI，用户只需几秒钟就可以从头开始执行文本编写、图形绘制、艺术创作和计算机代码编写等诸多任务。展望未来，这一技术还可以帮助开发产品、重新设计业务流程和转变供应链。

生成式人工智能的多种用途被认为是全球经济的游戏规则改变者，甚至有可能在未来几年推动劳动生产率的飙升。例如，法律行业可以使用生成式人工智能来设计合同和分析证据。制造商可以使用这一技术来识别存在缺陷的零件并重新设计流程。医疗行业可以利用这一技术有效地识别疗效显著的候选药物。

高盛估计，在大规模采用后，生成式人工智能可以在10年内将劳动生产率的年增长率提高1.5%左右，如果这一技术能够实现，全球GDP年增长率有可能提高7.0%<sup>12</sup>。

然而，目前尚不清楚这项新技术将如何实施或发展以及需要何种法规来遏制出现网络安全攻击、错误信息和虚假图像或视频的风险。未来生成式人工智能将如何货币化也尚不确定。

我们还需要密切关注生成式人工智能如何影响全球劳动力市场，因为据高盛估计，当前大约三分之二的工作岗位都将在一定程度上受到人工智能自动化的影响。四分之一的工作岗位最终也可能被人工智能取代，影响到约3亿工人。

这可能会在短期内推高失业率。然而，被取代的工作最终可能会被利用下一代技术的新职业所抵消，从而通过提高劳动生产率和改善成本节约来推动经济发展。例如，自20世纪80年代信息技术创新步伐加快以来，出现了软件程序员、网页设计师和其他技术职位，而自1940年代以来，85%的就业增长都是由技术驱动的新工作来推动的。

<sup>12</sup> 来源：高盛，“生成式人工智能可以推动全球GDP增长7%”，2023年4月5日。

## 热门话题

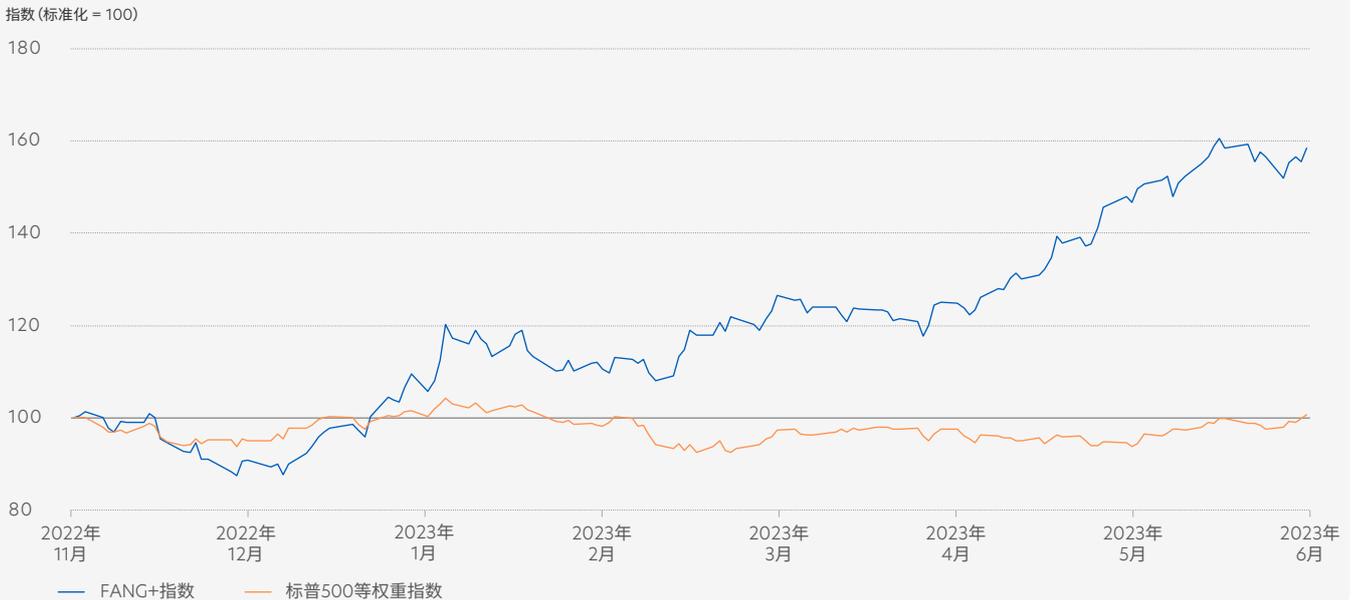
### 4. 人工智能：具有潜在变革性，但长期影响仍不清晰

#### 人工智能股票上涨缺乏广度，估值令人担忧

金融市场的影响巨大。由于希望获得新的收入机会，最近的炒作推动了人工智能相关股票的大幅上涨。标普500指数今年上涨了15.9%，而纳斯达克指数则上涨了31.7%，这些无一不令人印象深刻。但此次上涨仅由少数大型科技股推动，而且其中很大一部分上涨是由人工智能热潮引发的。

图12显示了自2022年11月30日ChatGPT公开推出以来，代表交易量最大的10只科技股的FANG+指数如何跑赢标普500等权重指数。

图12：自ChatGPT公开发布以来，FANG+指数强劲上涨



来源：彭博社(2023年6月30日)。

科技股因背离基本面的过度上涨而让人诟病，但我们不排除积极的势头会在短期内推动人工智能相关股票继续走高的可能性。

这是否是泡沫仍有待商榷，正反双方都有自己的有效论据。但对盲目追逐炒作应保持谨慎，因为一旦市场转向，这种策略可能无法带来正回报。

虽然在未来几年和几十年生成式人工智能可能会带来变革，但在短期内这种反弹可能会过度。根据彭博社的数据，目前的估值很高，代表大型科技股的纳斯达克100指数的预期市盈率接近29倍，而历史平均水平仅为19.3倍。

另一个令人担忧的领域是科技板块目前占据了标普500指数的28.2%。这一数据与2021年新冠疫情时代反弹时的水平接近，与2000年33%的科技泡沫水平也相距不远。一旦市场转向，就不能排除急剧抛售的可能性。

尽管存在短期估值担忧，但对于拥有成熟技术，从而可以从人工智能中受益的成熟技术的优质科技公司而言，长期前景仍然向好。这些公司包括收入和现金流稳定，资产负债表稳健的公司。它们也不太容易受到利率风险和信贷状况的影响，并且其股票在市场低迷期间也更具韧性。

因此，在市场回调时参与该板块可望获得更高的风险回报。

## 热门话题

### 5. 60/40投资组合仍然有意义，但需要调整

2022年的大部分时间里，当美联储大幅加息时，股票与债券的相关性转为正值。然而，如图13所示，在今年过去几个月中，相关性已转为负值。

60/40投资组合是否仍然有意义，或这个概念是否应被摒弃，尤其是该策略去年遭受自2008年以来最糟糕的15.3%的损失之后。

图13：近期股债相关性转负



来源：彭博社(2023年6月30日)。

一方面，一些人认为2022年为反常年份，因此60/40的投资组合仍然有效。

另一方面，其他人则宣称在高通胀和高利率的环境下60/40策略已经过时且无必要。

但真正的答案很可能介于两者之间。

从根本上说，60/40投资组合仍然是有意义的，因为多元化已证明可以缓冲投资组合损失。在投资组合中，债券通常起到压舱石的作用，用于抵消经济增长放缓时持有股票的潜在损失。此外，债券投资者也可能从货币紧缩政策暂停中受益，随着我们度过通胀高峰期，货币紧缩政策暂停是可以预料到的。目前，更高的债券收益率也可以给投资者带来更高的回报。

即使股票与债券的相关性在未来转为正值，对投资者来说这也未必是坏事，因为股票可能会受到更强劲的经济前景的支撑，同时债券也可能受到逐渐形成的通胀下行趋势所支撑。

然而，60/40的投资组合可能需要略微调整，以便将通胀对冲资产，如黄金、大宗商品和通胀挂钩债券考虑在内，应对新时代更高的价格压力。

回顾20世纪70年代和千禧年代，这些通胀对冲资产的表现明显优于股票和债券。分析彭博社的数据，我们可以得出，在20世纪70年代黄金的年化实际回报率为22%，而股票和债券则出现亏损。彭博社数据显示，在21世纪前十年通胀对冲债券、黄金和大宗商品显著跑赢大盘。

因此，虽然60/40的投资组合仍然适用，但投资者仍可以进一步探索，真正实现投资组合的分散化。

# 投资策略建议

- 33 引言
- 33 核心配置
- 34 战术配置——投资策略推荐



# 投资策略建议

## 引言

在大华银行，我们采用风险优先的方法作为投资组合配置的基础。

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低风险核心投资组合积累财富，满足投资者的长期财务需求，然后再通过战术投资增加财富，捕捉市场上出现的各种机会。

随着全球经济放缓，市场的不确定性和波动性可能会再次出现。由于经济衰退并非在眼前，全球股市可能会逐渐走高，但仍会面临波动，而非直线上涨。

在这种环境下，我们建议采取防御性投资组合配置。核心投资可带来长期收益机会，有助于抵御不同的市场周期和波动。与更激进的增长型投资相比，核心投资还可以提供稳定的长期回报，波动性较小，因此在市场低迷时可以提供缓冲。平均成本法是建立核心投资以实现长期财务目标的有效方法。

一旦您建立了核心配置，就可以考虑进行战术投资，参与市场上涨行情。如果您有充足的风险偏好，可考虑我们的亚洲(日本除外)/中国/东盟的投资首选，充分利用该地区更良好的中期经济前景，以及受到长期主题支撑的全球医疗保健行业。总体而言，在进行战术投资时，要避免追高，而应参与市场回调时所带来的中期投资机会。

通过核心资产来平衡风险投资可以降低投资组合的下行风险并产生稳定的长期回报。

为了利用更高的利率，现在可锁定收益率更高的投资级债券，这些债券也可以在波动期为投资者提供保护。

最重要的是，请构建注重风险管理的多元化投资组合，并根据您自身的目标定期进行审查。

## 核心配置

### 多资产策略

多资产策略本质上具有多元化和低风险的特点，为核心投资奠定了坚实的基础，可帮助投资者为投资组合建立韧性并实现长期财务目标。

多资产策略通过多元化的资产配置，投资者可以抓住不同市场周期和资产类别(如股票、债券和另类投资等)的各种机会。保持多元化还可以抵御市场波动，同时实现长期资本增值。多资产策略在全球范围内投资各种资产类别，提供稳定的回报，并有望以每月派息的形式获得定期收入。

对多资产策略来说，2022年是充满挑战的一年，但今年的情况似乎更加光明。首先，股票与债券的相关性已经转为负值。即使这种相关性再次变为正值，情况也很可能是股票和债券价格齐涨。

因此，投资者需要长期逢低积累多元资产投资。

### 投资级债券

通过投资级债券锁定高收益利率，因为我们已经过了通胀峰值，全球货币政策紧缩周期接近尾声。期限较长的债券尤其如此，因为在未来一两年内很可能再也没有机会获得如此诱人的票息。

在经济放缓和衰退阶段，债券的表现也往往优于股票，因此投资者可以获得更高的收益率和潜在的资本利得。

然而，在经济增长放缓的环境下，资产质量显得非常重要。鉴于违约风险较低，我们对发达市场和新兴市场的投资级债券持增配观点。

# 投资策略建议

## 战术配置——投资策略推荐

投资策略推荐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框架通过严谨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。

- 亚洲(日本除外)/中国/东盟
- 全球医疗保健

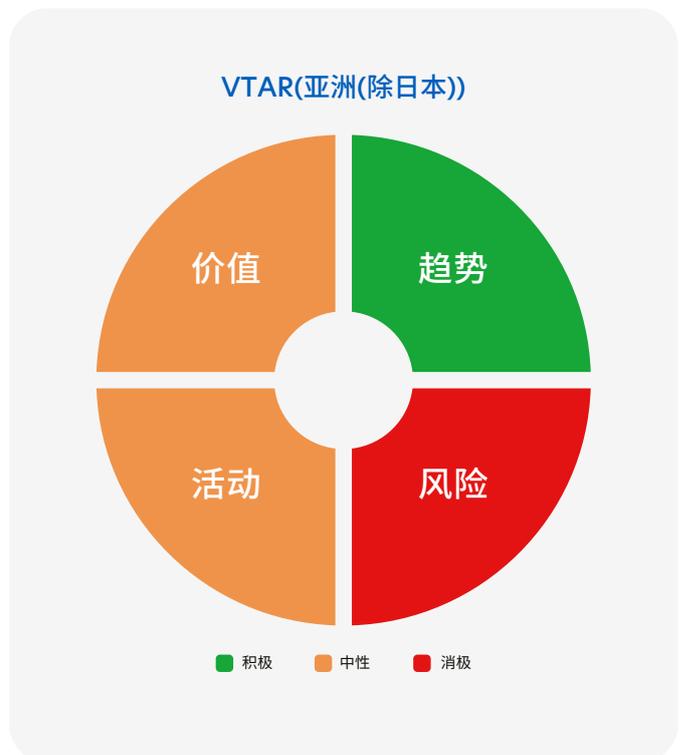
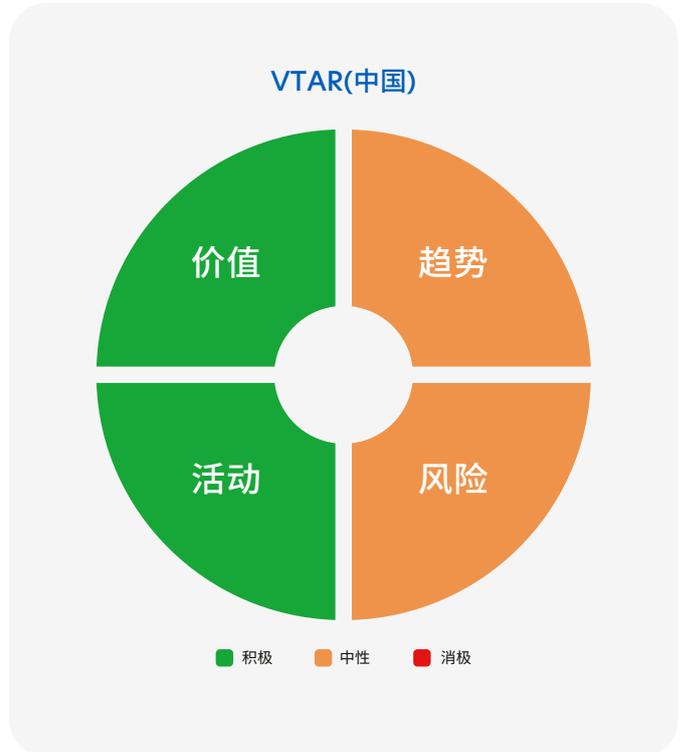
### 亚洲(日本除外)/中国/东盟

虽然我们认为短期存在压力，但从长远来看，我们对亚洲(日本除外)/中国/东盟持乐观态度。

该投资策略的一个共同点是中国。尽管迄今为止中国经济的复苏并不均衡，但我们对中国经济的中期前景保持乐观。中国的增长可能会超过大多数其他经济体，并且也将通过旅游业或消费为该地区的经济活动提供支持。

尽管我们没有看到像其他发达市场经济体在疫情后重新开放时出现的“报复性”支出这样的爆炸性反弹，但中国的经济仍存在复苏趋势。这种逐步的消费复苏也是一个好趋势，因为它不太可能引发通胀冲击，或将通胀输出到世界其他地区。

虽然亚洲经济体无法摆脱出口下降的现实，但仍可依靠富有韧性的区域消费作为后盾。



## 投资策略建议

### 战术配置——投资策略推荐

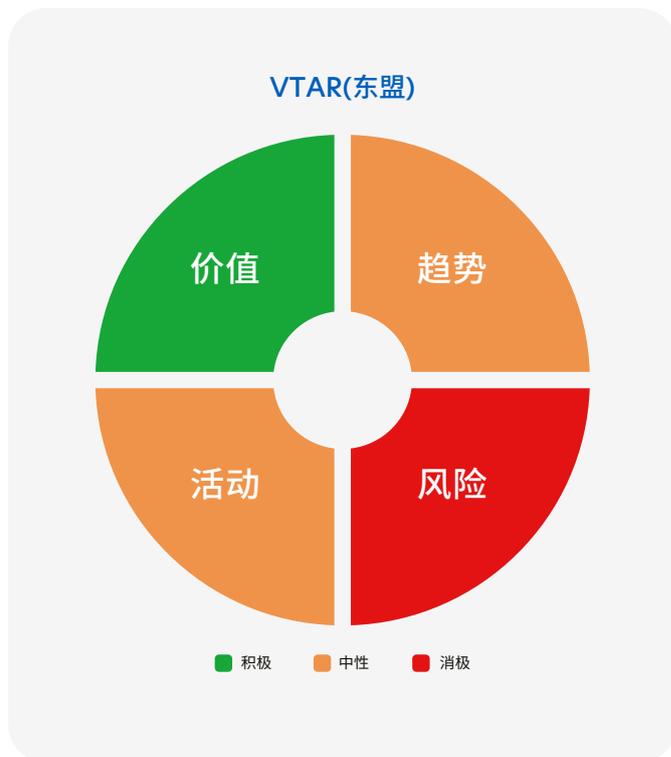
具体来看，东盟有三个积极的长期趋势。首先，截至2023年2月，联合国估计东盟总人口接近6.86亿，相当于全球人口的8.6%左右。到2030年，这一数字预计将增长到7.5亿左右。

其次，该地区的人口平均年龄为30.2岁，相对年轻。最后，东盟也是世界第六大经济集团，名义GDP总计3.9万亿美元，预计到2030年将增至6.6万亿美元。

东盟的通胀远比发达市场经济体温和，一些东盟央行已经开始暂停紧缩周期并关注下行经济风险，这要比发达市场的央行要早得多。

较低的远期市盈率也表明，亚洲(日本除外)和东盟的股票也比发达市场的股票更有投资价值。

尽管短期内存在不确定性，但对于那些风险偏好能够承受近期波动的投资者来说，亚洲(日本除外)/中国/东盟的中期前景仍然乐观。



远期市盈率

	当前	历史高点	历史低点
东盟	13.8倍	23.1倍	12.8倍
亚洲(除日本)	14.3倍	19.0倍	9.5倍
新兴市场	13.3倍	18.6倍	8.5倍
发达市场	17.9倍	27.1倍	10.9倍

来源：彭博社(2023年6月30日)。

## 投资策略建议

### 战术配置——投资策略推荐

#### 全球医疗保健

全球医疗保健仍然是一个引人注目的板块。

尽管与新冠疫情相关的健康风险逐渐淡出，但其他传染病仍然需要大量医疗资源。此外，早在2018年，世界卫生组织(WHO)就对代号为“X病”的未来流行病发出警告，世界各地的许多政府卫生机构都在通过投资医疗保健研究和基础设施的方式来做好应对准备。

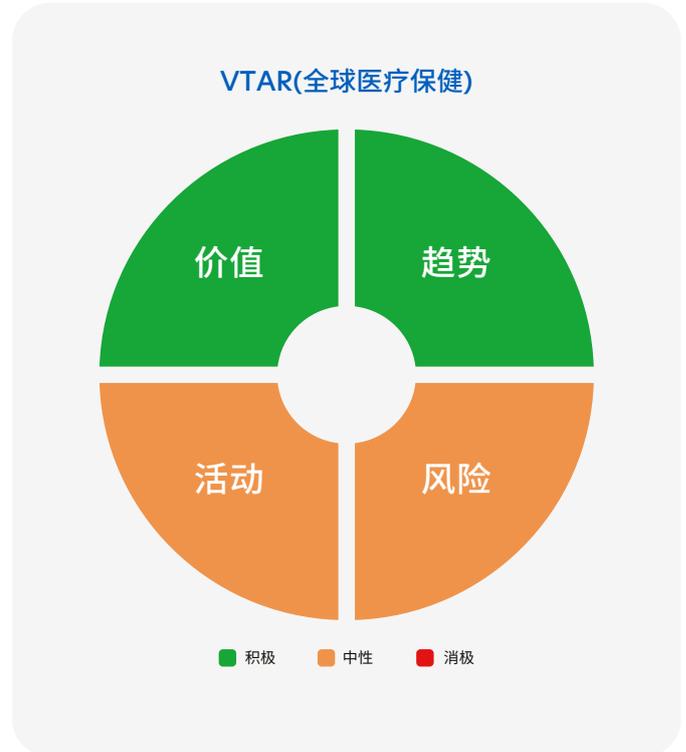
全球人口继续增长，尤其是在发展中国家。而人口的增长将给医疗保健系统带来巨大压力，从而推动人们对医疗保健基础设施和服务的需求不断增加。

除人口增长外，全球还面临着人口老龄化的长期趋势。随着人口老龄化，医疗保健需求也将增加，无论是长期护理、慢性病管理还是专门的老年护理均是如此。这就需要更多的医疗保健资源和创新，也将为医疗保健行业带来强劲的长期盈利增长。

中产阶级的不断壮大也带来了非传染性疾病治疗的新需求，这就需要新的医疗保健解决方案。而不断扩大的中产阶层也推高了人们的医疗保健期望和消费水平。

此外，技术的进步也开始改变医疗保健行业，随着人工智能、数字健康、远程医疗和基因组学的快速创新，这一趋势将继续保持。新技术的整合不仅有助于提高护理质量，也有助于提高医疗保健行业的效率和生产力。

在经济放缓和接近衰退时，鉴于该行业的防御特征，对股票具有风险偏好的投资者可以考虑参与全球医疗保健板块。



# 我们的策略

- 38 我们独有的“风险优先”策略
- 39 我们的VTAR四要素分析法



# 我们的策略

## 我们独有的“风险优先”策略

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

而我们独有的“风险优先”策略可确保您在考虑希望实现的投资回报之前，先了解您的风险偏好，并以此作为财富之旅的起点。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。



我们将根据您的客户风险状况(CRP)推荐最佳投资组合。根据您的风险状况，最多将30%、40%或50%分配给战术投资领域，其余则配置在核心投资领域。

“核心配置”具有低风险特性，但仍然能够产生合理的回报。这种配置对比市场整体而言波动性较小，能够帮助投资者实现长期财务目标。从本质上来说，这种配置对市场周期的依赖性较低，能够提供固定收益。核心配置倾向于资产大类、行业和地区的分散化配置。“核心方案”有助于减少下行波动，这在市场形势不佳的时期非常重要。

“战术配置”在性质上具有较高风险，其专注于定向捕捉短期机会。这种配置方案的目的是资本增值，但也包括收益策略。



## 我们的策略

### 我们的VTAR四要素分析法

我们的VTAR投资分析法专注于分析下列四个要素相关的大量财务数据，即价值(V)、趋势(T)、活动(A)和风险(R)。这一方法有助于投资者形成对金融市场的全局观点，并在不同的资产大类、行业、地理区域和时期寻找投资机会。

大华银行个人金融服务投资委员会根据大华银行首席投资官的市场及资产大类观点，结合主要风险对上述投资见解进行审视，并在判断每项潜在投资观点的吸引力方面达成一致共识。



	目的	常用指标
价值	识别出有吸引力的估值和盈利潜力的投资标的	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 市盈率</li> <li>• 盈利成长性(每股盈利增长)</li> <li>• 期权调整后的利差(OAS)</li> </ul>
趋势	了解当前投资趋势	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 简单移动平均线</li> <li>• 相对强弱指标(RSI)</li> <li>• 资金流</li> </ul>
活动	了解可能影响到业绩表现的宏观环境以及商业活动	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 央行政策</li> <li>• 综合PMI指数</li> <li>• 工业产出与零售销售</li> </ul>
风险	识别出主要的市场风险和潜在的风险缓解因素	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 地缘政治事件</li> <li>• 行业或地区特有的事件</li> <li>• 消息流</li> </ul>



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。

© 2023 大华银行有限公司版权所有。

大华银行有限公司注册编号193500026Z