

大华银行 2024 年第 4 季度投资观察

2024 年 10 月 14 日 (星期一)

团队
环球经济与市场研究部
私人银行部

全球宏观形势

鉴于美联储 (Fed) 终于启动了备受期待的货币宽松周期大幅降息 50 个基点, 美国国债收益率曲线预计将重新陡峭化, 但我们对美国财政债务不受控地日益上升的长期风险仍感到担忧。就日本而言, 日本银行仍准备好在波动消退之后进行更多加息。尽管中国当局出台了一连串财政刺激措施, 但这些措施能否重振国内疲弱的经济信心仍不明朗。

资产配置

由于在利率下降的背景下企业盈利向好, 我们对资产配置中的股票维持增配观点。在国债实现强劲回报后, 我们对固定收益类资产维持中性观点。由于相关性较低的另类资产能够产生风险分散化利益, 因此我们对另类资产维持增配观点。由于当前温和的宏观经济环境仍有利于风险资产, 因此我们对现金类资产维持减配观点。

股票

在美国总统大选即将到来之际, 我们对近期的股市修正风险采取战术性谨慎态度, 因此我们对美股维持减配观点。由于欧洲地区受困于内需消费疲软以及制造业活动减弱, 我们将对欧洲股市的配置观点从增配下调至中性。从中期来看, 日本受益于企业改革利好以及通缩终结, 因此我们对日本股市维持增配观点。我们将新兴市场 (EM) 亚洲股市的配置观点上调至增配, 但对采取刺激措施后的中国市场维持谨慎乐观态度, 因中国当局仍需推出更多通货再膨胀措施。

固定收益

就发达市场 (DM) 国家而言, 由于资产质量仍是主要的关注点, 因此我们对发达市场投资级债券维持增配观点。我们对发达市场国家高收益债券维持减配观点, 这是因为风险回报不对称, 但债券息差进一步收窄仍是有可能的。我们对新兴市场投资级债券维持增配观点, 并强调对那些基本面因素具有韧性的债券进行息差套利交易。我们对新兴市场高收益债券维持中性观点, 有选择性对于规避信用陷阱至关重要。

大宗商品

我们对黄金维持积极观点, 这是因为美联储终于开启了备受期待的降息周期, 美元即将进一步走弱而利率将继续走低, 同时投资者对于以黄金为基础资产的交易型开放式指数基金 (ETF) 等投资的需求可能回归, 印度的黄金进口需求大幅上升以及各国中央银行持续大手笔买入黄金。我们将金价预测提升为 2025 年第 3 季度在 3,000 美元/盎司。与之相比, 我们认为原油和铜将会因为中国经济减速而承压。

外汇和利率

随着美联储成为本轮货币宽松周期领跑者, 关于美联储降息的预期将继续作为美元整体走势的主要决定因素。虽然美元指数已经抹去了年初迄今为止的极为可观的涨幅, 从现在开始, 美元指数 (DXY) 的最低阻力路线仍然是倾向于下行。对于前端利率, 就今年第 4 季度末而言, 我们预计 3 个月复合有担保隔夜融资利率 (SOFR) 和新加坡元隔夜利率 (SORA) 分别在 4.88% 和 3.06%。此后, 预计届时短期利率会在 2025 年走低, 这与我们认为美联储在未来继续降息 100 个基点的预期保持一致。

全球宏观形势及市场策略

美联储启动备受期待的降息周期

“要留意细小的开支。须知千里之堤溃于蚁穴” - 本杰明·富兰克林

1. 收益率曲线预计将重新陡峭化

美债收益率曲线从 2022 年年中开始倒挂，并在过去两年里基本上维持倒挂状态。直到过去一个月，随着 10 年期对 2 年期国债收益率从今年 8 月中终于重回正区间，美债收益率曲线才开始正常化。可以用前端短期利率更快和更大幅度下降来简单解释收益率曲线的这种正常化现象，该利率对市场人士针对即将开启的美联储降息周期的预期更为敏感。

展望未来，随着美联储降息周期继续前行，收益率曲线将开始进一步陡峭化。事实上，自从始于 2001 年、2007 年和 2019 年的前几轮降息周期以来，便一直存在收益率曲线陡峭化的情况。据此，我们也可预计本轮降息周期会出现更多收益率曲线陡峭化的现象。然而，除非在未来几个月美国劳动力市场出乎意料地发生显著疲软，从而迫使美联储加大降息力度和速度，否则即将到来的收益率曲线陡峭化的程度可能会比前几轮周期更浅。首先，收益率曲线重回正区间应该令人感到欣慰，因为随着我们重回“正常化”的收益率曲线机制，即较长期限的利率具有较高风险而回报应更高。

2. 将美国财政债务这艘巨轮拉回正轨

两位美国总统候选人在迎来今年 11 月 5 日大选日的期间，在紧锣密鼓的竞选活动中已经对许多议题进行过大量探讨和假设。目前明确的一点是，美国前总统特朗普（Trump）所期望的许多政策设定带有明显的通胀风险，更多和延续更长时间的减税、提高关税以及收紧移民政策均可能会推动新一轮通胀，从而导致美联储在进入 2025 年后难以大幅度降息，并有可能反而使美元走强。换言之，美国前总统特朗普所期望的政策设定可能会与其希望美元走弱从而提振美国贸易出口的愿望背道而驰。另一方面，据说美国现任副总统哈里斯（Harris）的政策是现任拜登（Biden）政府所推行政策的延续。具体到贸易措施方面，哈里斯当选美国总统后会如何调整现有“针对性关税”的所谓“小院高墙”机制仍有待观察。

目前明确的一点是，两位总统候选人哈里斯和特朗普均未花费太多时间去探讨目前美国财政债务如同脱缰野马般日益膨胀这一长期风险。超党派的国会预算办公室(CBO)已发出警告，指出美国的未偿公共债务预计在未来十年内从目前约 28 万亿美元大幅升至 50 万亿美元。这是一个耸人听闻的数字。从长期来看，如果投资于美国国债的公众对美债信用丧失信心，则日益膨胀的美国公共债务将会不利于美元。美国国父本杰明·富兰克林（Benjamin Franklin）多年前曾写道，“要留意细小的开支，须知千里之堤溃于蚁穴。”如果两位总统候选人从现在开始专注于将美国财政债务这艘巨轮拉回正轨这一长期需求，并提出关于减少过度财政支出的更迫切的解决方案，时间仍不算太晚。

3. 随着日元套利交易逆转和波动性减退，日本银行（BOJ）已准备好再次加息

转到亚洲方面，日本银行行长植田和男(Kazuo Ueda)以及该行高官最新的评论再次确认了以下情况，即：只要金融市场形势企稳，日本银行仍将继续致力于提高利率。事实上，我们认为，日本银行将会在今年 12 月举行的会议上将隔夜政策利率再次提高 25 个基点至 0.50%。根据短期限的 3 个月东京银行同业拆借利率（Tibor）目前在大约 43 个基点的水平交易这一点来看，3 个月 Tibor 实际上已经在很大程度上对预期中加息 25 个基点至 0.50%这一情况进行计价。与此同时，随着日元对美元的收益差幅持续收窄，到今年底，美元/日元即期汇率预计将进一步下跌，并交投于 141 点位以下。

目前仍令投资者感到担忧的是，日元套利交易有可能再次发生无秩序和引发波动的进一步平仓。虽然对现有未平仓的日元空头头寸的准确数量进行量化会存在困难，但是根据芝加哥商品交易所（CME）的日元期货净头寸，我们可以作出相当准确的推断。关于这一点，值得注意的是，这种日元期货净头寸近期已经从今年 7 月中的极端净空头头寸转变为略为偏正。因此，在过去的一个月，可能大部分投机性日元套利交易头寸已经平仓。此外，大部分主要的日元“货币对”，例如欧元/日元、英镑/日元以及澳元/日元汇率已经重回今年初的价位水平。因此，随着日元空头基本成为过去式，日本银行进一步加息可能不会导致今年 7 月末/8 月初期间发生的金融市场无序现象卷土重来。

4.如何提振中国疲弱的经济信心?

随着 2024 年第 3 季度流逝,日益明显的一点是,中国当局在今年上半年出台的前几轮宽松货币政策以及各种财政刺激措施并未推动中国经济显著复苏。具体而言,在房地产开发商债务重组仍面临困难的同时,商品房价格继续下跌。中国的各类高频宏观经济数据和制造业数据也同样弱于预期。

今年 9 月底,中国当局公布了一系列刺激措施来提振经济。随后的新闻报道称,月度召开的中央政治局会议指出,“当前经济运行出现一些新的情况和问题,要切实增强做好经济工作的责任感和紧迫感”。虽然信心可能暂时受此提振并且资产价格也重新定价以体现融资成本降低,但可能并不足以显著扭转中国整体经济增长趋势。关于这一点,需要出台更持久和更大力度的措施(包括增加财政支出),从而弥补消费者和企业的支出不足。随着我们迎来 2024 年剩下的几个月,中国当局如何能够重振疲弱的经济信心和鼓励消费者和企业再次消费将会是另一个关键问题。这个问题至关重要,因为即将到来的美国总统换届可能会给中国经济和企业带来新一轮的不利影响。就目前而言,我们仍认为中国在今年上半年的 5.0%增速会持续到今年下半年,因此我们将中国 2024 年 GDP 增速预测维持在 4.9%,此前预计今年下半年 GDP 增速为 4.8%。此后,我们预计中国经济增速在 2025 年进一步放缓至 4.6%。

5.黄金快跑!

自从今年 1 月初在 2,000 美元/盎司价位上方交易以来,黄金已进入持续强劲的上涨通道,大幅上涨约 30%至目前刚好在 2,600 美元/盎司下方的价格水平。现有的一切利好黄金因素均维持不变。首先,新兴市场国家和亚洲中央银行继续大手笔配置黄金资产。其次,随着地缘政治风险上升,对黄金的避险需求保持强劲。第三,由于近期日元套利交易逆转引起全球股市和债市动荡不定,黄金得益于其低波动性,巩固了其作为可靠的长期投资组合风险分散器的地位。

最后,随着美联储进入新一轮降息周期,黄金目前享受了新的强劲利好因素。美联储降息将会降低买入黄金的资金成本,并有助于促使机构投资者重新投资黄金。事实上,我们目前正在见证以黄金为基础资产的交易型开放式指数基金需求的新一轮上升。总体而言,我们重申对黄金的长期积极观点,并强调指出,从中长期来看,3000 美元/盎司的心理关口目前已经越来越近了。

外汇策略：在美联储成功开启降息周期后，美元将进一步走弱

随着美联储成为本轮货币宽松周期领跑者，关于美联储降息的预期将继续作为美元整体走势的主要决定因素。虽然美元指数已经抹去了年初迄今为止的极为可观的涨幅，从现在开始，美元指数（DXY）的最低阻力路线仍然是倾向于下行。我们预计美元指数到年底时会跌破 100 点这个关键支撑位。总体而言，虽然我们重申美元未来继续走弱的观点，但美元有可能发生双向波动。随着今年 11 月美国总统大选的到来，对于特朗普“通货膨胀政策”的担忧可能会促使市场人士重新调整对于利率和美元的预期。我们对欧元/美元、英镑/美元以及澳元/美元汇率在 2024 年第 4 季度和 2025 年第 3 季度的最新点位预测分别为 1.13、1.17 和 1.34，以及 1.40、0.68 和 0.71。

关于美元/日元汇率，虽然该汇率在 2024 年第 3 季度从 161 暴跌至 142，这一货币对仍倾向于进一步下跌，但由于日元投机性套利交易可能已经在今年 7 月末到 8 月初期间逆转，因此这一汇率下跌的节奏会更加渐进。美联储（倾向于货币宽松）与日本银行（倾向于货币紧缩）之间的货币政策分歧坚定了我们持有的关于美元/日元汇率在接下来几个季度继续走弱的现有观点。我们目前对美元/日元汇率的最新点位预测为 2024 年第 4 季度在 141，2025 年第 3 季度到 133。

大多数亚洲地区货币兑美元汇率在 2024 年第 3 季度强劲上涨，亚元指数自 2023 年第 4 季度以来上涨幅度最大。由于美联储进入货币宽松周期，美元的利差优势逐渐消退，外国投资者涌入亚洲地区政府债券（例如印度尼西亚、马来西亚和泰国），从而提振了该地区的汇率表现。在即将迎来的 2024 年第 4 季度，继 2024 年第 3 季度的强劲上涨导致部分亚洲货币经历近些年来最大程度的超买后，亚洲货币对美元涨幅将在此基础上盘整。随着投资者对亚洲地区外汇的热情高涨，市场人士对于中国经济复苏之路崎岖不平的担忧可能也会得到缓解。最后，如果特朗普赢得美国总统选举，则其可能出台的关税政策带来的尾部风险将不可忽视，因此，随着今年 11 月份美国总统大选临近，投资者也可暂时采取观望态度。总体而言，我们将大多数亚洲地区外汇的 2024 年第 4 季度预测更新为接近当前的即期汇率水平，之后会在 2025 年重新走强。我们对美元/人民币以及美元/新加坡元汇率在 2024 年第 4 季度和 2025 年第 3 季度的最新点位预测分别为 7.08 和 6.87 以及 1.30 和 1.27。

利率策略：根据美联储大力开启宽松周期来调整我们的利率预测

我们对于美联储的利率预测调整如下，即：我们认为美联储会更早的降息，从现在到 2024 年底前的期间，美联储会再次降息 50 个基点，本轮货币宽松周期会更短，即货币宽松周期的终点在 2026 年第 1 季度（之前预测是 2026 年第 3 季度），届时最终利率维持在 3.25%。现在随着 2 年期对 10 年期美债收益率曲线回归到正区间，并且美联储正式进入货币宽松周期，目前最具一致性的观点之一是收益率曲线会进一步陡峭化，这也是我们的观点。因此，我们的确认为 2 年期对 10 年期美债收益率曲线在本轮降息周期会继续陡峭化，但幅度会比市场人士的普遍假设幅度小。

关于前端利率，就 2024 年第 4 季度末而言，我们预计 3 个月复合 SOFR 和 SORA 分别会在 4.88%和 3.06%。之后，预计短期利率在整个 2025 年会继续下跌，与我们对美联储进一步降息 100 个基点的预期保持一致。最终，到 2025 年第 3 季度，3 个月复合 SOFR 和 SORA 可能会分别跌至 3.76%和 2.19%。关于收益率曲线的较长端，我们预计 10 年期美债和新加坡政府债券收益率到 2024 年第 4 季度末分别在 3.70%和 2.55%。在今年 9 月份举行的美国联邦公开市场委员会会议之后，考虑到我们修正了联邦基金利率的基线，因此我们将 10 年期美债收益率预测下调，而我们对于 10 年期新加坡政府债券收益率的预测也随着 10 年期美债收益率的更新同步下调。基于我们对货币政策宽松周期的基本观点，我们对于美债和新加坡政府债券收益率曲线的预测也随着时间指向更低。最终，我们认为 10 年期美债和新加坡政府债券收益率到 2025 年第 3 季度会分别在 3.50%和 2.50%。

关于主要发达市场国家的货币政策观点，我们认为这些国家的中央银行已准备好下调各自的政策利率。其中的例外是日本银行，日本银行将继续独树一帜，其目标仍是利率正常化。我们预计日本银行在 2024 年第 4 季度还会再次加息，将政策利率上调至 0.50%，这将会是自 2008 年以来的最高点。在亚洲地区方面，各国中央银行的反应将会更加多样化，但最低阻力路线可能会是走向各自的货币宽松周期。一个很好的例子是印度尼西亚中央银行，该中央银行在今年 9 月份出乎市场意料地降息，从而结束了其在今年 4 月份意料之外昙花一现般的加息。

大宗商品策略：布伦特原油和铜价因中国经济减速而承压

随着美联储开启降息周期，我们可预计美元汇率进一步走弱且美元利率继续下降。美元汇率以及长期借款利率下降现在给黄金带来了重大利好因素。由于美联储开启降息周期，维持黄金多头的资金成本已下降，因此，我们认为机构投资者会重新青睐黄金产品，例如黄金 ETF。从支撑黄金的背景因素来说，各国中央银行对于黄金资产的整体配置需求以及地缘政治风险引起的投资分散化需求仍然存在。因此，考虑到美联储启动降息周期引起美元汇率走低和利率下降，我们对黄金维持积极观点，并将黄金价格预测进一步提高为 2024 年第 4 季度在 2,700 美元/盎司，2025 年第 1 季度到 2,800 美元/盎司，2025 年第 2 季度到 2,900 美元/盎司，2025 年第 3 季度到 3,000 美元/盎司。

布伦特原油在过去一个季度的价格表现令人失望，从今年 7 月初的 85 美元/桶跌至今年 9 月末的刚刚 70 美元/桶以上。今年第 3 季度引起原油抛售的主要因素是市场人士对于中国经济减速的担忧卷土重来，从而助长了对能源需求走弱的恐慌。虽然近期存在经济增速放缓风险，但我们不认为原油价格会继续下探至 70 美元/桶以下。这是因为中东地区冲突引起的地缘政治风险仍持续存在。原油期货曲线目前基本持平，原油期货净头寸目前已降至疫情后的低位。换言之，原油价格在当前的 70 美元/桶水平左右几乎没有计入风险溢价。正因如此，虽然我们基于全球经济增速放缓和对供过于求的担忧而下调布伦特原油价格预测，但我们仍认为，考虑到地缘政治风险，原油价格仍可能适度上行。总体而言，我们目前对布伦特原油价格的最新预测为今年第 4 季度在 70 美元/桶，明年第 1 季度到 75 美元/桶，第 2 季度和第 3 季度都到 80 美元/桶。

与布伦特原油的情况类似，伦铜价格在今年第 3 季度表现疲软，未能回到 10,000 美元/公吨上方，卷土重来的抛压促使伦铜价格走弱至刚好在 9,000 美元上方。展望未来，考虑到市场人士重新对中国经济增速放缓产生担忧，并且之前预期中的经济活动企稳并未成为现实，我们打消了之前对伦铜的积极观点。虽然伦铜价格近期疲软，但值得强调指出的是，市场人士对于铜矿开采在较长时期内的供应放缓以及精炼铜产量紧张的担忧仍徘徊不去。

资产配置

2024 年第 4 季度资产配置观点概述

以下资产大类观点概述均是基于“均衡型”风险状况。

资产大类	减配	中性	增配	评价
股票				利率下降背景下企业盈利向好，对股市维持增配观点。
美股				维持减配观点。对即将迎来美国总统大选期间的近期股市修正风险采取战术性谨慎态度。
欧洲股票				从增配下调至中性。欧洲地区受困于疲软的内需消费和制造业活动减弱。
日本股票				维持增配观点。虽然存在日元利空，但日本股市的中期前景受到日本企业改革利好的支撑，因此仍具吸引力。
新兴市场亚洲股市				上调至增配。但对采取刺激措施后的中国市场维持谨慎乐观态度，因中国当局仍需出台更多的通货膨胀措施。
固定收益				继国债实现强劲回报后，对固定收益资产维持中性观点，在软着陆的情景下股票表现会优于债券。
发达市场国家投资级债券				维持增配观点。债券的质量溢价仍然是主要的关注点。
发达市场国家高收益债券				维持减配观点。风险回报不对称，但有可能出现债券息差进一步收窄情况。
新兴市场投资级债券				维持增配观点。强调对那些基本面因素具有韧性的债券进行息差套利交易。继续提倡逢低买入。
新兴市场高收益债券				维持中性观点。有选择性对于规避信用陷阱至关重要。
另类投资				维持增配观点，相关性较低的另类资产能够产生风险分散化利益。
对冲基金				维持增配观点。少数精选的对冲基金能够跑赢公开市场。
私募市场				维持中性。少数精选的私募市场基金具有久经考验的良好业绩记录。
原油				从增配下调至中性。原油价格近期可能会在区间交易。
基础金属				从中性下调至减配。中国房地产业形势的好转以及财政刺激措施将会是关注的焦点。
贵金属				从中性上调至增配。黄金可能受到实际收益率下滑以及散户投资者需求的提振。
货币市场				维持减配观点，因为温和的宏观经济环境利好风险资产。
减配 中性 增配 当前季度所处位置 上季度所处位置				

注：

以上资产大类配置观点概述均是基于“均衡型”风险状况。

在上表的标题栏中，“U/W”指减配，“N”指中性，“O/W”指增配。

表中每个实心圆点是指当前季度所处位置。每个空心圆点（如有）是指上季度所处位置。

资产大类	极度保守			保守			均衡			增长			激进			评价
	当前	VS	变动	当前	VS	变动	当前	VS	变动	当前	VS	变动	当前	VS	变动	
股票				30.0%			50.0%			70.0%			80.0%			
美股				15.0%			25.0%			35.0%			40.0%			
欧洲股票				4.5%		-1.5%	7.5%		-2.5%	10.5%		-3.5%	12.0%		-4.0%	
日本股票				3.0%		-1.5%	50%		-2.5%	7.0%		-3.5%	8.0%		4.0%	
新兴市场亚洲股票				7.5%		3.0%	12.5%		5.0%	17.5%		7.5%	20.0%		8.0%	
固定收益	90.0%			60.0%			35.0%			10.0%						
发达市场国家投资级债	45.0%			25.5%		-1.5%	14.9%		-0.9%	4.3%		-0.3%				
发达市场国家高收益债				4.5%		1.5%	2.6%		0.9%	0.8%		0.3%				
新兴市场投资级债	45.0%			24.0%			14.0%			4.0%						
新兴市场高收益债				6.0%			3.5%			1.0%						
另类投资				10.0%			15.0%			20.0%			20.0%			
货币市场	10.0%			0.0%			0.0%			0.0%			0.0%			

注：
“变动”是指相对于上季度的资产大类变动情况。这些变动（如有）将以相应方式表示（以绿色表示增配，以红色表示减配）。
由于四舍五入至小数点后一位，因此表中数字相加可能与总数不一致。

考虑到通胀率下滑以及预期发生软着陆情景，股票表现可能会优于债券。尽管 10 月份是传统股市淡季并且今年 11 月 5 日围绕美国总统选举形成了事件风险，股市的中期前景保持乐观。

从股市持仓观点来看，房地产投资信托（REITs）、高派息股票和中小市值美股等受益于利率下行的股市板块将会表现良好。虽然大市值股票的基本面因素保持韧性，但投资者较不密集的板块可能会有更大的上涨潜力。

在美元利率走低的环境下，亚洲和其他新兴市场可能会表现良好。具体而言，东盟地区股市估值合理，并受益于目前持续进行中的中国供应链转移。最后，我们继续提倡适当配置另类资产和贵金属，以便构筑一个充分分散化的投资组合。

房地产、高派息股票和小市值股票受益于降息将表现良好

来源：彭博、大华银行私人银行

明晟全球指数（重设基期，4个月前=100）



股票

年初迄今为止（截至 2024 年 9 月 25 日），明晟美国指数以美元计涨 19.6%，表现优于所有其他区域市场。这一上佳表现是建立在即将降息、企业盈利向好以及美国经济韧性的基础上。

全球股市在今年 7 月末见证了近期高位并在今年 8 月初暴跌。相对于美联储的鸽派政策转向，日本银行表现出来的鹰派言辞引发了日元套利交易的剧烈逆转，最终导致广泛但昙花一现式的市场波动。后来，随着美联储主席鲍威尔（Powell）示意“美元利率下调的时机已成熟”，全球股市实现了一轮反弹。

进入今年 9 月份这个美股传统上的淡季，获利抛售成为主流，市场因此而遭遇波动。在美联储主席鲍威尔于 9 月 18 日举行的联邦公开市场委员会会议上发表讲话后，由于 50 个基点降息为全球中央银行在不引起恐慌的前提下实施政策宽松营造了政策空间，市场总体上表现积极。鲍威尔表示，这一“巨无霸”式降息是出于风险管理考虑，以及为了先发制人应对下行风险而进行的“政策立场重新调整”。随着美国劳动力市场显著降温，美联储的政策重点果断地从抑制通胀转移至控制失业率。尽管美联储的双重使命是控制失业率和通胀，但当前增长风险比通胀风险更为重要。

从经济角度来说，有迹象表明经济活动的势头已经减弱，最新一次的 12 个月美国非农就业人数的大幅下修即表明了这一点。对劳动力的需求正在减弱，而潜在薪资上涨压力也已减弱。虽说如此，失业率的最新变动可主要归因于劳动力供给的回升，而非劳动力需求的急剧下滑。总体而言，美国劳动力市场已经降温但并未陷入困境。美联储不会等到失业人数急剧上升之后才采取行动来支撑劳动力市场。

股市表现

来源：Macrobond，大华银行私人银行

美元价格回报指数（重设基期为 2024 年初=100）



与此同时，由于在过去几十年里美国股市繁荣引起家庭财富净值大幅增长，因此目前美国住户部门仍处于良好状态。违约率从低基数上升，但是仍可控。重要的是，美联储迄今为止的货币紧缩政策并未引起任何金融困境，而金融或经济困境是形成衰退的必要条件。最后，美国的通胀下行趋势良好，从而为美联储开启降息周期巩固了基础。为此，在货币紧缩的滞后效应开始显现之前能够避免发生经济衰退。这一点与美联储主席鲍威尔对美国经济增长的信心以及其所认为的“经济衰退的风险并没有上升”这一观点保持一致。

从市场角度来说，预计接下来 1-2 个月可能发生短期回撤。这是因为：第一，如即将出炉的美国经济数据出乎意料显著下行，则其可能因为引起市场对经济衰退的担忧而形成短期市场波动；第二，9 月和 10 月传统上是全球股市淡季；以及第三，在即将迎来美国

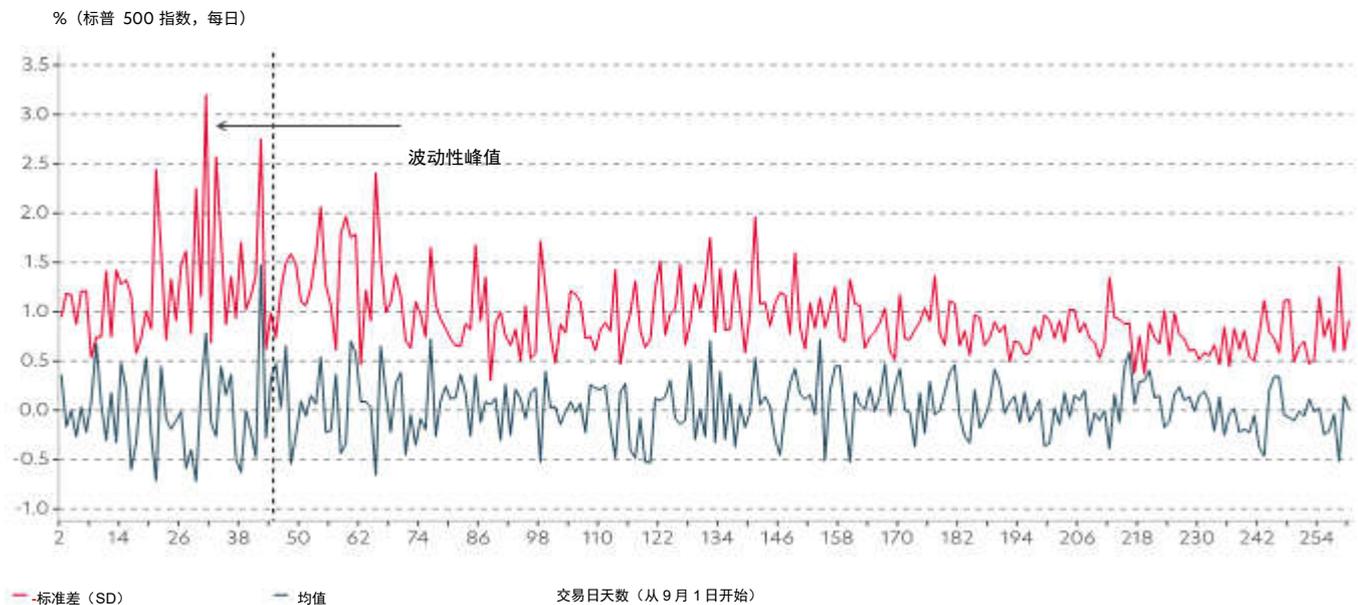
总统大选之前的 2-3 个月内市场波动通常倾向于上升，但之后便会消退。虽说如此，美股的任何短期修正风险幅度均可能局限在 8-10% 范围。当没有发生衰退的背景下利率下降并且企业盈利向好，美股的中期前景（即 6-12 个月期间）仍然向好。

总体而言，值得注意的是，最新一轮联邦公开市场委员会会议的结果总体利好于风险资产。如果美联储的预测最终正确，则考虑到美国最开始时的通胀水平，这将会是史无前例的软着陆情景。虽说如此，由于美股当前估值相对较高，在迎来今年 11 月份美国总统大选期间可预计会发生某种程度的短期波动。为此，投资者可考虑对美国建立防御性敞口，将部分敞口从“美股七巨头”分散到其他板块和地区可能会是适当之举。受益于利率下降的板块（包括房地产投资信托、高派息股票和中小市值股票）也能表现良好。

总体而言，我们对美股维持减配观点。

美国总统大选前 2-3 个月内市场波动性上升

来源：Macrobond，大华银行私人银行



年初迄今为止（截至 2024 年 9 月 25 日），明晟欧洲指数以美元计涨 9.5%，落后于所有其他区域市场。这种现象并不出人意料，因为欧元区经济体制造业采购经理指数(PMI)表现不佳。另外值得注意的是，与美股等股市相比，明晟欧洲指数的成分股构成更侧重于金融行业和工业。考虑到今年前三个季度科技股和成长型股票持续表现上佳，欧洲股市仍处于周期性的落后位置。进入今年 10 月份后的季节性波动以及美国总统大选将会是接下来几个月的焦点。

从经济角度来说，最新欧元区数据表明，欧洲中央银行(ECB)采取渐进式的货币宽松政策；这与市场人士对美国联邦基金利率的走势预期相反。由于德国制造业显著疲软，因此德国仍然是欧元区的增速落后者。与此同时，欧元区整体通胀率接近欧洲中央银行设定的 2% 目标，薪资增长的前瞻性指标显示出薪资增长放缓。在接下来几个月，欧元区的国内生产总值 (GDP) 增速和通胀率预测可能会下修。

虽说如此，服务业的韧性是一个亮点。今年 7 月份失业率已降至历史低位。意大利和西班牙等欧洲外围地区捍卫了欧元区的经济堡垒，真实 GDP 增速表现优于其他国家。核心通胀徘徊不去，促使中央银行采取谨慎态度。综合来看，欧洲中央银行在面对季度降息时会谨慎行事。

从市场角度来说，自从 2022 年底发生的持续股市估值重估以来，明晟欧洲指数的盈利势头已经放缓。与 5 年平均值相比，12 个月远期市盈率倍数（即 13.9 倍）似乎并不太高。从行业表现来看，由于中国消费降级以及全球经济减速，欧洲奢侈品股票仍处于暴跌状态；这些股票的强大定价权已趋于正常。与此同时，由于人工智能相关行业的领导者未能满足市场的高预期，因此半导体行业股票

也遭遇打击。半导体行业的估价似乎已在近期见顶，意味着盈利增长的峰值已经被计入股价内。其他方面，公用事业股票等防御型行业股票在市场风险偏好下降的背景下表现良好。

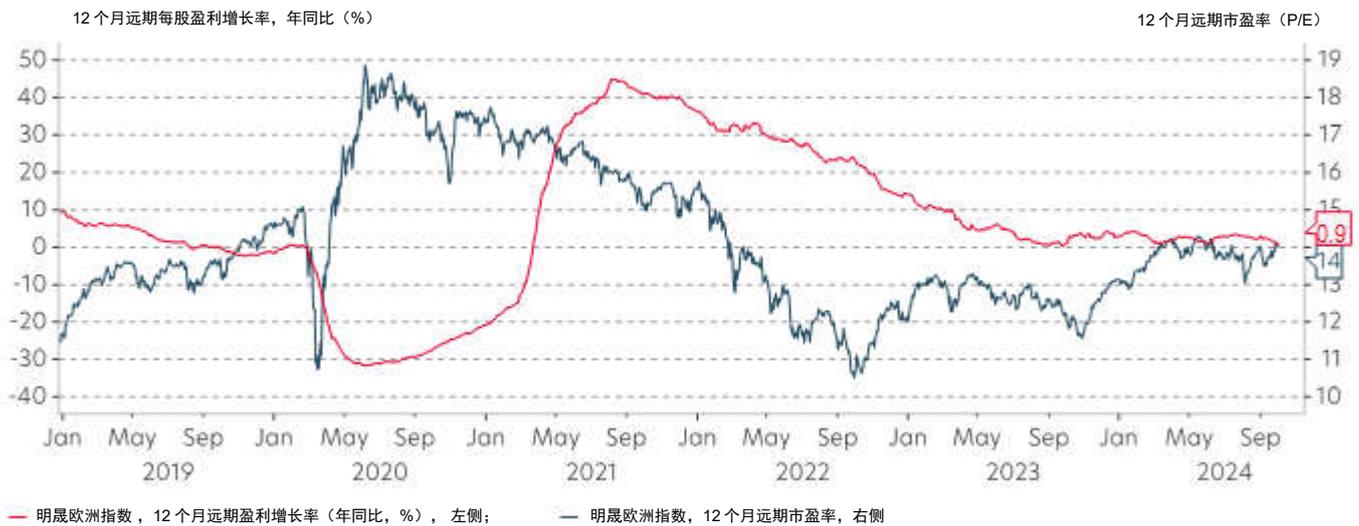
展望未来，全球股市可能在接下来的一到两个月内维持波动。中国当局出台了一系列政策措施，包括继续下调政策利率、下调准备金率和存量住房按揭贷款利率、建立一个互换便利机制以便非银行金融机构利用 5000 亿元资金买入股票，以及向特困人群发放一次性生活补助。这可能导致对欧洲股价形成短期的“膝跳反射”，特别是对于那些与中国需求绑定的奢侈品企业而言尤为如此（考虑到正面的溢出效应）。然而，欧元区经济体内需消费疲软，再加上全球制造业活动下滑，这可能会限制盈利增长和股市的积极修正（即股价上涨）。

在金融体系不存在系统性压力的前提下，银行业等早周期行业可能会表现相对较好。与此同时，房地产等受益于降息的行业股票可能已经触底。从中长期来看，那些贴合长期趋势的股票（例如减肥药、生成式人工智能工具的需求激增以及因地缘政治紧张局势而引起的军事开支上升）均可能表现良好。

总体而言，我们将对欧洲股市的配置观点从增配下调至中性。

在股市重估的背景下盈利势头已放缓

来源：彭博，大华银行私人银行



年初迄今为止（截至 2024 年 9 月 25 日），明晟亚洲指数（除日本）以美元计涨 14.2%，表现相当不错，仅落后于美国。与此同时，截至 2024 年 9 月 25 日，明晟中国指数以美元计涨 9.9%，继中国当局公布一系列政策措施后股市在近期经历了大幅回升。这种现象并不出人意料，因为中国当局之前为了应对内需乏力而出台的挤牙膏式措施是犹豫不决且缺乏新意之举。考虑到经济突然急剧减速的风险上升，中国需要推出一揽子大力度的刺激政策来复苏经济。

中国的经济复苏无疑已失去动力。主要经济指标继续出乎意料地下行，仅剩出口仍在独挑大梁。服务业的扩张已经减速，而制造业仍处于不景气状态。固定资产投资增速在今年 7 月份出乎意料地放缓，主要是因为房地产投资疲软和政府主导的投资放缓。新建住宅销售在今年 8 月份加速下滑，而财政支出放缓也形成了拖累。企业销售增长乏力也表明了消费者正在缩减消费。

值得注意的是，尽管中国国内利率正在见底，但住户部门仍继续涌入储蓄。企业借贷已转向票据融资，因为票据融资的平均利率低于常规银行贷款。在地缘政治紧张局势升温以及房地产市场疲弱的背景下，中国政府债券的强劲表现则表明了投资者对于经济长期增长前景缺乏信心。

令人欣慰的一点是，出于对经济增速的担忧以及随着通缩风险上升，中国当局已展示出更强的紧迫感。中国人民银行在今年 9 月 24 日公布了一系列刺激措施，从而引发了中国股市大幅反弹。这些刺激政策包括再次下调政策利率、下调准备金率和存量住房按揭贷款利率、建立一个互换便利机制以便非银行金融机构利用 5000 亿元人民币资金买入股票，以及向特困人群发放一次性生活补助。这些激进的通货再膨胀措施可被视为朝着正确方向迈出了巨大的一步，中国现在可能将股价上涨视为人们对于中国经济的主要信心指标。

从市场角度来说，我们对除中国以外的亚洲地区（例如印度和东盟国家）股票的偏好产生了积极的结果。在东盟内部，类似马来西亚和越南等国家预计将受益于更为广泛的供应链重组。对于中国股市而言，我们重申强调选择性，提倡杠铃策略，即一方面持有高分红股票，另一方面持有优质的 beta 型股票。与亚洲地区其他股市相比，中国股市以其较低的估值显得脱颖而出。展望未来，在未来几周，中国中央政治局会议以及中央经济工作会议将会是了解当局接下来是否出台任何重大财政支持的关键渠道；这也决定了中国的牛市是否能够持续突破。

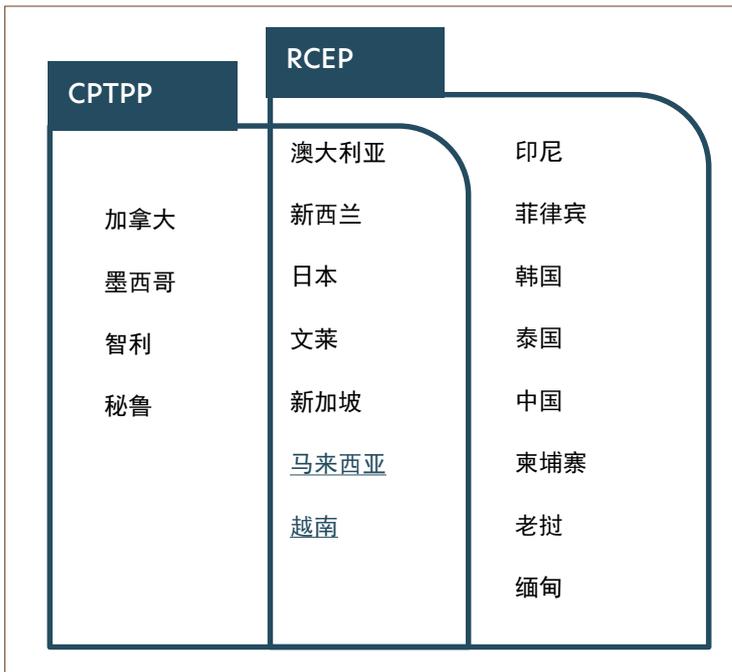
在美联储降息周期即将到来的背景下，新兴市场亚洲地区的风险回报率仍具有吸引力。我们继续偏好优质高分红股票，包括银行股、保险行业以及房地产投资信托。对于中国，我们强调应具有选择性。优质 beta 型股票仍有可为。投资者可考虑通过结构化产品以防御态势来投资这类股票。

总体而言，我们将对新兴市场亚洲股市的配置观点从中性上调至增配。

亚太地区贸易集团中的马来西亚和越南

来源：大华银行私人银行

亚太地区贸易集团中的马来西亚和越南



CPTPP
《全面与进步跨太平洋伙伴关系协定》

RCEP
《区域全面经济伙伴关系协定》

来源：大华银行私人银行

年初迄今为止（截至 2024 年 9 月 25 日），明晟日本指数以美元计涨 9.7%，落后于除欧洲以外的所有其他区域市场。日本股市在 2024 年 8 月初经历了大幅下跌，很大程度上是因为日本银行相对于美联储鸽派政策转向表现出的鹰派言辞导致日元套利交易逆转。由于货币政策预期发生根本性变化并且美国经济发生衰退的风险上升，市场波动加剧，从而导致大规模抛售和获利回吐。

虽然日元持续升值对日本股市形成利空，尤其是对于出口企业而言，但日本仍能维持长慢牛。重要的是，公司治理改革以及积极的通胀形势形成了一个投资周期，继续佐证我们对日本股市的中长期积极观点。近期波动不太可能打破这种局面。

从经济角度来说，日本的制造业 PMI 已完全触底，而服务业仍得到良好支持，这部分是由于旅游业需求强劲。然而，日本在 2024 年第 2 季度的年化实际 GDP 增速为 2.9%，略低于预期。私人消费和资本投资均略微下修。虽说如此，整体结果与日本银行行长的观点一致，其认为这种渐进式的复苏将会持续下去。在经过两年多以后，日本的平均实际工资增速已转为正，这预示着消费者支出将会上升，在不再发生日元引起的金融市场波动的情况下，日本银行仍有可能在今年底前加息 25 个基点。

从市场角度来说，中长期投资者当中持股比例上升。在美国经济增速放缓背景下美联储降息已成定局，全球投资者对于目前正在经历公司治理改革的日本企业仍具有浓厚兴趣。部分由于日本金融厅出台的新举措，战略持股的减持正在进一步加速。加拿大企业对一家家喻户晓的日本连锁便利店的拟议收购交易也是对日本市场开放性的“试金石”。

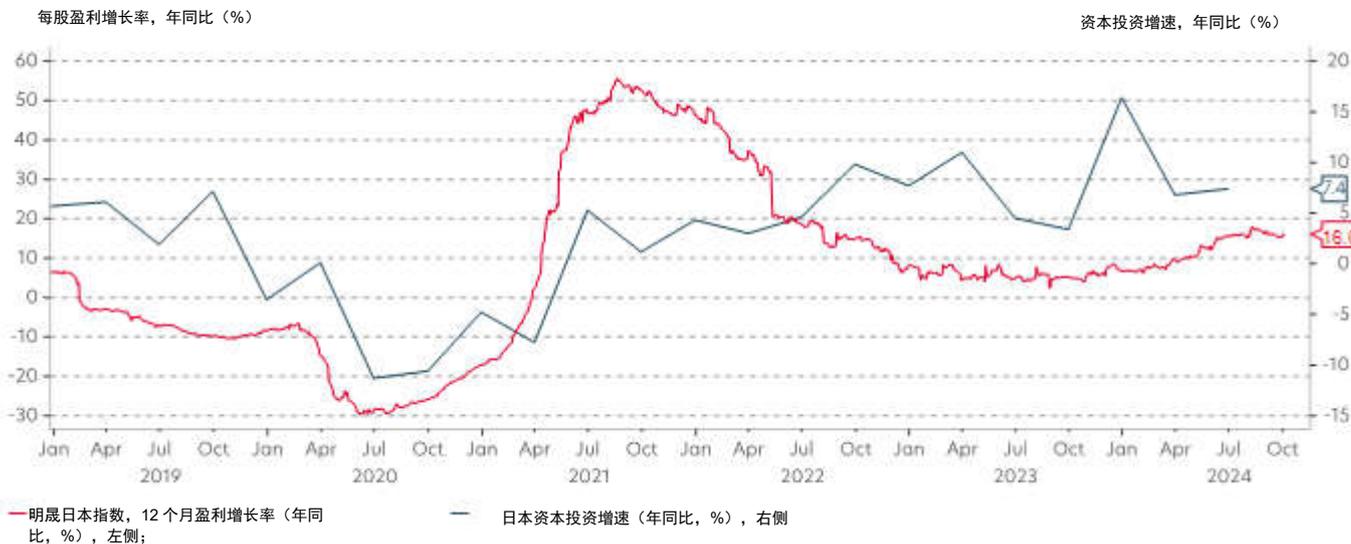
明晟日本指数的 12-个月远期市盈率相比五年均值已下降至不太高的 14.6 倍，而企业盈利势头保持良好。日本股市在 2024 年 8 月经历了一轮短暂而剧烈的抛售后，重新流入的资金支撑了大市。这表明全球投资者对于日本股市的信心并未遭到结构性的削弱。再加上股息分红以及股票回购形势向好，日本股市仍有相当的上行空间。

总体而言，针对日元敞口采取无对冲策略有助于抵御日本银行突然发生货币政策预期转变的风险。考虑到日元渐进式升值的前景，投资者可考虑投资于日本的内向型行业。那些正在进行公司改革以提升经营效率和股东回报的企业将能够表现良好。最后，我们重申对于金融行业以及信息技术服务等长期增长领域的偏好。

总体而言，我们对日本股市维持增配观点。

盈利伴随着资本投资而增长

来源：彭博，大华银行私人银行



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 9 月 25 日），以美国企业投资级债券指数（即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的以美元计总回报率为+5.3%。三重因素促成了这一情况，即：息差套利、美国国债正回报以及债券息差，由此导致债市迄今为止表现良好。

继美联储在今年 9 月份举行的联邦公开市场委员会会议上降息 50 个基点后，市场针对美国国债收益率曲线走陡的情况进行了计价，截至今年 9 月底，10 年期-2 年期国债收益率息差走阔至大约+14 个基点。在考虑到货币宽松政策以及对国内经济的评估更为乐观的情况下出现了这种情形。美联储对于国内通胀前景抱有信心并通过货币宽松政策来应对劳动力市场问题。大华银行的环球经济与市场研究部门团队预计美联储在今年 11 月和 12 月分别降息 25 个基点，进入 2025 年后再降息四次（每个季度分别降息 25 个基点）。

债券估值可能看起来过高，我们认为这是在市场看涨情绪下多重因素共同作用的结果，同时投资者为了锁定收益而采取的技术性转变以息差压缩的形式体现。总体而言，从历史角度来看综合收益仍具有吸引力。我们继续提倡自下而上的方法选择基本面稳健的债券，从而在较长时间跨度内获得收益。规避负面信用事件对于推高总回报率至关重要。

总体而言，我们对发达市场美元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

美元总回报（重设基期为 2024 年初=100）



发达市场国家高收益债券

年初迄今为止（截至 2024 年 9 月 25 日），发达市场高收益债券保持了优于投资级债券的市场表现，美国企业高收益债券指数（即彭博美国企业高收益指数）的以美元计总回报率为+7.8%。值得注意的是，这种表现差距在过去几周扩大了，因为久期对投资级债券的市场表现形成了某种程度的拖累。高收益债券板块内部的回报率在本质上很大程度上是各有不同，部分处于困境的债券发行人挣扎于债务重组泥沼，而其他发行人则已实现成功复苏。

年初迄今为止，高收益债券的息差已收窄 15.8 个基点至 306 个基点，这仍接近历史高位。虽然高收益债券收益高于投资级，但是考虑到投资级与高收益债券之间发生了大幅债券息差压缩，因此这种收益增强优势更为有限。总体而言，债券违约率预计逐渐走高，

这是因为渐进式或更加缓慢的降息节奏可能会对实力较弱或财务困难的发行人形成挑战。尾部风险上升促使我们对于不对称的风险回报产生警惕。虽说如此，在软着陆情景下，有可能出现债券息差进一步收窄情况。

总体而言，我们对发达市场美元高收益债券维持减配观点。

债券息差已大幅收窄

来源：Macrobond，大华银行私人银行



新兴市场投资级债券

年初迄今为止（截至 2024 年 9 月 25 日），新兴市场亚洲投资级债券（以彭博新兴市场亚洲美元债券高级指数作为基准）以美元计的总回报率为+5.7%。由于新兴市场国家受益于良好的经济环境以及有利的供求形势，因此投资级债券息差年初迄今为止收窄了 16.1 个基点。国债的表现成为了年初迄今为止该级别债券总回报的主要贡献者，息差套利将日益成为收益投资的焦点。

某些新兴市场的鼓舞人心的增长前景可能会扩大那些向市场寻求资金的债券发行人的范围。这会给市场发展带来更多的机会，进而为投资者产生更多的分散化投资潜力。

在新兴市场亚洲投资级债券内部，我们继续偏好亚洲金融业、聚焦亚洲的优质保险企业、准主权/战略国有企业以及国防消费企业。我们强调在管理久期风险方面采取多样化措施的重要性，将平均修正久期目标设定为 5-8 年。

总体而言，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

年初迄今为止（截至 2024 年 9 月 25 日），新兴市场高收益债券的表现亮眼，基准指数（彭博亚洲美元高收益债券指数）的以美元计总回报率为+12.4%。其中存在一种幸存者偏差，因为将已违约的中国房地产开发商剔除在指数层面加大了基数效应。总体指数表现受到了巴基斯坦显著的经济复苏以及部分优质中国大陆开发商/中国香港特别行政区开发商的提振。

关于持仓方面，考虑到中国房地产开发商缺乏实质性的定向政策支持、该行业存在评级下调以及新闻头条风险（即：债权人向香港法院提出清盘呈请），因此我们对中国房地产行业维持谨慎态度。由于该行业在达成债务重组成果方面进展缓慢，发生破产清算的可能性仍是一项决定胜负的因素。保持谨慎和高度选择性仍然是我们在新兴市场亚洲高收益债券板块的操作模式。

总体而言，我们对新兴市场亚洲高收益债券维持中性观点。

在息差收窄的背景下强调选择性

来源: Macrobond, 大华银行私人银行



外汇、利率和大宗商品预测

外汇汇率	2024年9月19日	2024年4季度 预测	2025年1季度 预测	2025年2季度 预测	2025年3季度 预测
美元/日元	142	141	138	135	133
欧元/美元	1.12	1.13	1.15	1.16	1.17
英镑/美元	1.33	1.34	1.36	1.38	1.40
澳元/美元	0.68	0.68	0.69	0.70	0.71
新西兰元/美元	0.62	0.62	0.63	0.64	0.65
美元指数	100.59	99.8	98.2	97.2	96.2

美元/人民币	7.06	7.08	7.01	6.94	6.87
美元/港元	7.79	7.80	7.80	7.80	7.80
美元/新台币	31.90	31.8	31.3	30.9	30.5
美元/韩元	1,331	1,320	1,300	1,280	1,260
美元/菲律宾比索	55.63	55.8	55.3	54.8	54.3

美元/林吉特	4.19	4.22	4.18	4.14	4.10
美元/印尼盾	15,238	15,400	15,200	15,000	14,800
美元/泰铢	33.12	33.2	32.8	32.4	32.1
美元/越南盾	24,571	24,500	24,300	24,100	23,900
美元/印度卢比	83.69	83.5	83.0	82.5	82.0

美元/新元	1.29	1.30	1.29	1.28	1.27
欧元/美元	1.44	1.47	1.48	1.48	1.49
英镑/新元	1.71	1.74	1.75	1.77	1.78
澳元/新元	0.88	0.88	0.89	0.90	0.90
新元/林吉特	3.25	3.25	3.24	3.23	3.23
新元/人民币	5.47	5.45	5.43	5.42	5.41
日元/新元*100	0.91	0.92	0.93	0.95	0.95

政策利率	2024年9月27日	2024年4季度 预测	2025年1季度 预测	2025年2季度 预测	2025年3季度 预测
美元联邦基金利率	5.00	4.50	4.25	4.00	3.75
日元政策利率	0.25	0.50	0.50	0.50	0.50
欧元再融资利率	3.65	3.40	3.15	2.90	2.65
英镑回购利率*	5.00	4.75	4.50	4.25	4.00
澳元官方现金利率	4.35	4.00	3.75	3.50	3.25
新西兰元官方现金利率	5.25	4.75	4.50	4.25	4.00

人民币 1 年期 LPR	3.35	3.20	3.20	3.20	3.20
港元基准利率	5.25	4.75	4.50	4.25	4.00
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	3.00	2.75	2.50	2.50
菲律宾比索隔夜逆回购利率	6.25	5.75	5.50	5.25	5.00
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	5.75	5.50	5.00	4.75
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	6.25	6.00	5.75	5.75

利率	2024 年 9 月 19 日	2024 年 4 季度 预测	2025 年 1 季度 预测	2025 年 2 季度 预测	2025 年 3 季度 预测
美元 3 个月 SOFR (复合)	5.37	4.88	4.26	4.01	3.76
新加坡元 3 个月 SORA (复合)	3.52	3.06	2.58	2.39	2.19
10 年期美债收益率	3.71	3.70	3.60	3.60	3.50
10 年期新加坡政府债 券收益率	2.45	2.55	2.50	2.50	2.50

大宗商品	2024 年 9 月 19 日	2024 年 4 季度 预测	2025 年 1 季度 预测	2025 年 2 季度 预测	2025 年 3 季度 预测
黄金 (美元/盎司)	2,589	2,700	2,800	2,900	3,000
布伦特原油 (美元/桶)	75	70	75	80	80
伦敦金属交易所铜 (美 元/公吨)	9,515	9,000	9,000	9,000	9,000

更新于 2024 年 9 月 30 日

*预测是基于 2024 年 9 月 20 日的报告更新

来源: 大华银行全球经济与市场研究部

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年第四季度。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