

货币政策周期末期; 经济周期中期

2024年年中投资展望



目录

03

首席投资官评论

09

投资组合策略

13

宏观趋势

26

股票

35

固定收益

40

大宗商品

44

外汇货币



首席投资官评论

投资组合策略

宏观趋势

股票

固定收益

大宗商品

外汇货币

› 首席投资官评论

新加坡



首席投资官评论

通胀再度抬头？

2024年，美联储降息预期的不断反复非常令人意外。今年年初，根据联邦基金利率期货数据显示，市场预计美联储大概将降息七次。目前，该降息预期已发生变化，预计降息不到两次，降息时间可能推迟到11月的美联储会议。这一变化主要是由于第一季度的通胀数据高于预期，第一季度核心个人消费支出价格指数年化涨幅为3.5%。这一通胀数据超过了2023年第四季度的水平，也超过了美联储的通胀目标。

虽然通胀持续时间超过预期，但预计通胀率会有所下降。消费价格指数中的业主等价租金部分已经滞后于新租金的回落水平，但两者最终将趋于一致。另一个值得关注的领域是服务业通胀，超级核心服务(不包括住房)的季度涨幅为1.98%，2023年第四季度的季度涨幅为0.99%。然而，随着劳动力市场的降温，目前的就业缺口已缩小到新冠肺炎前的水平，服务业通胀率可能会下降。

美国劳动力市场正在降温



资料来源: Macrobond、大华银行私人银行、美国劳工统计局 (BLS)



首席投资官评论

人工智能革命： 我们是否正处于 炒作风潮的末期？

人工智能已成为一大投资主题，其中英伟达领跑，与2022年的低点相比，增长了近10倍。为人工智能部署提供云服务的公司(如超大规模云服务公司)的营收也在大幅增长。与过去的技术"炒作"不同(如元宇宙等公司)，对生成式人工智能的投资正在各行各业产生立竿见影的回报。

生成式人工智能的多功能性和普及化可以与过去的技术周期相提并论，如20世纪90年代的信息和通信技术热潮，办公室工作模式发生了根本性变革，同时引入了电子商务和网约车服务等新兴行业。从历史上看，分析师低估了此类技术的增长潜力。摩根士丹利研究发现，分析师通常会将与个人电脑、互联网和云服务等相关技术的用户增长率平均低估38%。

广泛部署生成式人工智能将需要大量的基础设施投资，尤其是需要大量电力供应的现代数据中心。

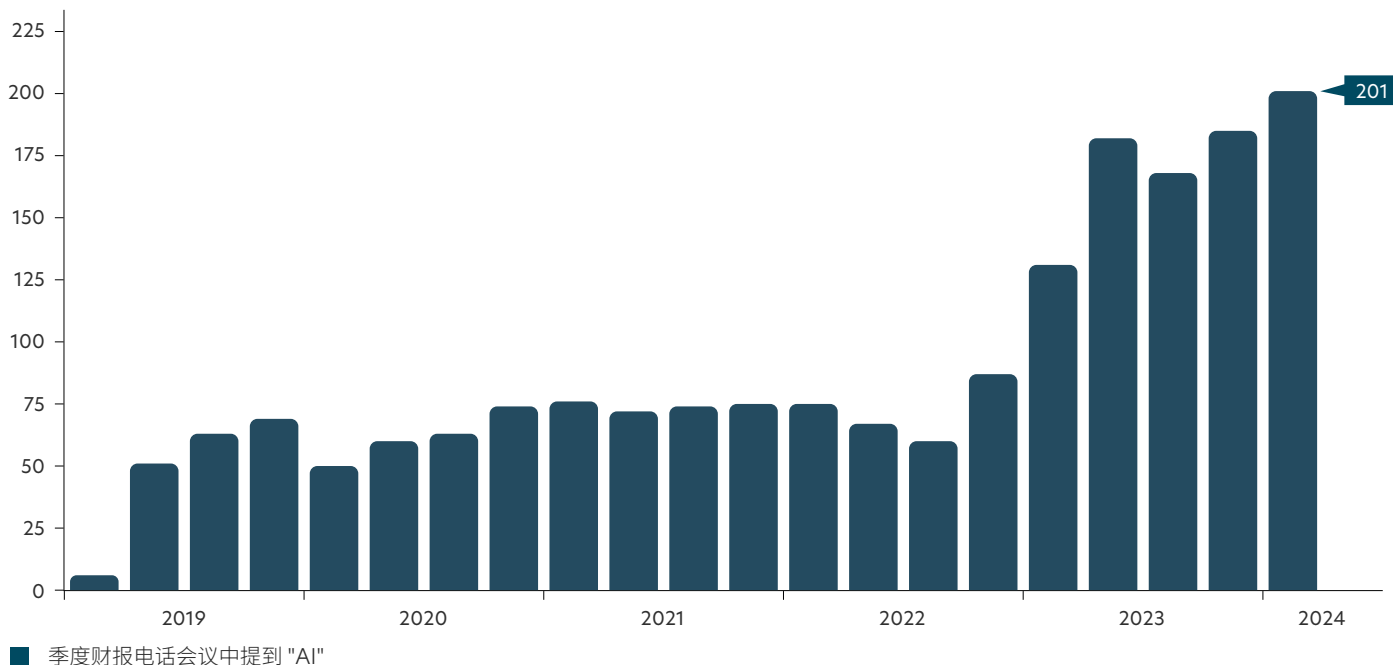
正如Meta公司首席执行官马克·扎克伯所指出的那样，能源限制是建设人工智能数据中心的主要瓶颈。解决这些制约因素将惠及更广泛的行业领域，而不仅仅是科技公司。此外，微软最近推出的Copilot+PC将人工智能从云端转移到边缘设备，而苹果也将在其iPhone和其他设备中集成人工智能驱动的工具和功能。这些努力有望推动消费强劲升级。

由ChatGPT引领的人工智能革命已经引起了全世界的关注。英伟达公司创始人兼首席执行官最近的讲话表明，这仅仅是个开始。下一个前沿领域将从数字媒体转向机器人以及实现完全自动驾驶的物理世界。

总之，人工智能有望引发一个广泛的投资周期，除了迄今为止少数明显的赢家之外，还将涵盖许多其他行业和公司。

创纪录数量的标普500公司在2024年1季度财报电话会议中提及人工智能

标普500公司数量



■ 季度财报电话会议中提到 "AI"

资料来源:FactSet、大华私人银行



首席投资官评论

中美紧张态势中蕴藏的机遇

自美国前总统特朗普首次对中国进口商品征收关税以来，中美紧张局势一直是投资者关注的焦点。尽管采取了报复性行动，但总体影响对双方来说都不是致命的。美国总统拜登原封不动地维持特朗普的关税政策，加强了对高科技产品出口的限制，采取了“小院高墙”战略。

11月的美国大选可能会对中美关系产生重大影响。目前，特朗普在摇摆州支持率略微领先，但选情仍不容乐观。

特朗普如果当选总统，共和党控制国会，可能会导致更高的关税，对中国进口商品征收高达60%的关税，而对其他地区征收10%的关税。

这些地缘政治紧张局势以及与新冠肺炎相关的供应链多样化其他国家带来了机遇。中国失去的市场份额已转向东盟、印度和墨西哥等国。与此同时，美国制造业的复兴已经准备就绪。这一转变需要对基础设施建设进行大量投资。

特朗普上台:实际与潜在的关税政策

政策	范围	特朗普在2018-19年	特朗普第二个任期
所有进口产品的关税	世界	无	10.0%
中国进口产品的关税	中国	5%-25%针对USD 3500亿美元	额外60%+*
永久性正常贸易关系(PNTR)状态	中国	继续	中止
最少进口额豁免的例外条款**	世界	800美元	大幅降低或中止

资料来源:彭博社、美国国际贸易管理局

* 对所有美国从中国进口的产品征收 60% 的额外关税是依据模型计算得出的、但实际上平均关税水平可能与这个数字有很大不同。

** 发往指定收件人的单独进口货物无需缴纳关税的阈值。



首席投资官评论

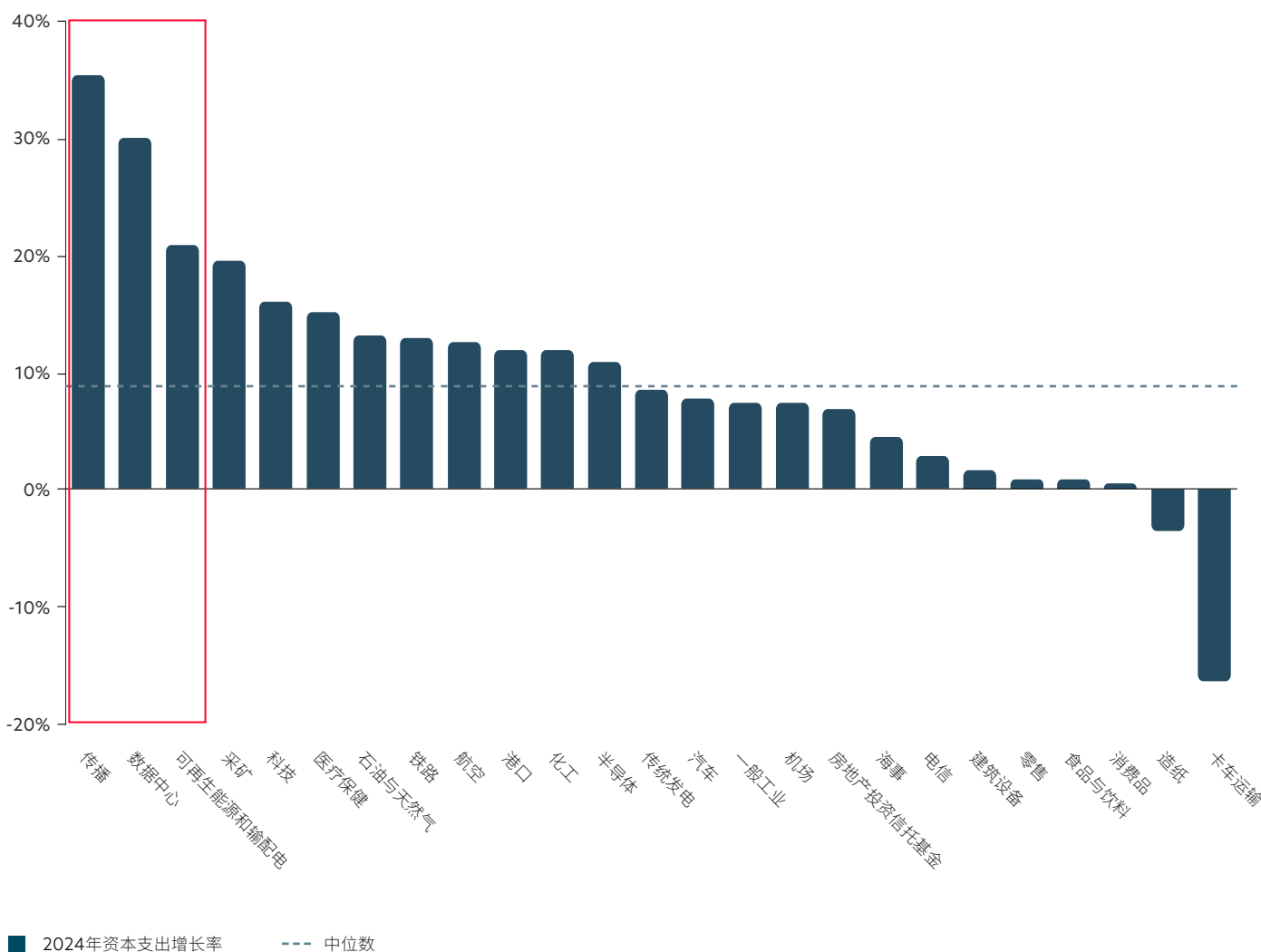
对投资的影响

美联储政策、地缘政治的不断变化以及人工智能这三者的合力将继续影响金融市场。预计人工智能和地缘政治变化将延长投资周期，从而使数据中心、电力传输和工业等基础设施建设相关公司受益。

随着人工智能从云端转移到终端设备，科技行业将出现移动设备和个人计算设备的升级需求。医疗健康和金融等其他行业也将从人工智能驱动的新产品和生产力提升中受益匪浅。

2024 年重点领域资本支出增长超过20%

2024年资本支出增长汇总%





首席投资官评论

对投资的影响

鉴于合理的增长前景以及未来较低的通胀预期，我们依然超配股票。虽然美联储推迟了降息，但并未发出加息信号，这将为风险资产提供支撑。我们认为，日本、亚洲甚至欧洲的工业板块和全球制造业都将得到良好支撑。中国股市的投资决定仍然基于低估值，虽然政策刺激影响仍然很小，但随着时间的推移，累积的影响可能会变得有意义。外国投资者对中国风险资产的仓位仍然偏低；随着经济增长逐步转好，他们的资金可能会回流。

我们仍看好延长久期，并减持现金，更加看重并超配息差套利，尤其是看重金融行业的发行人。尽管我们认为美联储会降息，但并不意味着利率会降低

到极低水平。利率环境正常化对银行盈利来说是个好兆头。虽然现金收益率很高，但投资者可能会错失回报更高的投资机会。事实上，许多固定收益子类别的收益率高于现金收益率，当利率下降或息差收窄时，还将有资本收益空间。

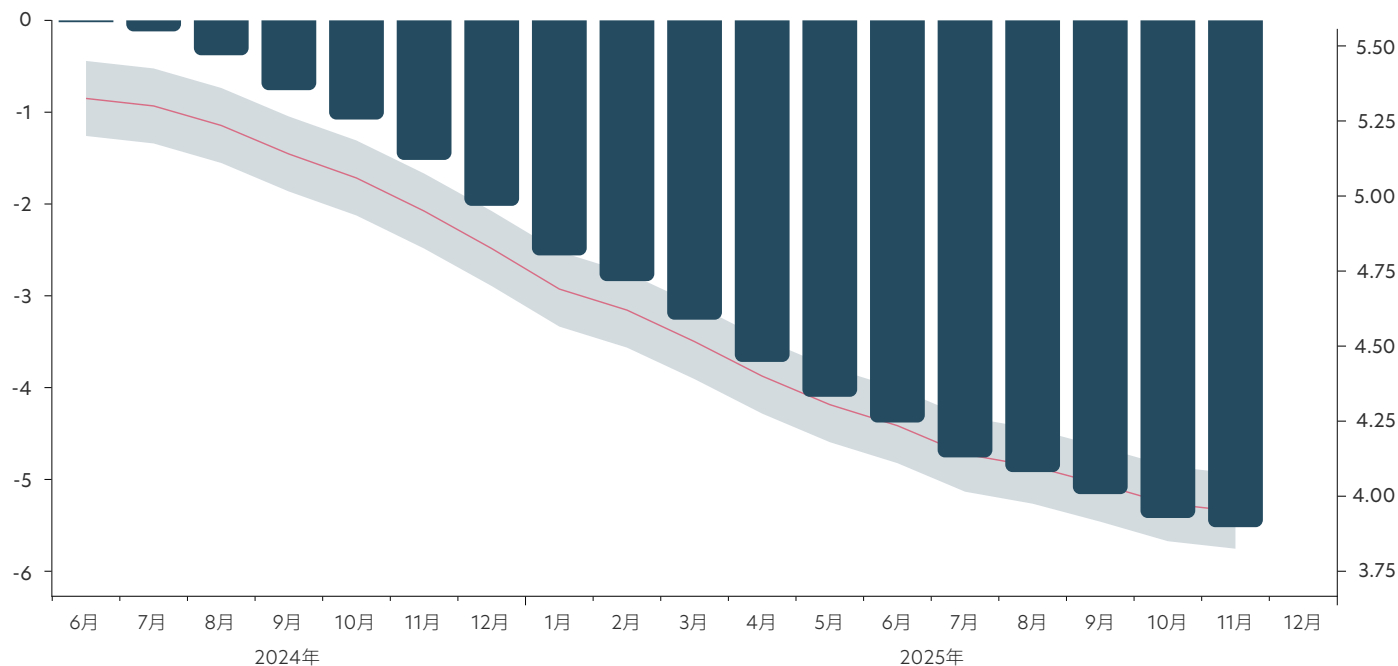
最后，虽然我们整体看好风险资产，但仍建议配置相关性较低的另类资产，包括对冲基金、私募资产、黄金和大宗商品。基础设施建设、总体供应短缺和时而出现的地缘政治热点都是支撑布局另类资产的因素。

当前利率期货隐含的预期美联储降息次数:目前尚无加息预期计入定价

假设单次加息降息25个基点

已被消化的降息次数

隐含政策利率%



■ 隐含加息/降息次数, 左侧 — 预期联邦基金基准利率, 右侧 ■ 区间范围+/- 0.125, 右侧

资料来源:Macrobond、大华私人银行、芝加哥商业交易所



首席投资官评论

投资组合策略

宏观趋势

股票

固定收益

大宗商品

外汇货币

> 投资组合策略

资产配置概览	10
资产分配	11
世界经济观点	12

资产配置概览

下方的资产配置概览基于"平衡型"的风险偏好和组合。详情请参阅下一页。

资产类别	低配	中立	超配	评论
股票				在利率见顶和盈利稳健的背景下，保持超配
美国股市				保持低配。回调幅度有限，但周期性牛市仍在。
欧洲股市				从"中立"上调至"超配"。资金从美国板块配置到欧洲，受益于工业投资周期。
日本股市				维持超配观点。企业盈利增长、企业改革应会继续支撑股市。
新兴市场股市 (亚洲)				维持中立观点。对中国经济复苏持谨慎乐观态度;在韩国、印度和东盟地区可以找到更多的机会。
固定收益				保持中立；在美国经济韧性强和美国国债收益率同样保持坚挺
发达市场 投资级债券				维持超配观点，利用利差持续走阔，综合收益率仍具有吸引力。
发达市场 高收益债券				维持低配观点，针对不对称的风险回报保持谨慎。
新兴市场 投资级债券				维持超配观点，基本面仍具韧性，关注息票利差套利。
新兴市场 高收益债券				维持中立观点，避免信贷陷阱至关重要。
另类投资				维持超配观点，相对其他资产类别相关性低，提供多元化因子
对冲基金				维持超配观点，部分对冲基金能跑赢二级市场。
私募市场				维持中立观点，部分私募市场基金过往业绩良好。
石油				维持超配观点，在最近的回调之后，下行风险在很大程度上已被消化。
基本金属				维持中立观点，中国经济增长企稳对基本金属来说是个好兆头。
贵金属				维持中立观点，央行持续对黄金买盘支撑黄金表现，但易受到回调影响。
货币市场				维持低配观点。良性的全球宏观背景有利于风险资产。

 低配

 中立

 超配

 当月该资产的配置情况



资产配置

资产类别	非常保守型			保守型			均衡型			增长型			进取型			评论
	现在	VS	变动	现在	VS	变动	现在	VS	变动	现在	VS	变动	现在	VS	变动	
股票				30.0%			50.0%			70.0%			80.0%			
美国股市				15.0%	-1.5%		25.0%	-2.5%		35.0%	-3.5%		40.0%	-4.0%		
欧洲股市				6.0%	1.5%		10.0%	2.5%		14.0%	3.5%		16.0%	4.0%		
日本股市				4.5%			7.5%			10.5%			12.0%			
新兴市场股市 (亚洲)				4.5%			7.5%			10.5%			12.0%			
固定收益	90.0%			60.0%			35.0%			10.0%						
发达市场 投资级债券	45.0%			27.0%			15.8%			4.5%						
发达市场 高收益债券				3.0%			1.8%			0.5%						
新兴市场 投资级债券	45.0%			24.0%			14.0%			4.0%						
新兴市场 高收益债券				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"一栏表示资产配置比例相对于上个季度的变化。绿色表示增加配置,红色表示减少配置。
- 由于四舍五入至小数点后1位,数字相加可能有出入。



世界经济观点



经济

- 5月, 经合组织将2024年全球经济增长预测从2.9%上调至 3.1%, 2025年为3.2%(此前为 3%)。
- 经合组织指出美国经济活动富有韧性, 但警告称欧洲和日本持续低迷表明不同经济体的复苏步伐将出现差异。经合组织将美国2024年经济增长率上调至2.6%(此前为2.1%), 而2025年经济增速将放缓至1.8%。
- 在财政刺激的推动下, 中国经济预计2024年将增长 4.9%(此前为 4.7%), 2025年将增长4.5%(此前为 4.2%)。



物价

- 我们预计, 到2024年下半年, 美国总体通胀率将趋于走低, 因为业主等效租金将随着新租金的下降而下降。
- 尽管美国"超级核心"通胀近期有所上升, 但在劳动力市场降温的情况下, 未来服务业价格可能会走软。
- 值得注意的是, 全球通胀向央行目标靠拢的速度比预期更快。



货币政策

- 鉴于美国经济的韧性, 美联储在首次降息时机上将有更多的等待空间和耐心。投资者似乎已经接受了这种渐进的"观望"态度。
- 其他发达市场央行可能面临艰难抉择, 因为它们在通货膨胀加剧的情况下还要应对增长前景疲弱的问题。然而, 除日本外, 政策利率均偏向下行轨迹。
- 新兴市场的资产可以受益于发达市场央行即将到来的降息周期。



资产配置

- 鉴于强劲的增长前景和预期, 我们维持超配股票。未来通胀较低。欧洲、日本和亚洲部分地区参与工业投资上行周期主题的公司可能会表现良好。
- 固定收益, 特别是投资级债券, 将继续充当投资组合的有效稳定器。
- 鉴于另类资产与其他传统资产的相关性较低, 可观的风险回报和多元化收益, 我们仍然维持超配。



首席投资官评论

投资组合策略

宏观趋势

股票

固定收益

大宗商品

外汇货币

> 宏观趋势

全球
美国
欧洲
亚洲
中国
日本

14
17
21
23
24
25



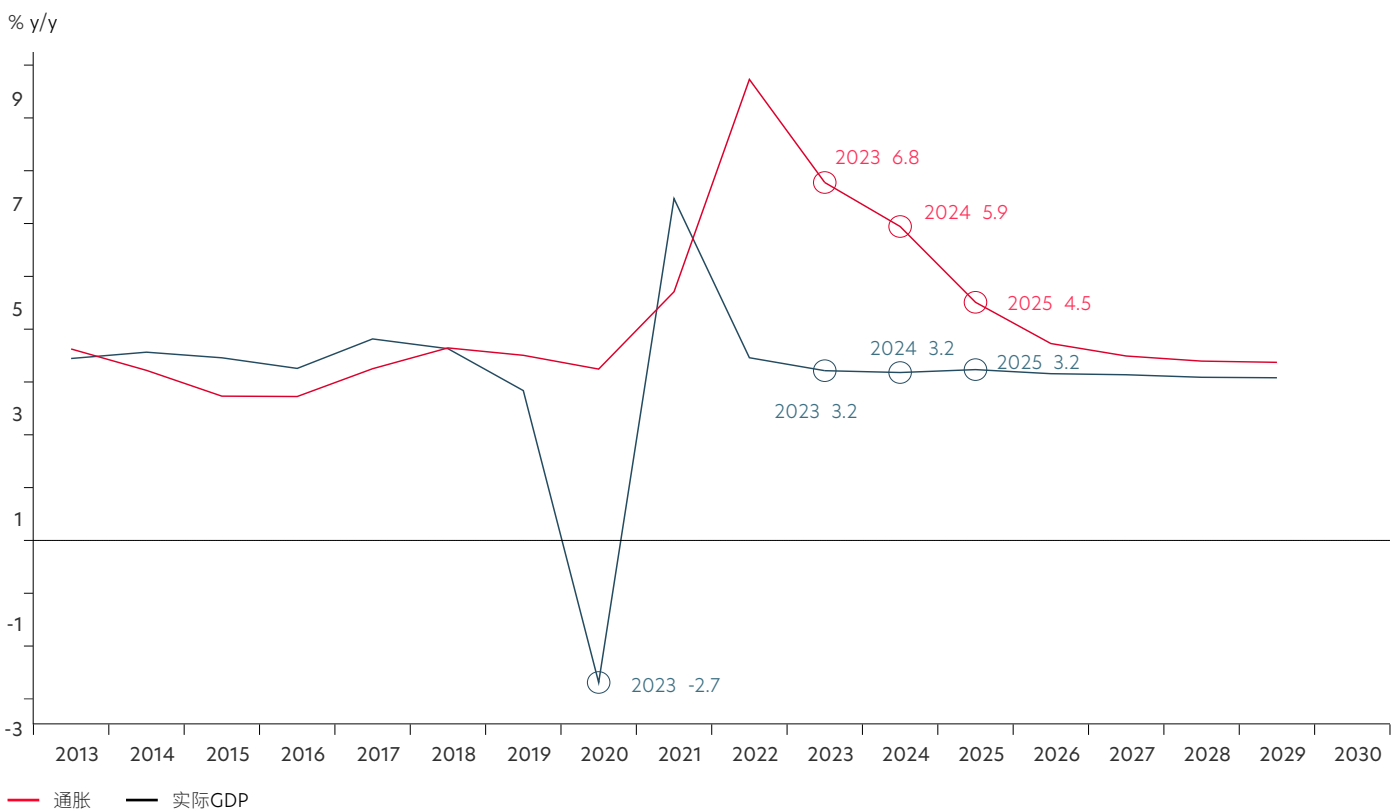
全球经济

稳定但缓慢的增长:在日益扩大的差距中保持韧性

今年4月，国际货币基金组织报告称，从2022年全球反通货膨胀期间，全球经济活动出人意料地保持了韧性，忽略了有关滞胀和全球衰退的警告。话虽如此，预计经济增长的步伐将从现在开始放缓。值得注意的是，中低收入国家向更高生活水平靠拢的步伐已经放缓，这意味着财富和收入差距普遍存在。

随着许多国家通胀压力的缓解速度比预期的要快，目前全球增长前景面临的风险与去年相比大致平衡。国际货币基金组织预计，全球经济在2024年和2025年将分别增长3.2%，与2023年增长幅度类似。2023年通胀率为6.8%，全球通胀率预计将稳步下降，2024年通胀率为5.9%，2025年则为4.5%。

国际货币基金组织对GDP增长和通胀的预测



资料来源:Macrobond、大华私人银行、国际货币基金组织



全球货币政策

更多国家进入降息周期,但不会是"应对危机"式的降息

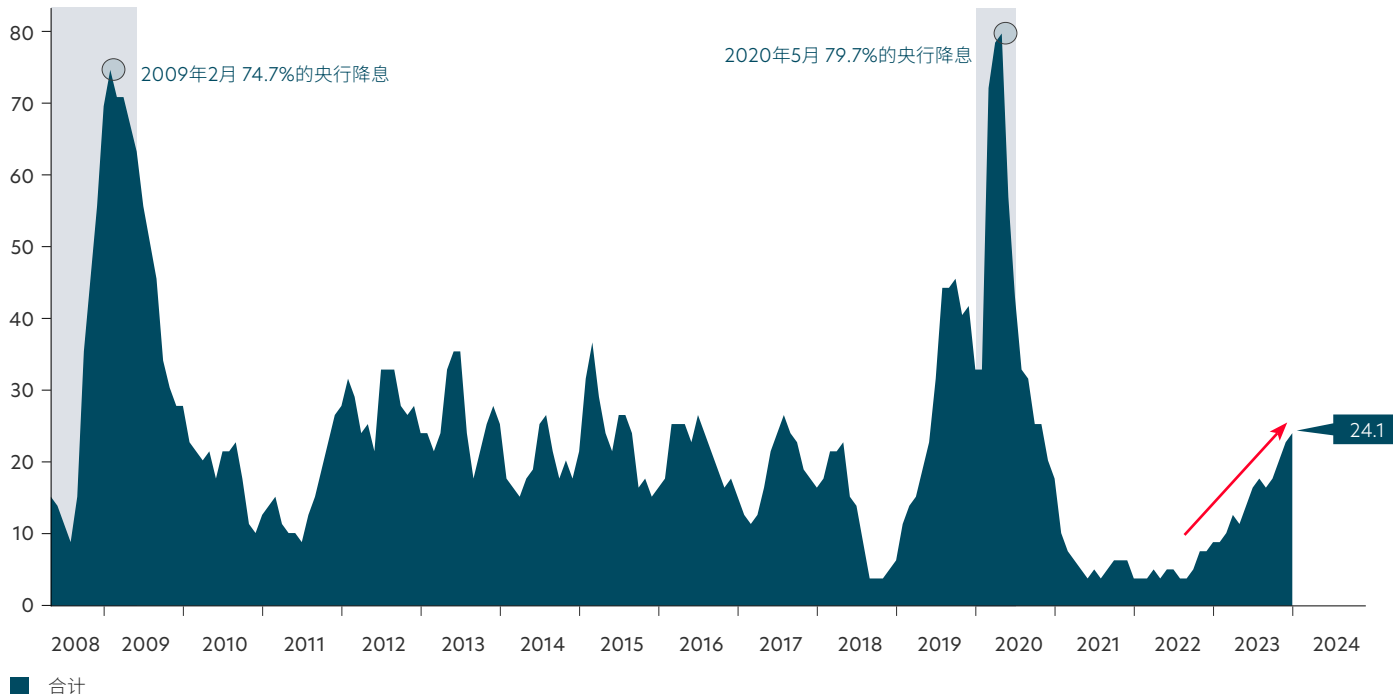
美国强劲的经济增长以及一系列高于预期的通胀数据,给美联储在降息前提供了等待的空间。投资者也调整了他们的预期,预计今年降息次数不到两次。市场和美联储的降息预期趋于一致,这可能有助于遏制美国国债收益率的上行风险。

在其他国家,瑞士央行和瑞典央行已经开始降息。市场参与者预计,今年将有更多央行加入降息行列,24%的央行已经开始了降息周期。

英国央行和欧洲央行等其他央行面临着更大的困境,增长预期疲弱,通胀前景胶着。尽管许多央行在考虑降息时仍坚持其惯用的数据依赖的决策方式,但考虑到广泛的通缩进程,更有可能下调政策利率。

更多的央行预计会降息

央行降息比例(3个月总和)



■ 合计

资源来源:Macrobond、大华私人银行

注:基于79家央行数据



制造业采购经理人指数正在回升

标普全球 — 采购经理人指数																								
	采购经理人综合指数								制造业采购经理人指数								服务业采购经理人指数							
	48	50	52	54	56	58	60		45	47	49	50	53	55	57		49	51	53	55	57	59	61	
印度								60.5								57.5								60.2
西班牙								56.6								54.0								56.9
美国								54.5								51.3								54.8
新兴市场								54.4								52.0								54.6
中国								54.1								51.7								54.0
巴西								54.0								52.1								55.3
世界								53.7								50.9								54.1
发达市场								53.4								50.0								53.9
英国								53.0								51.2								52.9
日本								52.6								50.4								53.8
爱尔兰								52.5								49.8								55.0
德国								52.4								45.4								54.2
意大利								52.3								45.6								54.2
欧元区								52.2								47.3								53.2
澳大利亚								52.1								49.7								52.5
欧盟								52.1								47.3								53.2
法国								48.9								46.4								49.3

资源来源:Macrobond、大华私人银行、标普全球



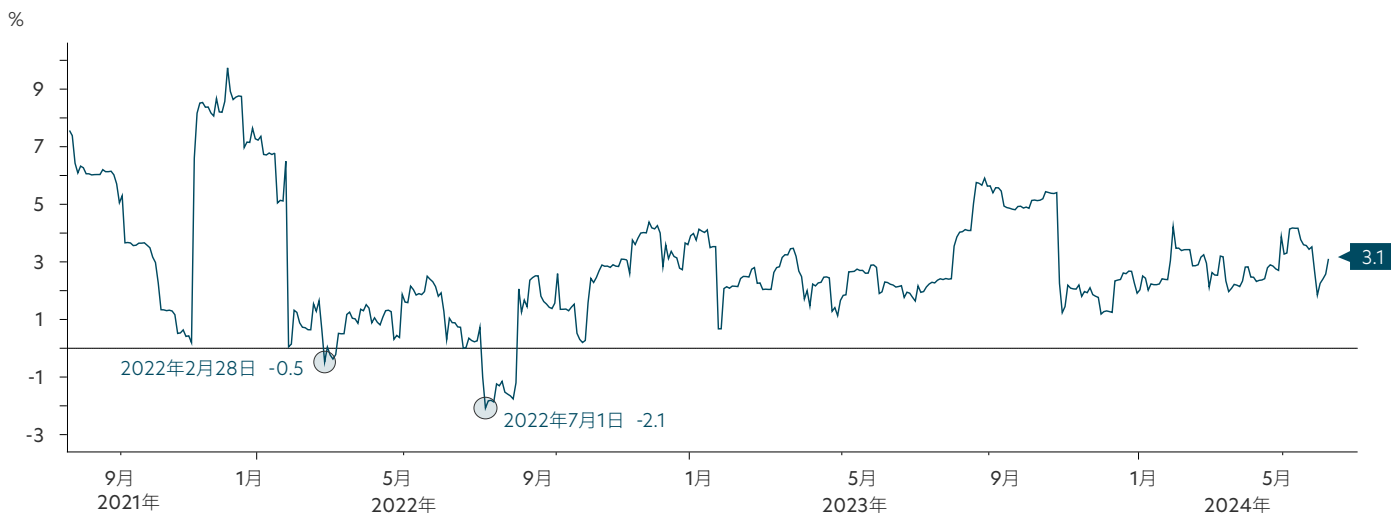
美国经济

2024年增长强劲，下半年预计会有所放缓

虽然2024年第一季度的实际GDP增速低于预期(环比增长率1.3%)，但这主要是由于库存累积和进口高于预期。从本质上看，实际消费(增长2.0%)以及投资(增长1.0%)依然强劲。消费者支出一直非常具有韧性。

话虽如此，2024年第二季度GDP增长的下行风险可能源于劳动力市场降温和疫情以来积累的储蓄消耗殆尽导致的个人消费疲软。在商业房地产基本面恶化的情况下，私营企业的基础设施建设也受到冲击，拖累了整体商业情绪。

GDP预期

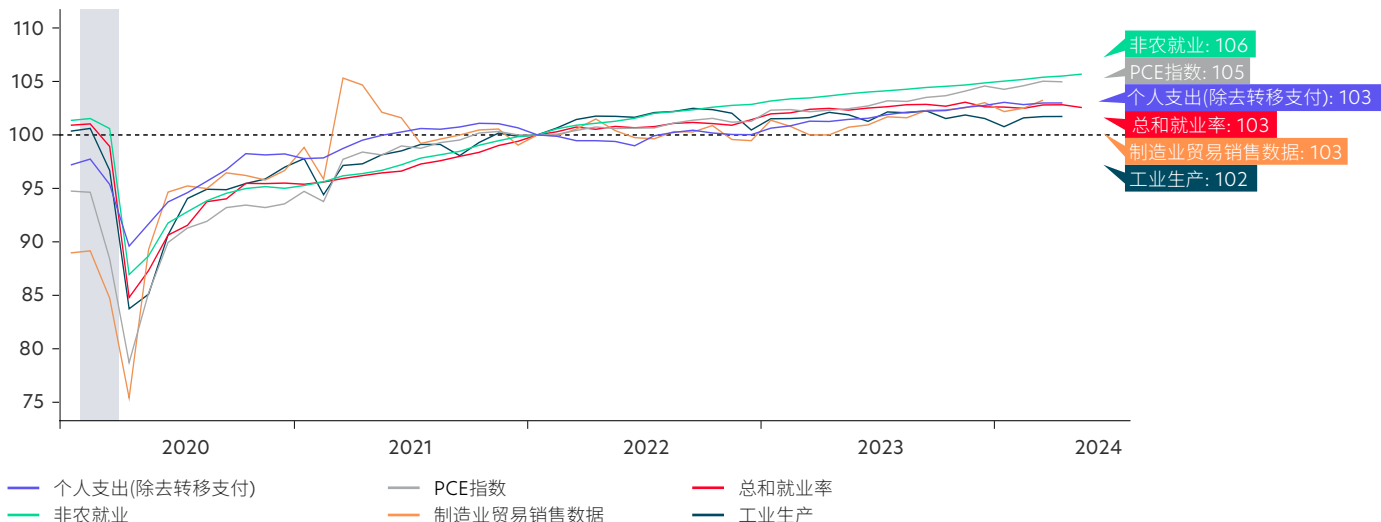


—— 美国亚特兰大联邦储备银行GDP预期

资料来源:Macrobond、大华私人银行、美国亚特兰大联邦储备银行、纽约联邦储备银行

美国全国经济研究所衰退指标

基准定为100, 以2022年1季度为准



资料来源:Macrobond、大华私人银行、美联储、美国劳工统计局、美国经济分析局



美国经济

资本支出降温,但人工智能和科技投资依然强劲

进入2024年下半年,在人工智能的推动下,企业投资仍将强劲流入整个科技行业。然而,借贷成本上升可能导致整体资本支出增长放缓。

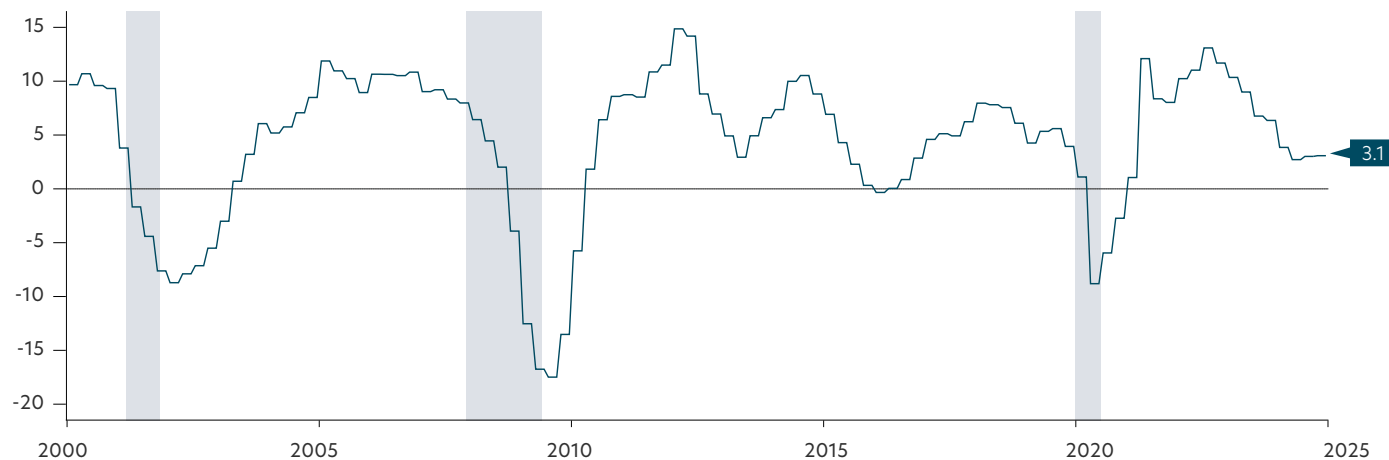
尽管地区性银行的资产负债表压力仍是投资者关注的焦点,但美联储和美国财政部有大量金融工具可以缓解金融体系中的系统性风险。

与此同时,美国的财政预算也将成为焦点,所有人都在关注即将到来的美国总统和国会选举。

尽管在大选前夕,政府支出可能会受到抑制,但美国财政预算赤字占GDP的比例在过去的二十年中一直在上升。

整体资本支出正在降温

同比增长%

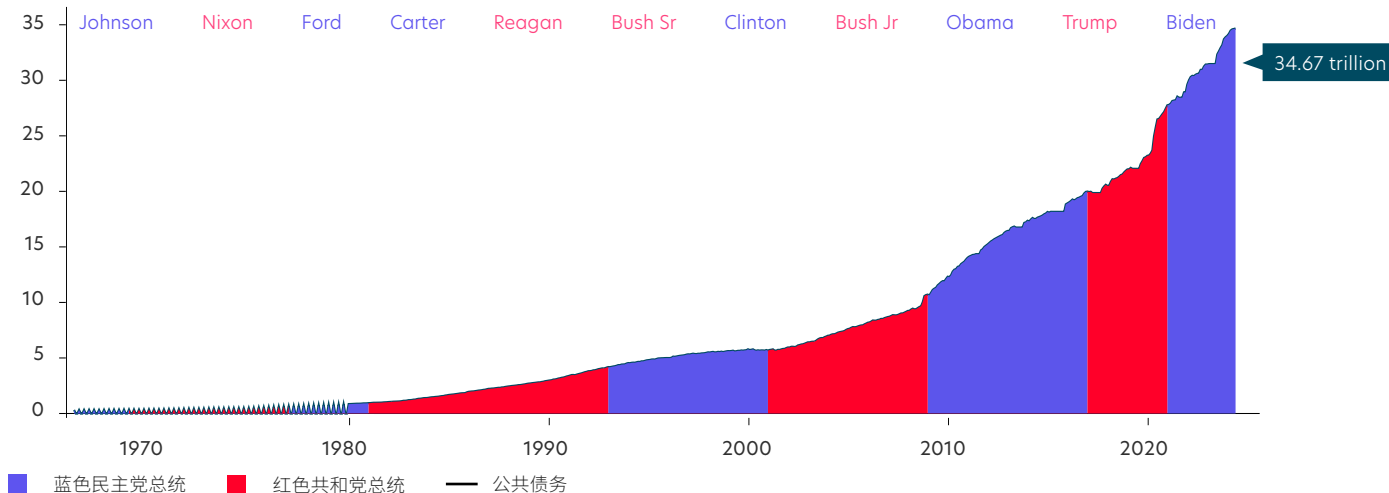


— 私人非住宅投资

资料来源:Macrobond、大华私人银行、美国国会预算办公室

美国公共债务总额

美元; 万亿



资料来源:Macrobond、大华私人银行、美国财政部



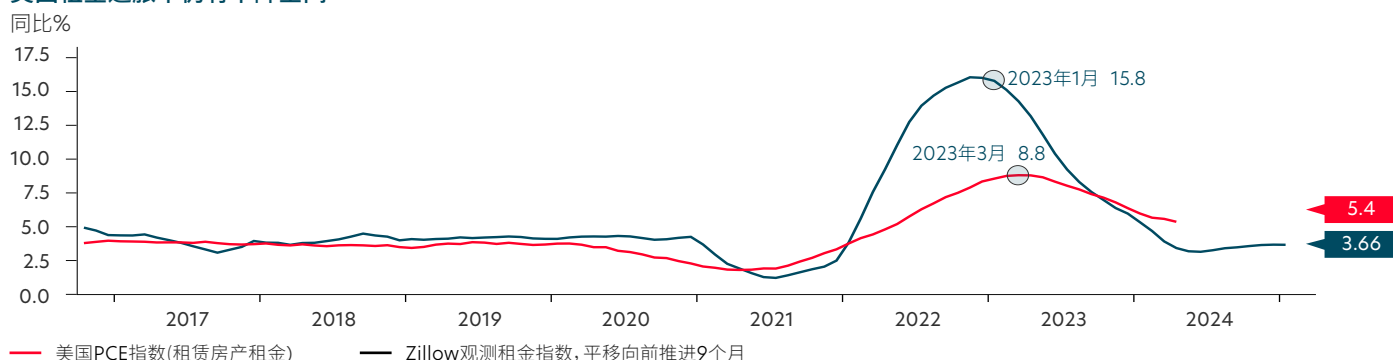
美国经济

最近通胀有所回升,但反通货膨胀进程仍未结束

近几个月的总体通胀数据显示,其通胀率维持在3.4%的区间。尽管如此,核心通胀率一直呈下降趋势。住房通胀在一揽子消费者价格指数中占有很大比重(+36%),随着租赁市场降温,住房通胀率应该会继续减弱。虽然核心个人消费支出通胀率在实现美联储会议上提出的2%的通胀目标过程中可能会遇到一些障碍,但我们认为,反通胀进程仍在稳步推进。

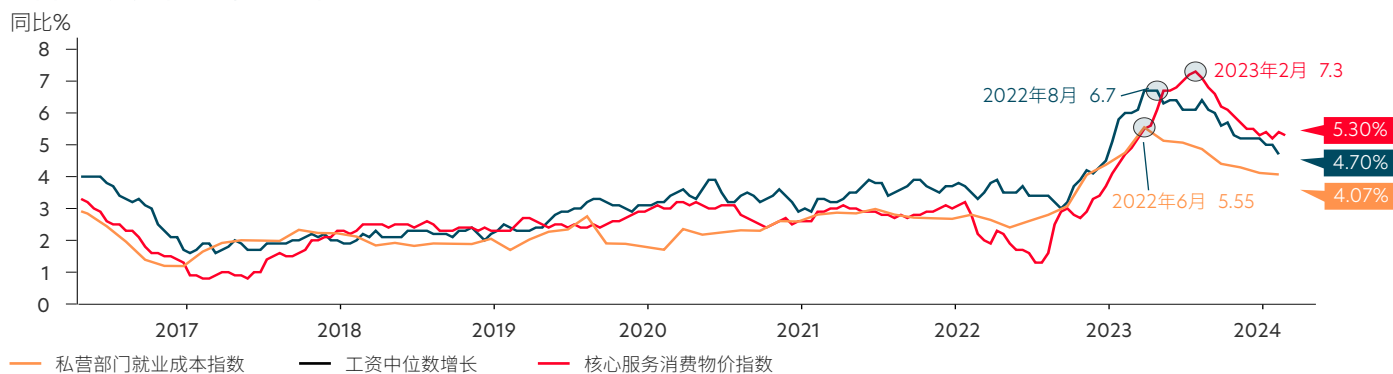
同样值得注意的是,尽管最近的非农就业数据显示美国劳动力市场吃紧,但劳动力成本增长势头已经减弱。最近美国供应管理学会制造业生产者价格指数跃升,大致反映了近期大宗商品价格的上涨;这不是供应链瓶颈所导致的,供应链瓶颈会给商品价格降温带来更大的问题。总体而言,预计未来几个月通胀将有所放缓。

美国租金通胀率仍有下降空间



资源来源:Macrobond、大华私人银行、Zillow 美国经济分析局

美国劳动力成本增长稳步下降



资源来源:Macrobond、大华私人银行、美国亚特兰大联邦储备银行、美国劳工统计局

制造业价格的上涨不是供应方面的问题



资源来源:Macrobond、大华私人银行、美国亚特兰大联邦储备银行、美国劳工统计局、美国供应管理学会



美国的货币政策

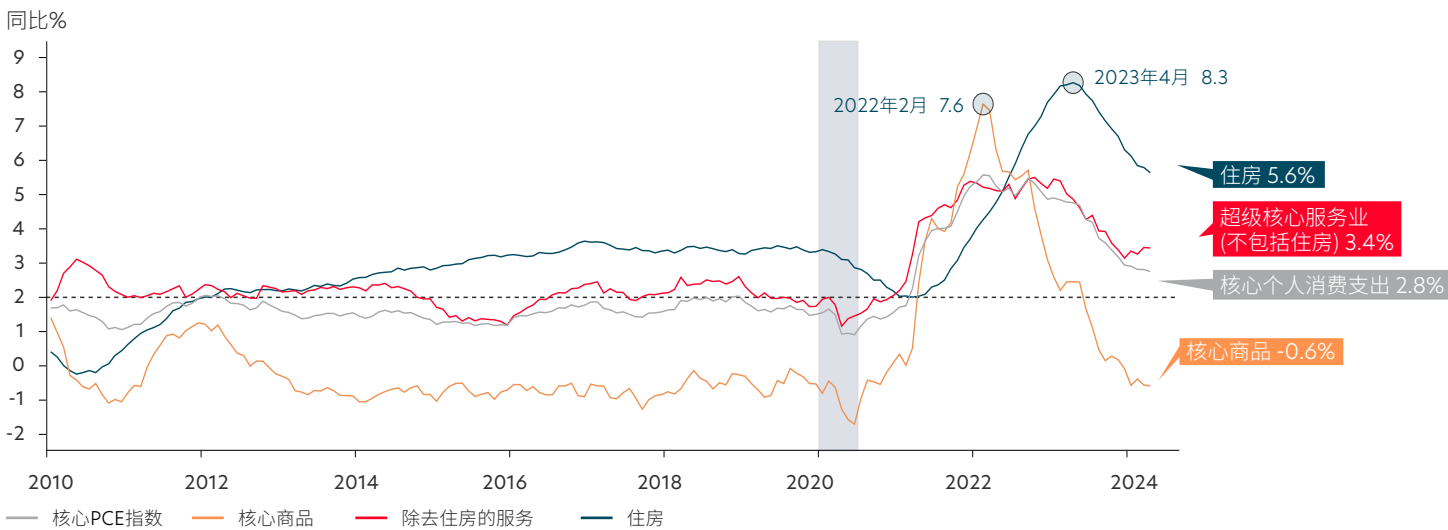
降息预期推迟而非计划废止

近期通胀数据意外上行表明，反通胀进程已陷入停滞，这导致市场对美联储推迟降息感到不安。事实上，美联储主席杰罗姆·鲍威尔表示美联储仍需保持耐心，在更长时间内维持高利率，直到他更加确信通胀率持续向2%的目标迈进。

然而，鲍威尔一直为降息敞开大门。事实上，他暗示下一步不太可能是加息。在我们看来，美联储的言论仍然偏向鸽派。

大华银行经济学家预计2024年将降息50个基点（9月和12月分别降息25个基点）。

美国处在一个通胀下行的环境中



联邦基金利率:期货定价隐含概率

会议时间	远期利率	3.25-3.5	3.5-3.75	3.75-4	4-4.25	4.25-4.5	4.5-4.75	4.75-5	5-5.25	5.25-5.5	5.5-5.75
2024年6月12日	5.33%								4.7%	95.3%	
2024年7月31日	5.30%								8.2%	91.1%	0.7%
2024年9月18日	5.24%							5.1%	59.6%	35.0%	0.3%
2024年11月7日	5.14%						1.8%	24.7%	50.8%	22.5%	0.2%
2024年12月18日	4.95%					1.3%	18.0%	43.2%	30.8%	6.7%	
2025年1月29日	4.69%				0.7%	10.2%	31.4%	36.6%	18.0%	3.2%	
2025年3月19日	4.62%			0.4%	6.6%	23.5%	34.6%	24.9%	8.7%	1.2%	
2025年4月30日	4.52%		0.2%	3.1%	13.9%	28.3%	30.4%	17.9%	5.4%	0.7%	

资源来源: Macrobond、大华私人银行



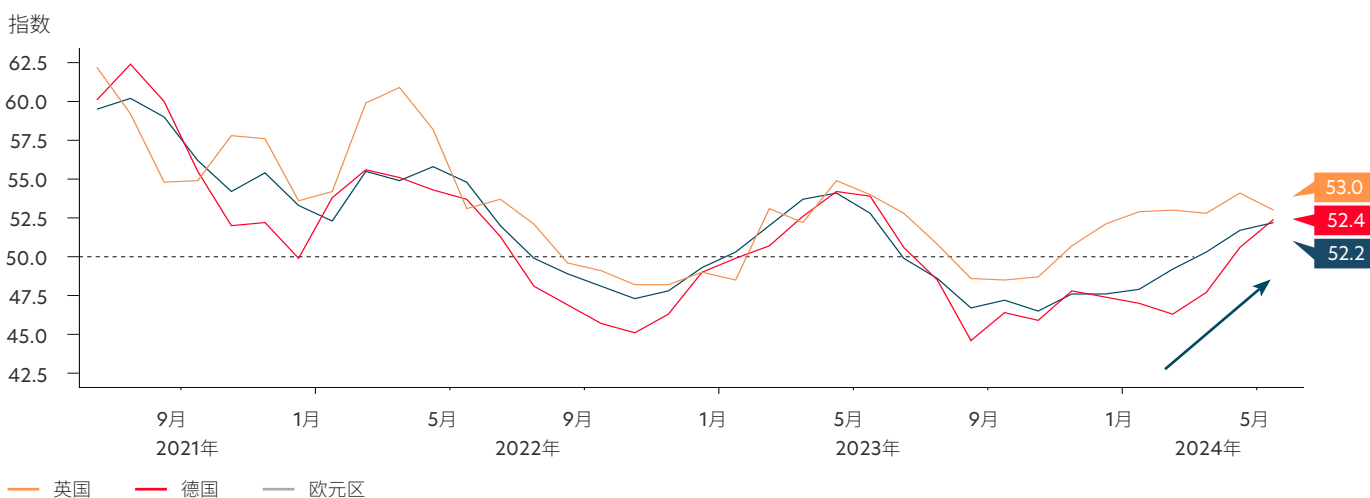
欧元区

经济增长改善，经济数据意外向好

2024年第一季度，欧元区经济度环比增长0.3%，与2023年第四季度环比下降0.1%相比，有所反弹。在四大经济体超预期增长支撑下，该地区从2023年下半年的轻度技术性衰退中复苏的速度快于预期。重要的是，包括经济信心、工业信心和服务业在内的宏观经济指标，以及私营企业的商业活动，近几个月来都出人意料地出现了上扬。展望未来，经济增长反弹可能会站稳脚跟。

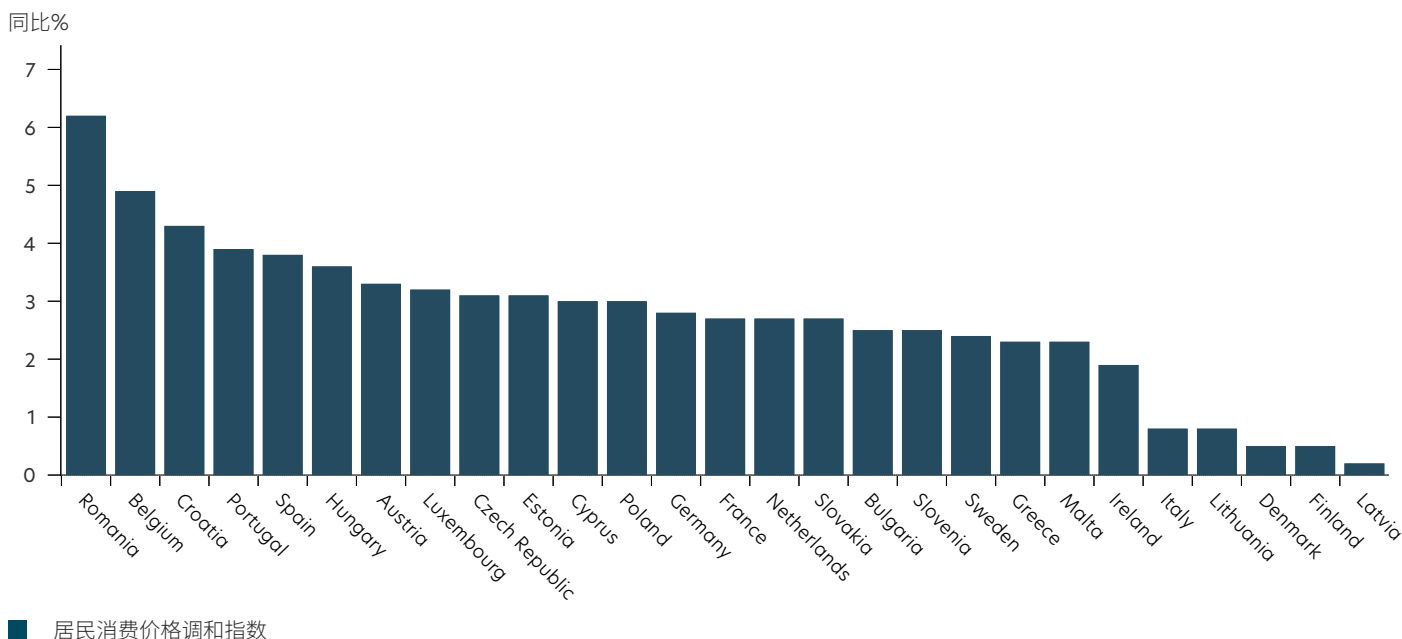
与此同时，受服务业通胀的推动，5月份最新的整体通胀率快速上升至2.6%。除去最近的一些波动，欧洲央行官员们对实现2%的通胀目标更有信心，因为广泛的反通胀趋势仍在继续。大华银行的经济学家预计，整体通胀将在夏季继续放缓，向2%的目标迈进。

欧元区、德国以及英国的综合采购经理人指数



资源来源:Macrobond、大华私人银行、标普全球

欧元区各经济体的通货膨胀率



资源来源:Macrobond、大华私人银行、欧盟统计局



欧元区

欧洲央行自2019年以来首次降息

今年6月，欧洲央行将三大关键利率均下调25个基点，此举得到了广泛的报道，重申了其欧元区通胀正朝着正确的方向发展的立场。然而，有趣的是，欧洲央行上调了通胀率预期，目前预计2024年的平均通胀率从3月份的2.3%上升到2.5%，2025年的平均通胀率从3月份的2.0%上升到2.2%，2026年的平均通胀率为1.9%(保持不变)。目前预计2024年的经济增长率将从3月份的0.6%回升至0.9%，2025年的经济增长率将从3月份的1.5%下降至1.4%，2026年的经济增长率为1.6%(保持不变)。

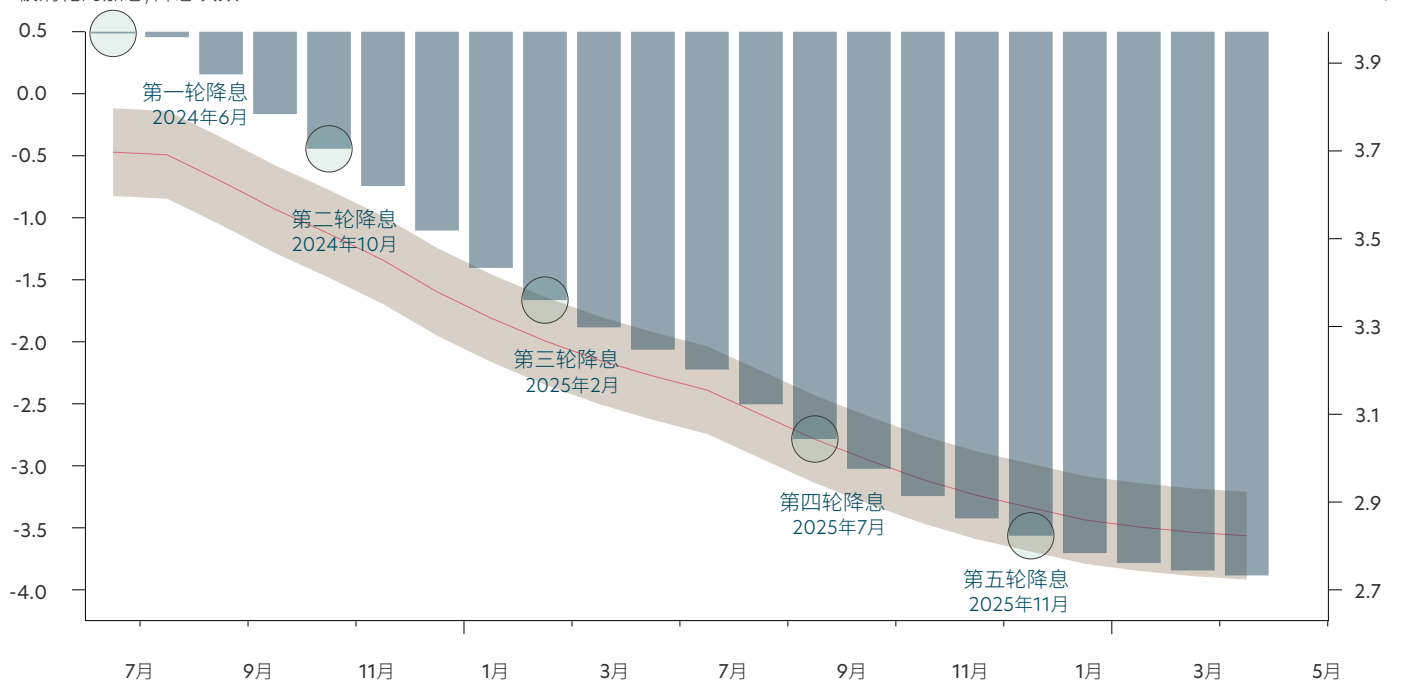
虽然仍缺乏前瞻性指引，但欧洲央行行长克里斯蒂娜·拉加德解释说，降息背后的理由是，在不结束货币政策限制的情况下，逐步降低货币政策限制的水平。

下一次货币政策会议将于7月18日举行。鉴于我们对欧元区通胀率保持稳定的预期，我们认为2024年9月和12月还会再分别降息25个基点。

欧洲央行可能加息/减息的次数

假设单次加息/减息25个基点

被消化的加息/降息次数



■ 隐含加息/降息次数, 左侧 ■ 区间范围 ± 0.125 , 右侧 — 隐含欧洲央行实际利率, 右侧

资料来源:Macrobond、大华私人银行、洲际交易所、欧洲央行



亚洲经济体

半导体产业上行周期支撑亚洲出口强劲

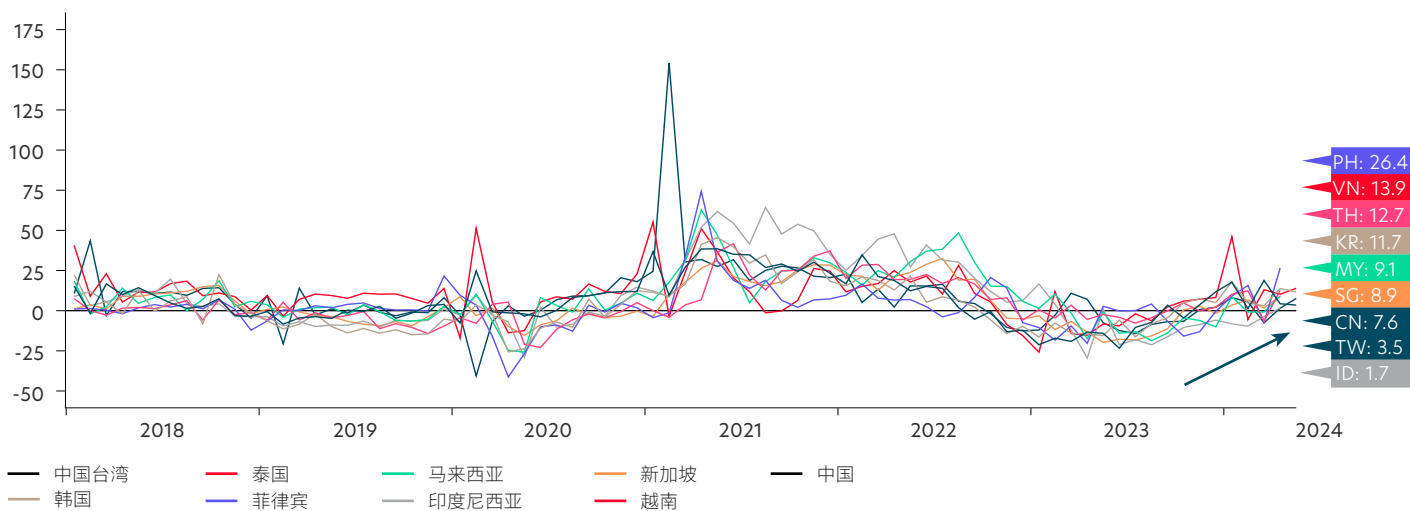
全球半导体产业的上升周期推动了亚洲主要经济体的出口复苏；新加坡、韩国和中国台湾今年早些时候实现了两位数的出口增长。随着半导体库存的大幅下降，工厂可能会在此基础上提高产量。

尽管预计2024年下半年美国和欧洲的增长将放缓，但由于数据中心和消费电子产品对人工智能处理能力的需求不断增长，全球对电子产品的需求仍将保持坚挺。

展望未来，即将到来的11月美国总统大选和持续的中美紧张局势将给制造业供应链的未来状况带来极大的不确定性。供应链多样化将为东盟国家、印度和墨西哥在基础设施建设和劳动力增长方面带来机遇。

亚洲主要国家的出口表现

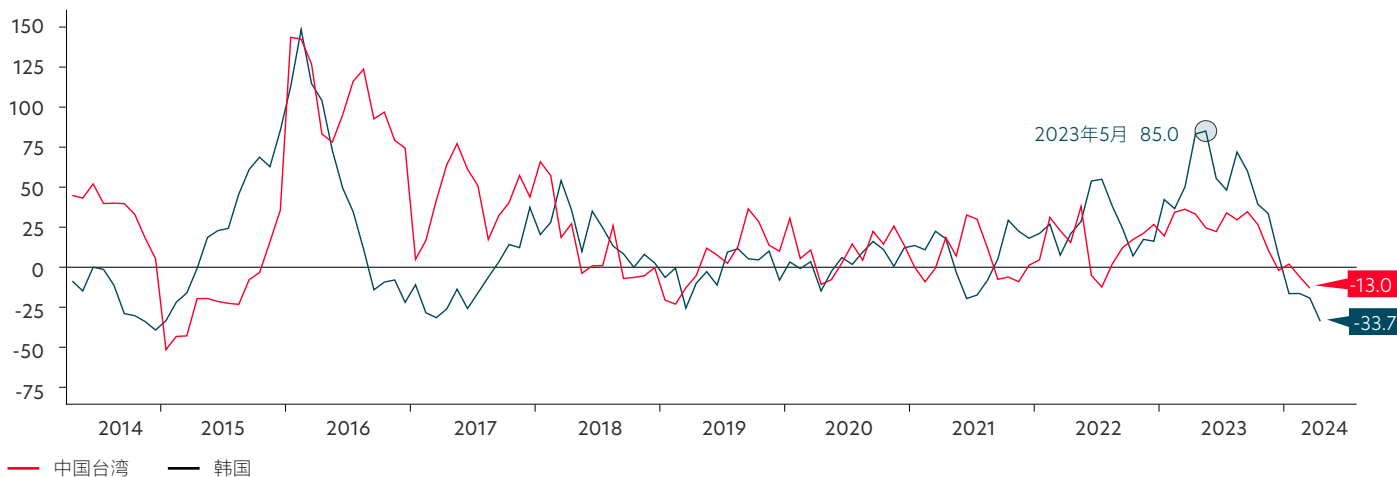
同比 %



资源来源: Macrobond、大华私人银行、国际货币基金组织

韩国和中国台湾的半导体库存下降, 意味着产能有扩张的需求

同比 %



资源来源: Macrobond、大华私人银行、韩国统计厅、中国台湾经济部



中国

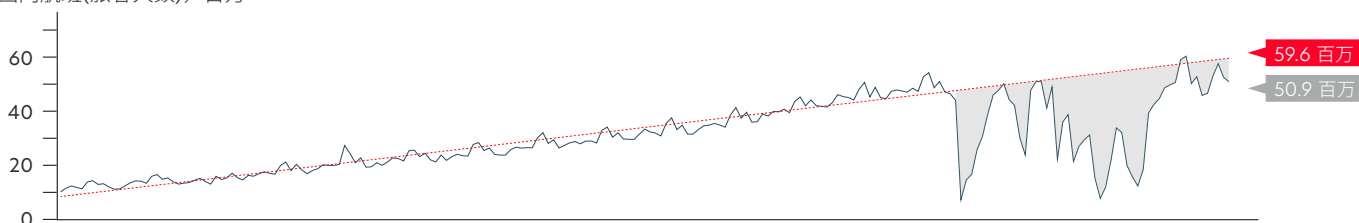
消费回暖,但仍有一段路要走

中国的大众消费者已经完全从新冠肺炎封锁的黑暗日子中恢复过来。国内旅游已经恢复到新冠疫情前的水平,国际出境游人数也在快速增长。话虽如此,农历春节前后的旅游数据显示,尽管游客数量有所上升,但人均消费仍然疲软。究其原因,一是于劳动力市场疲软导致的谨慎消费者情绪,二是房地产和股票市场的下跌导致的负面财富效应。

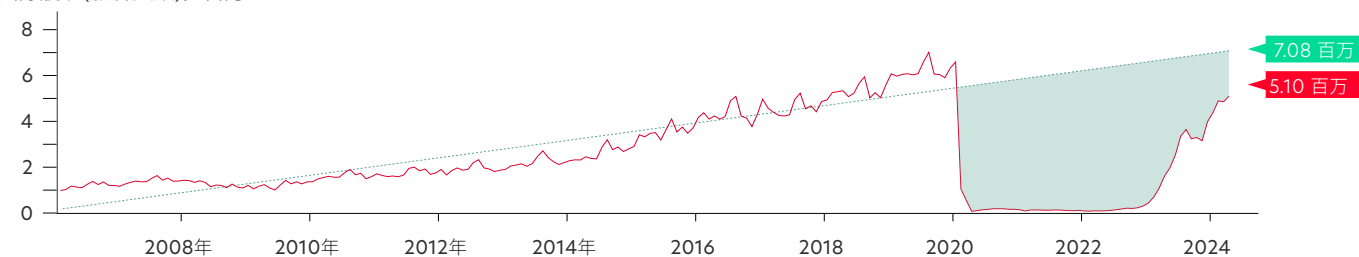
中国的固定资产投资仍主要由国家基础设施方面的支出支撑,而私人投资目前可能仍将保持低迷。对于私营房地产企业,中国的政策制定者已经推出了一些政策支持。起草了一份住宅项目“白名单”,以指导银行向符合条件的房地产开发商提供融资支持。在一定程度上,这将有助于缓解开发商面临的一些资金压力,增加购房者对项目竣工的信心。

中国国际航空客运量低于疫情前水平,但恢复较快

国内航班(旅客人数),百万



国际航班(旅客人数),百万



资料来源:Macrobond、大华私人银行、中国民航总局

中国固定资产投资

同比 %

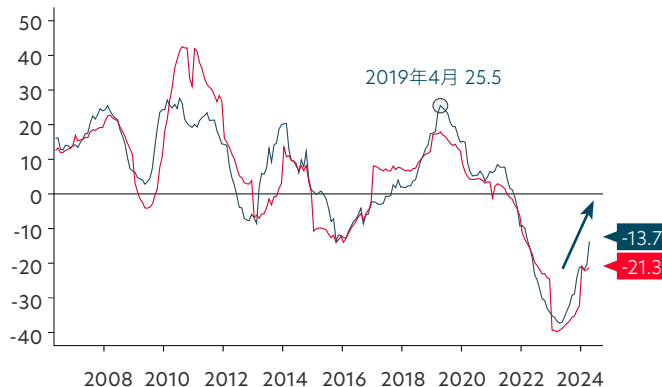


—— 城市固定资产投资

资料来源:Macrobond、大华私人银行、中国国家统计局

中国房地产建设放缓的趋势已经扭转

同比 %



—— 新开工建筑 —— 正在建设

资料来源:Macrobond、大华私人银行、中国国家统计局



日本

经济增长令人失望,预计2024年第二季度将迅速反弹

由于经济收缩超过预期,2024年第一季度的实际GDP令人失望,环比下降0.5%(年化环比下降2.0%)。话虽如此,我们预计2024年第二季度经济增长将迅速反弹,原因是汽车生产恢复以及3月份东京工资谈判后工资上涨带来的消费提升。日本最近加快了在半导体技术和生产方面的资本支出,这也预示着投资支出将增加其长期增长潜力。

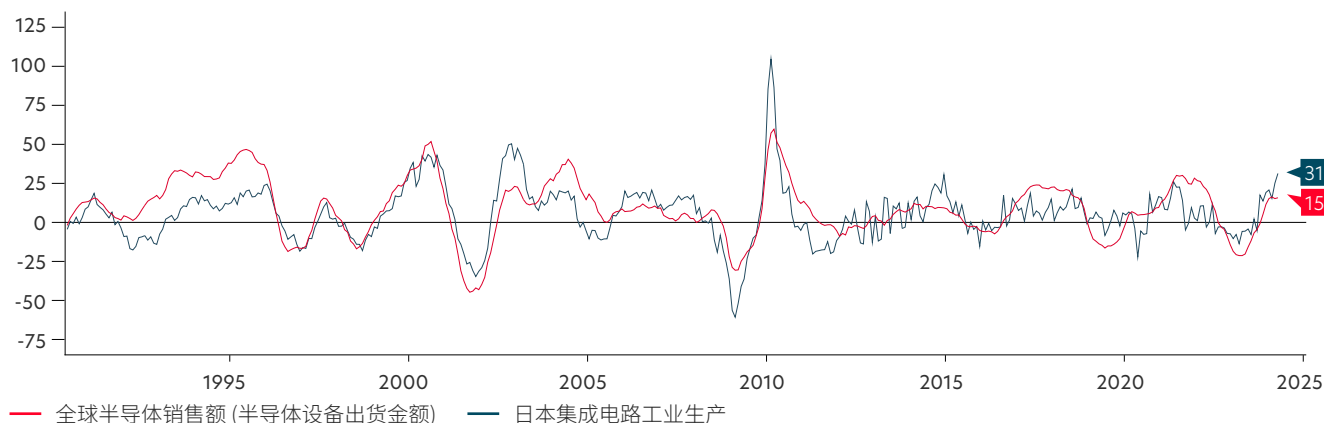
总的来说,日本的增长前景受到电子产品上升周期、旅游业增长以及与旅游业相关的个人服务业等积极影响的缓冲。

与此同时,国内需求疲软、外部需求前景不明、金融环境收紧等下行风险依然存在。我们维持2024年GDP增长1.0%的预期,预计2025年增长率将提高至1.9%。

在此背景下,我们保持谨慎预期,认为日本央行的正常化之路将是漫长、渐进和有限的。我们预计日本央行目前将暂时按兵不动,并在2024年底前将短期政策利率从0.10%上调至0.25%。

半导体产业回暖预示着日本工业生产的良好前景

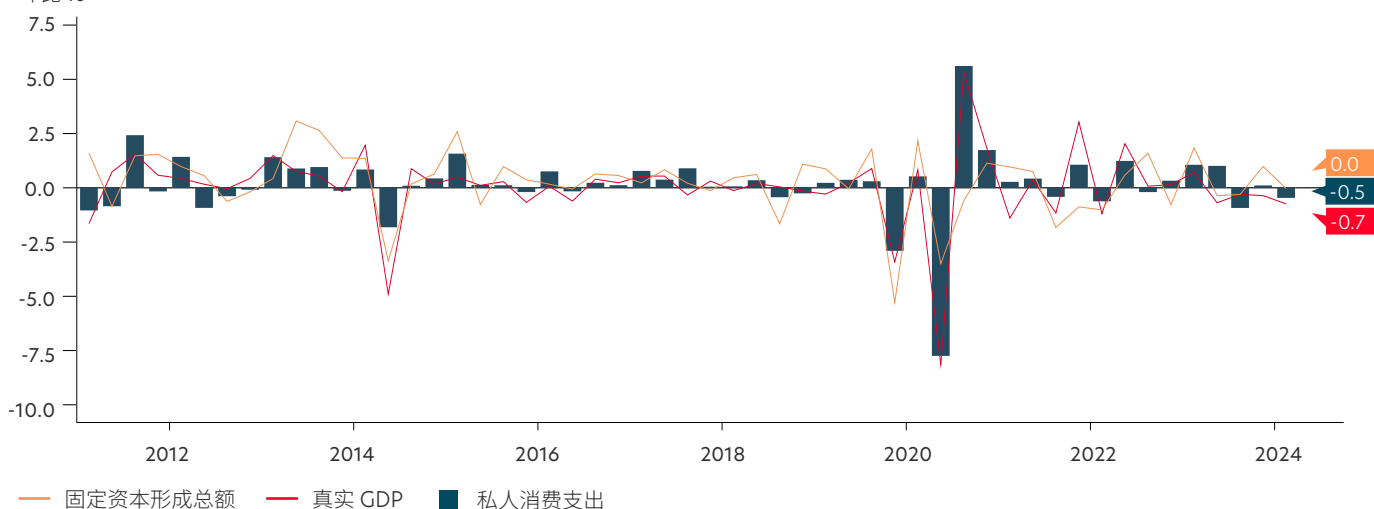
同比 %



资源来源:Macrobond、大华私人银行、日本经济产业省、美国半导体行业协会

2024年第一季度日本经济增长疲软

环比 %



资源来源:Macrobond、大华私人银行、日本内阁



首席投资官评论

投资组合策略

宏观趋势

股票

固定收益

大宗商品

外汇货币

> 股票

美国

欧洲

亚洲新兴市场

日本

27

29

31

33

雅加达, 印度尼西亚



美国

周期性牛市， 回调力度温和

截至2024年6月13日，MSCI美国指数(按美元计算上涨13.5%)的表现优于所有其他地区市场。约3000家美国公司已公布了最新季度业绩，近65%的公司出现盈利惊喜。值得注意的是，超过70%的科技类公司的盈利(在所有行业中最)超出了预期。受动量因素影响的股票继续跑赢大盘，人工智能热潮的代表企业英伟达领涨。

在经济方面，迄今为止，美联储紧缩周期的影响已被扩张性财政政策所抵消，限制了美国经济的脆弱性，并为美国的增长韧性提供了支撑。然而，公共债务利息负担增加可能会制约未来的财政政策。消费者和小企业的消费者数据依然健康。虽然消费者的现金流缓冲大大低于新冠疫情高峰期，但仍高于疫情前。与此同时，家庭财富效应仍占主导。

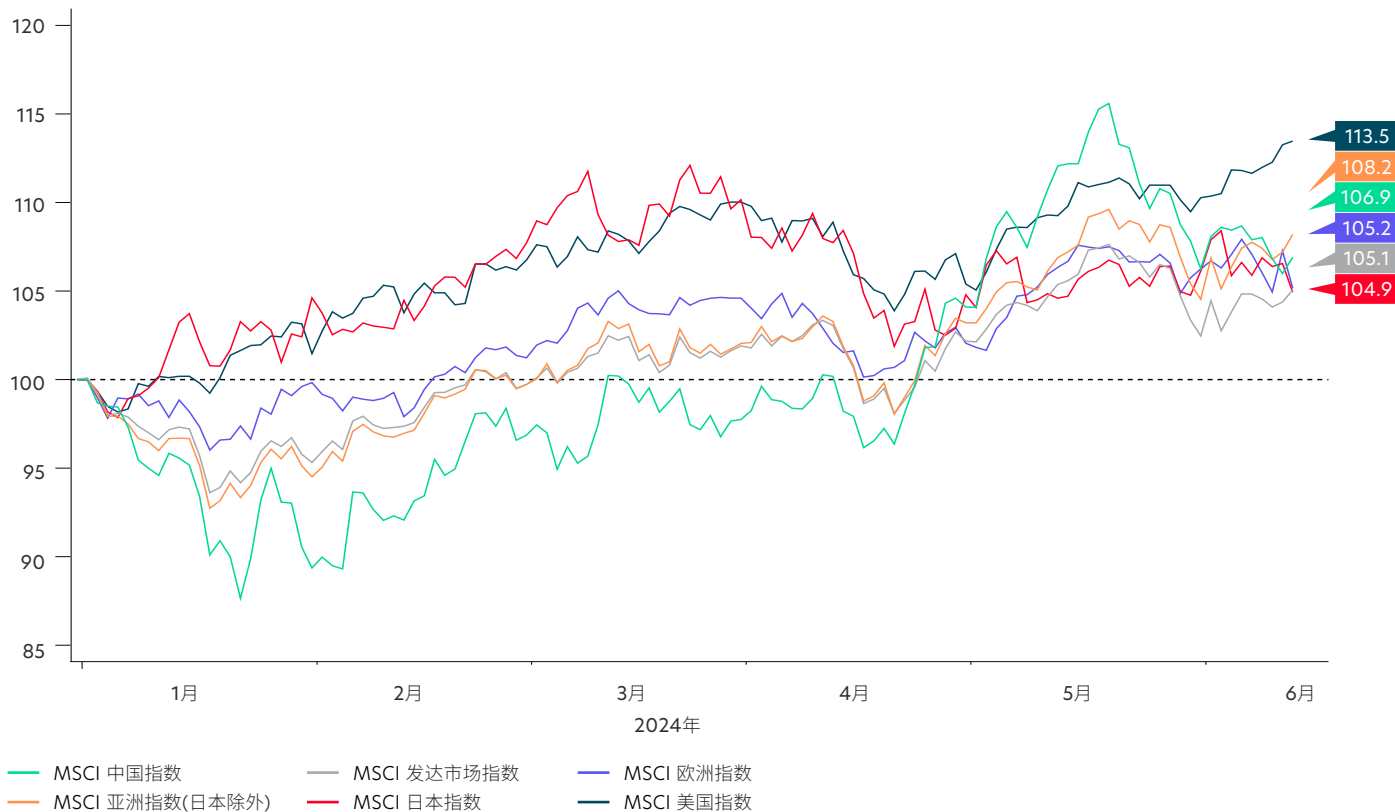
话虽如此，美国供应管理学会制造业采购经理人指数的反弹已经停滞，这表明消费需求可能正在减弱。

展望未来，即将到来的经济坏消息对市场来说可能等同于好消息。持续的经济增长放缓和反通胀，尽管进程会有所放缓，将为美联储今年晚些时候降息奠定基础。

值得注意的是，市场并未计入美联储加息的预期，只是推迟了降息预期。除非出现经济衰退或金融危机，否则降息预期很有可能会刺激风险资产的下一轮上涨。

股市表现

美元价格回报(2024年为起点重新计算= 100)



资料来源:Macrobond、大华私人银行



美国

周期性牛市， 回调幅度有限

尽管通胀率在过去两年中一直居高不下，但预计会有所下降。事实上，美国超级核心服务业通胀率一直高于预期，因为服务业仍在产生稳健的劳动力需求。然而，基本趋势表明，美国劳动力市场正在走软，目前的职位空缺与失业率之比降至疫情前的水平。总体而言，如果劳动力市场强劲或通胀率出现意外上行，可能会周期性地导致联邦基金期货在今年计入降息或不降息的情况。尽管如此，政策利率还是偏向于下行。

在市场方面，在股市过度上涨之后，可能会出现盘整或回调。话虽如此，由于以下几个因素，股市的回调幅度可能会有所温和。首先，美联储鸽派的言论和令人鼓舞的数据(最新财报季提供更多的是惊喜的正面数据)应该会为风险情绪提供支撑。

其次，“美股七大科技巨头”总体营收继续保持强劲增长，营业利润率稳健。第三，最近一系列的经济下行意外可能会提前降息(图1)。

在美国大选在即的背景下，未来几个月市场波动可能会加剧。鉴于周期性牛市仍然保持不变，投资者可以考虑在回调时买入，或通过结构性产品进行防御型投资。我们建议将部分风险敞口从“美国七大科技巨头”转向能源、大宗商品、工业和公用事业等价值导向型板块。其中一些股票可以对冲更高的预期通胀率，并/或从制造业反弹以及人工智能投资周期中受益。



首席投资官建议:我们预计美国股市的上行空间有限，建议将部分风险敞口从“美国七大科技巨头”转投能源、大宗商品、工业和公用事业等价值导向型板块。

图1:美联储降息预期与美国经济意外的巨大差异



资料来源:彭博社、大华私人银行



欧洲

在工业投资周期中寻找机会

截至2024年6月13日，MSCI欧洲指数(按美元计算上涨5.2%)今年迄今表现落后于多个地区市场。到目前为止，由于在盈利增长乏力的情况下估值倍数的扩张推动良好的股价回报，但却主要被欧元贬值所抵消。2024年第二季度，欧洲成长型股票的表现好于价值型股票。法国总统马克龙最近决定提前举行选举，导致政治不确定性以及风险溢价大幅增加，最终将导致欧洲地区表现不佳。

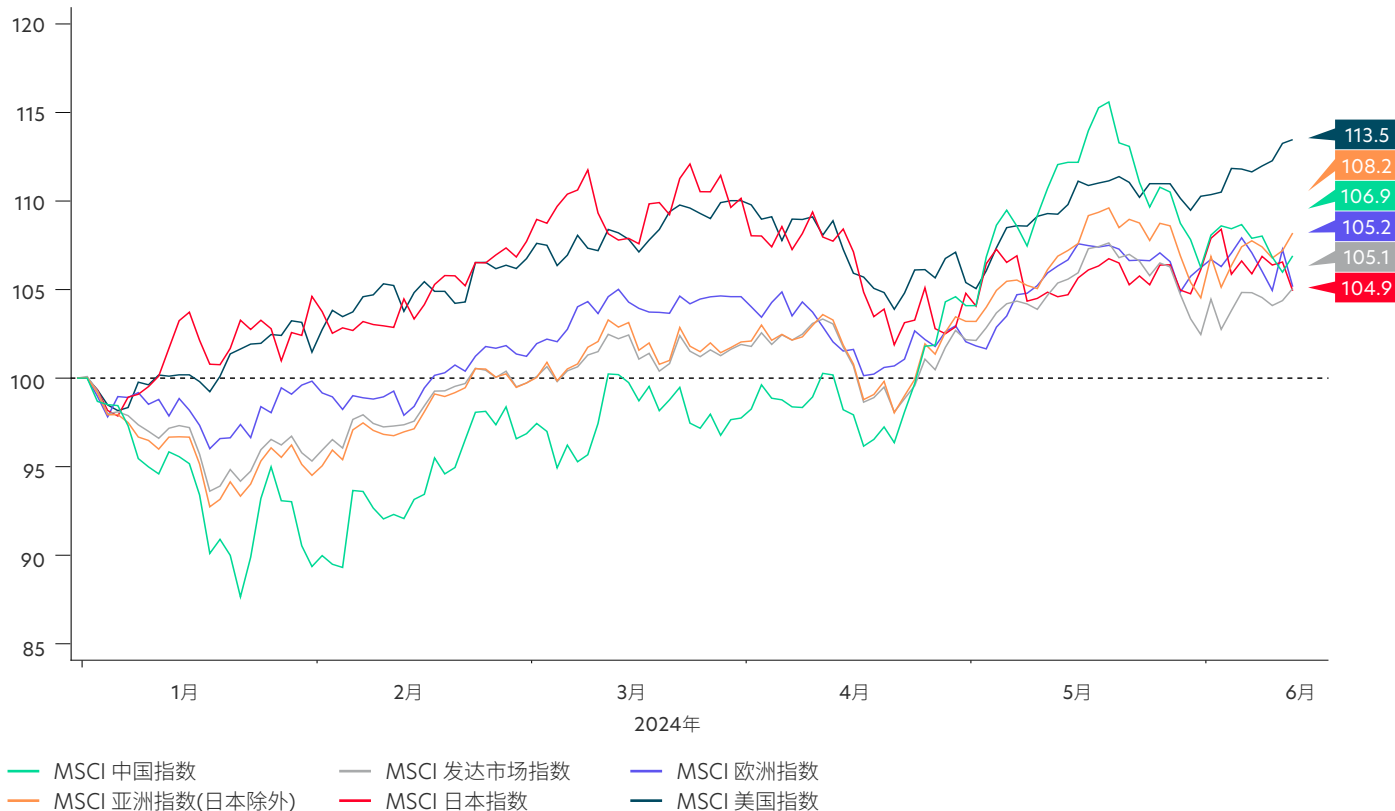
在经济方面，欧洲经济增长在去年实现了预期重置，今年看来也将继续向好。由于工资增长强劲，欧元区核心服务业的通胀率近期持续走高，但欧洲央行一直乐观地认为，明年通胀率有望降至2%的目标。这种乐观情绪源于供给侧压力的缓解。

生产率增长的反弹和工资涨幅的放缓将最终导致降低单位劳动力成本。总体而言，欧元区经济体的反通胀进程仍在稳步推进。

欧洲央行6月份降息25个基点符合我们的预期，市场将关注未来的走势。欧洲央行行长克里斯蒂娜·拉加德就进一步的宽松政策没有给出明确的指引，她一贯坚持数据依赖的决策方式。然而，在物价上行风险减少的情况下，工资增长进一步放缓以及商业房地产的低迷，将使欧洲央行难以证明其限制性政策立场的合理性。

股票表现

美元价格回报(2024年为起点重新计算= 100)



资料来源:Macrobond、大华私人银行



欧洲

在工业投资周期中寻找机会

在市场方面，欧洲企业的相对盈利增长势头可能会在估值不高的情况下触底反弹。值得注意的是，欧洲银行，尤其是意大利和希腊等周边地区的银行，在系统性压力大为减轻的支撑下已经反弹。总体而言，欧洲股市的风险回报有所改善，尤其是在欧洲央行先于美联储开始政策转向。

展望未来，随着中国经济增长出现初步企稳迹象，欧洲工业出口增长有望反弹。

欧元区的制造业采购经理人指数已经与全球同业一起触底(图1)。重要的是，持续的“友岸外包”和在地化趋势将有利于选定的工业企业，这些企业在电子传输、可再生能源和数据中心领域的资本支出增长

将使其中一些企业受益。与此同时，鉴于地缘政治紧张局势和政策不确定性不断加剧，主权国家军事国防开支的增加将成为一大宏观投资主题。

尽管欧元区经济体的增长前景正在变得更加光明，但投资者仍有必要保持选择性。我们将继续关注中国的增长趋势和制造业活动水平，这对欧元区的出口具有重大影响。

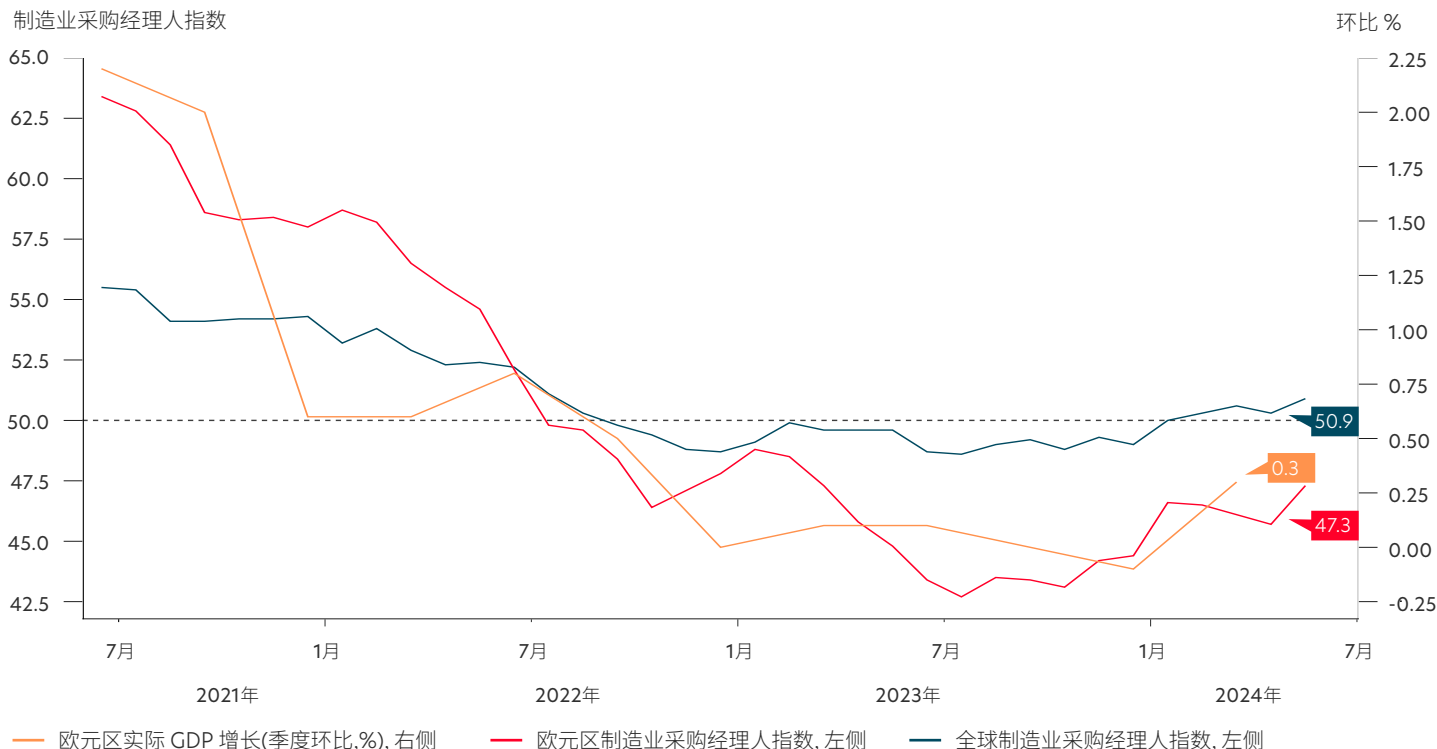
我们重申，偏好与工业主题挂钩的优质大盘股，以及基本面有韧性、派息记录良好的股票。医疗保健类股票也因其增长特性和防御性而受到青睐。



首席投资官建议:我们对欧洲市场持温和乐观态度，重申偏好与工业主题挂钩的优质大盘股，以及派息记录良好的股票。

图 1:欧元区制造业活动反弹, 增长改善

制造业采购经理人指数



资料来源:彭博社、摩根大通、大华私人银行



亚洲新兴市场

继续对中国转向促进增长的政策取向持谨慎乐观态度

MSCI亚洲指数(不含日本)(按美元计算上涨8.2%)在4月中旬强势反弹,2024年年初至6月13日仅落后于中国(按美元计算上涨7.9%)和美国。

总体而言,中国市场的估值仍然低迷。基金经理最新的调查数据显示,投资者对中国的悲观情绪已逐渐减弱,一些机构投资者正寻求增加已严重低配中国股票的机会。值得注意的是,虽然中国的政策刺激仍然零星微小,但随着时间的推移,其累积的影响可能会变得有意义。

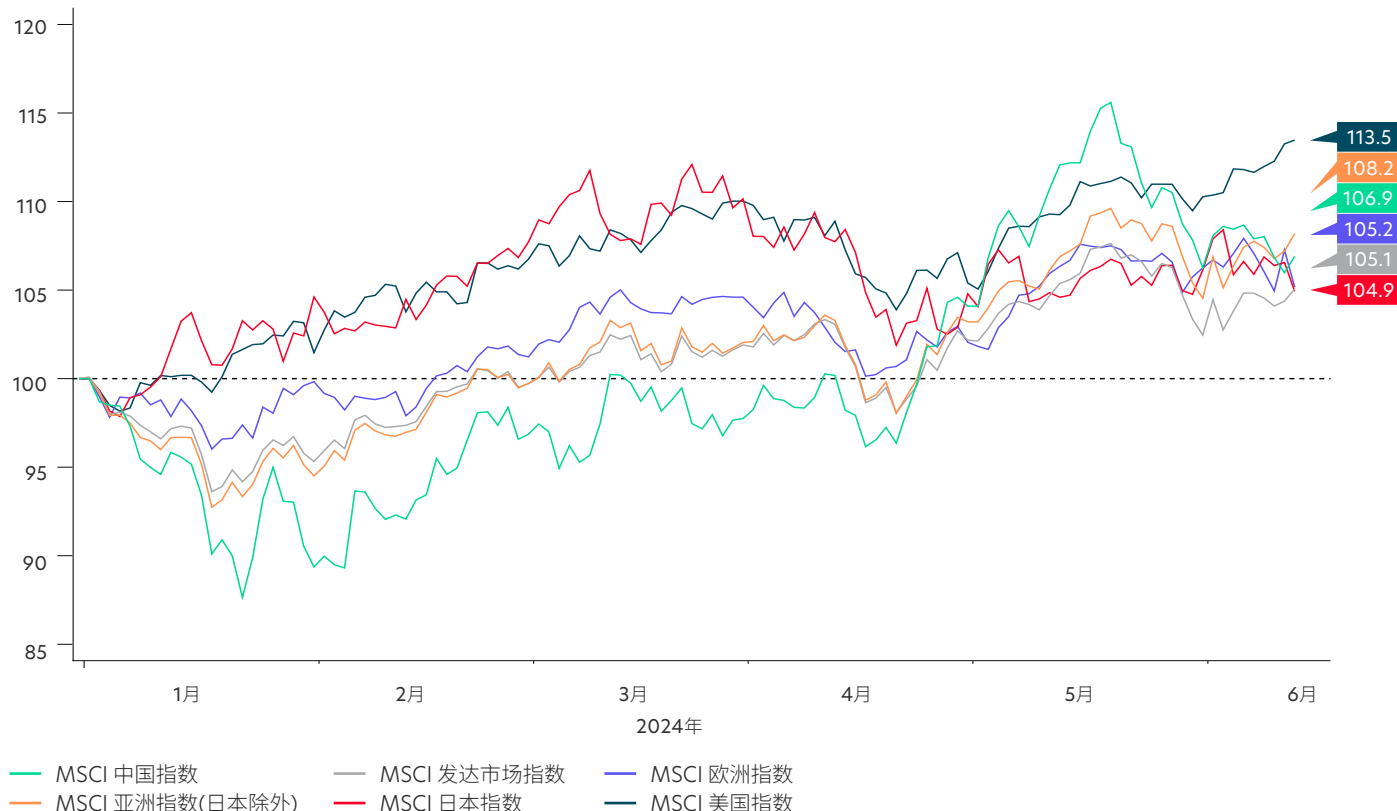
在经济方面,中国经济增长初现企稳迹象。在全球科技行业上行、外部需求强劲和价格具有竞争力的背景下,出口增长一直保持韧性。

与此同时,在工业生产强劲和通缩压力(体现在生产者价格上)的缓解下,经济的供给侧一直在复苏。话虽如此,5月份中国制造业采购经理人指数出人意料地开始收缩,引发了人们需求疲软可能导致中国经济增长复苏中断的担忧。服务业的扩张也有所放缓。在国内消费降级的情况下,零售销售增长乏力。

目前,尽管家庭储蓄过剩,中国政府仍在继续为经济提供点滴刺激。政府的房地产宽松措施可能会提供一些利好,但房地产市场的低迷需要更多的政策努力才能有效地重振。展望未来,经济下行压力将迫使习主席转向支持经济增长的政策。

股票表现

美元价格回报(2024年为起点重新计算=100)



资料来源:Macrobond、大华私人银行



亚洲新兴市场

继续对中国转向促进增长持谨慎乐观态度

在市场方面，中国股市往往会从相对于债券收益率的巨大收益率差距中反弹，(图1)。随着收益率差距从创纪录高位收窄，中国股市仍有进一步上行的潜力。

同样值得注意的是，在恒生指数和沪深300指数中都出现了“黄金交叉”点，即50日移均线上穿200日移均线。这是一个看涨的技术信号，通常预示着股价进一步上涨。重要的是，从多项指标来看，中国目前的状况类似于2016年(市场持续复苏)，不同于2015年(市场出现暂时反弹)。最后，鉴于预期较低，且相对于全球和新兴市场股票的估值存在较大折让，任何积极的利好都可能推动中国股市从此走高。

在仓位方面，投资者可以考虑杠铃策略，一端是高股息股票，另一端是部分贝塔选择(如中国互联网)。香港政府正考虑通过“沪港通”为在港上市股票的减免股息税，高股息股票可从中受益。与此同时，预计外资将重新流入那些在最新财报中增长强劲的互联网公司。

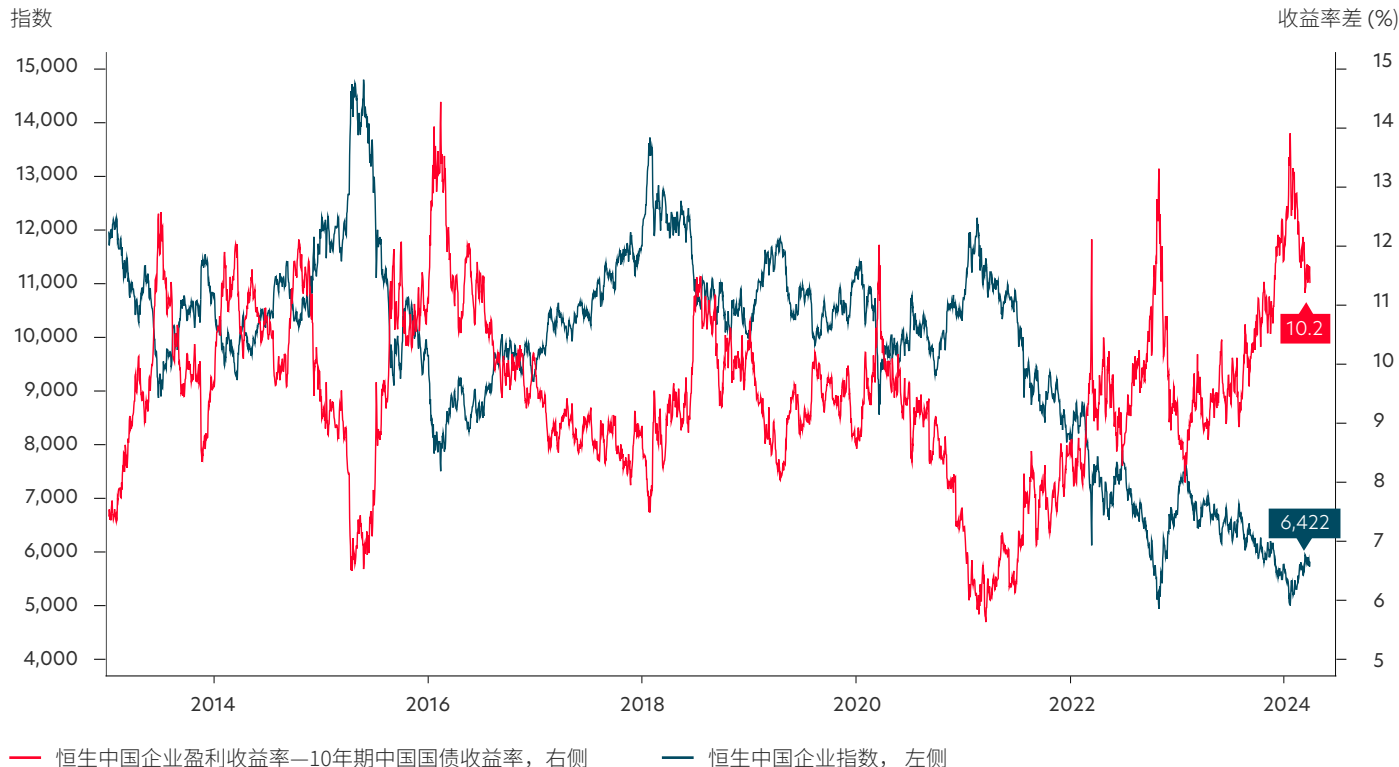
在亚洲新兴市场中，我们看好韩国、印度和东盟地区的股票。

在中国股市中，筛选股票仍然至关重要。投资者可以考虑通过结构性产品来进行防御性投资。



首席投资官建议:我们看好亚洲新兴市场中的韩国、印度和东盟。在中国市场上坚持对股票进行筛选—可考虑杠铃策略，一端是高股息股票，另一端是部分贝塔选择。

图1:收益率差从历史高位开始收窄;股票的风险回报仍然具有吸引力



资料来源:Macrobond、大华私人银行



日本

企业盈利和公司治理改革支撑股市上涨

截至2024年6月13日，除新兴市场外，MSCI日本指数(按美元计算上涨4.9%)表现落后于所有其他地区市场。这在很大程度上可以归因于日元对美元的持续贬值，因为套息交易的利差很大。

日本长期债券收益率的上升也拖累了半导体类股和其他成长型股票。尽管在5月中旬结束的财年业绩报告季中对2024财年的悲观指引被视为短期挫折，但从长期来看，企业加速治理改革仍将支撑日本股市。

在经济方面，经调整的2024年第一季度实际GDP增长率缩窄至1.8%，表明国内需求疲弱，经济缺乏活力。值得注意的是，净出口拖累了私人消费

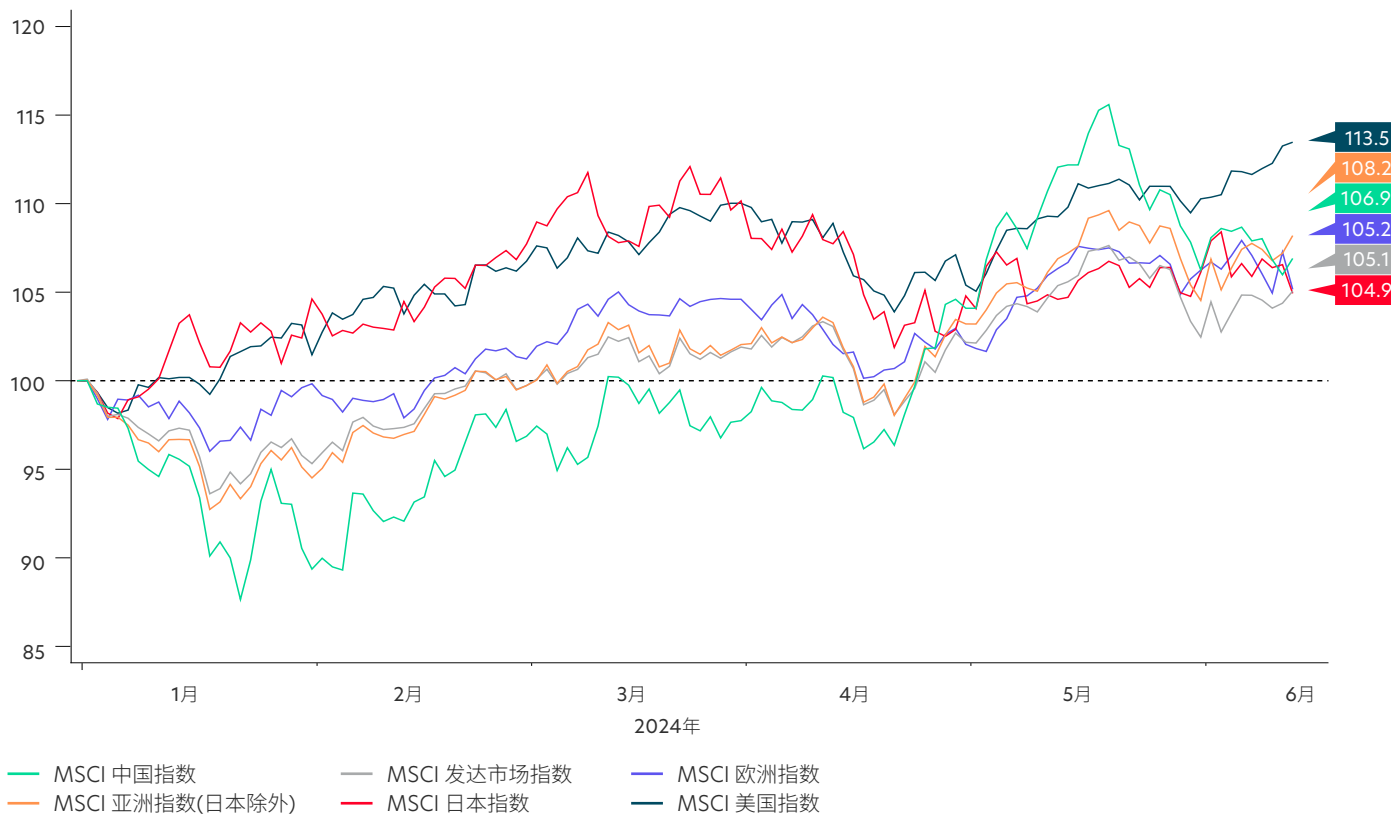
和资本支出。由于工资增长未能跟上普遍的通胀速度，家庭支出一直在减少。这可能会削弱日本央行近期上调政策利率的预期。

尽管经济环境不断恶化，但日本央行认识到货币贬值对通胀和整体经济的影响。国内消费者哀叹进口能源和材料造成生活成本上升。鉴于日本央行对需求导向性通胀回升的预期，市场预计日本央行将在今年年底前加息。

再加上美联储降息，日元疲软的压力可能在未来几个月见顶。

股票表现

美元价格回报(2024年为起点重新计算= 100)



资料来源:Macrobond、大华私人银行



日本

企业盈利和公司治理改革支撑股市上涨

在市场方面，2023财年业绩表明企正在加速业改革。股票回购总额同比增长约60%，而提高股本回报率目标和股东回报已成为焦点。展望未来，日本企业仍有可能更加有效地利用资产负债表上的大量过剩现金。例如，进一步的股票回购计划以及更高的投资促进增长。通过提高杠杆率来减少净现金头寸，也可能最终推动股价进一步上涨。

2024年第二季度，尽管MSCI日本指数12个月远期市盈率在小幅回落至16，但结构性估值倍数扩张以及盈利势头依然保持良好(图1)。在这种情况下，随着2024财年的推进，企业可能会考虑上调业绩指引。预计强劲的企业盈利以及旨在提高资本效率的企业行动，将推动日本股市表现复苏，并支撑股东回报。

我们再次建议投资者无需对冲日元汇率风险，货币政策存在突然转变的情况。部分非必需消费品企业应会继续在强劲的入境消费中保持良好势头。与此同时，日本利率的上行压力通常对金融业是个好兆头。

最后，一些公司可利用人工智能和半导体的强劲需求可布局长期有利局势。投资者可以考虑通过结构性产品来进行防御性投资。



首席投资官建议:我们看好日本股市，预计部分非必需消费品和金融类股的表现将跑赢大盘。不建议对冲日元汇率风险。

图1:日本股市在强劲的盈利势头下估值倍数持续结构性扩张

12个月远期市盈率

每股收益增长，同比 %



资料来源:Macrobond、大华私人银行



首席投资官评论

投资组合策略

宏观趋势

股票

固定收益

大宗商品

外汇货币

> 固定收益

发达市场投资级债券	36
发达市场高收益债券	37
亚洲新兴市场投资级债券	38
亚洲新兴市场高收益债券	39



发达市场投资级债券

良性增长背景下 利差稳定

截至 2024 年 6 月 13 日，以美国投资级企业债券指数(彭博美国企业债券指数)为代表的发达市场投资级债券年初至今的美元总回报率为 +0.4%。这主要是由边际信用利差收窄、票息套利和美国国债负回报三重效应相互抵消导致的。美国国债收益率在 4 月底升至年内高点，随后因制造业数据疲软而回落。

对美联储最终会降息以及美国经济将软着陆的预期为信用利差企稳提供了有利条件。

在当前关头，利差差异反映出市场普遍认同未来 6 个月内降息约两次的可能性。

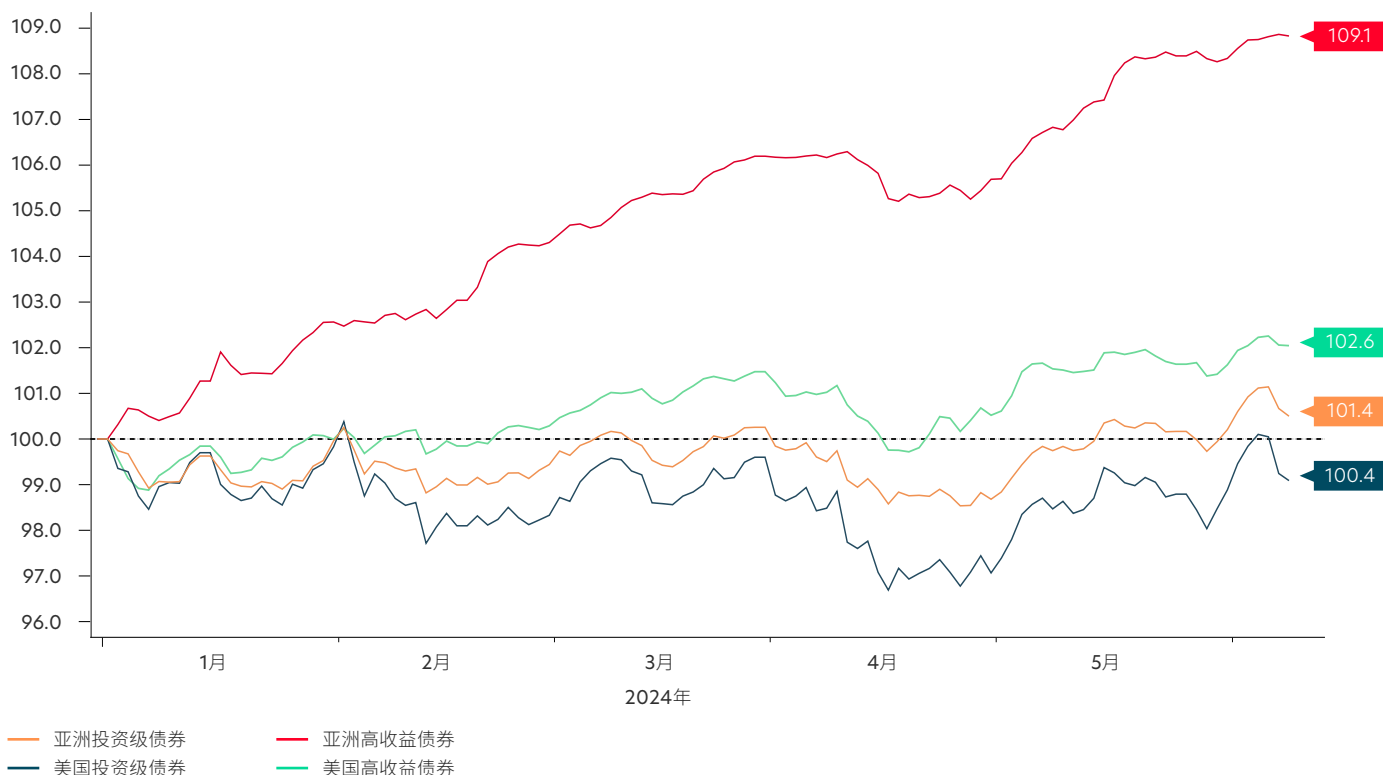
当前的信用债估值可能显得过高，但从历史角度来看，综合收益率仍然具有吸引力。2024 年剩余时间内的超额回报都可能受到债券筛选的驱动；避免不良信用事件将是至关重要的。我们继续主张采取自下而上的方法，选择基本面稳健的债券，以确保长期收益。



首席投资官建议:我们对发达市场美元投资级债券持建设性态度。

固定收益年初至今的表现

美元总回报指数(重定基准，以2024年为基准100)



资料来源:Macrobond、大华私人银行



发达市场高收益债券

特质性风险仍令人担忧

发达市场高收益债券的表现继续跑赢投资级债券，截至 2024 年 6 月 13 日，美国高收益企业债券指数(彭博美国高收益企业债券指数)年初至今的美元总回报率为 +2.6%。该指数的表现在很大程度上具有特质性，在风险情绪改善的情况下，部分表现不佳的债券在整体回报方面领先。

高收益债券信用利差表现优异，年初至今收窄了约 25 个基点。截至 2024 年 6 月 13 日，平均期权调

整利差为 312 个基点，较高的利差套利仍是超额回报的来源，系统性风险仍然受到良好控制。

尽管如此，在高利率环境下，预计违约率将小幅上升。总的来说，投资级债券与高收益级债券之间的信用利差大幅收窄，以及违约可能加速导致的尾部风险上升，使我们对不对称的风险回报持谨慎态度。

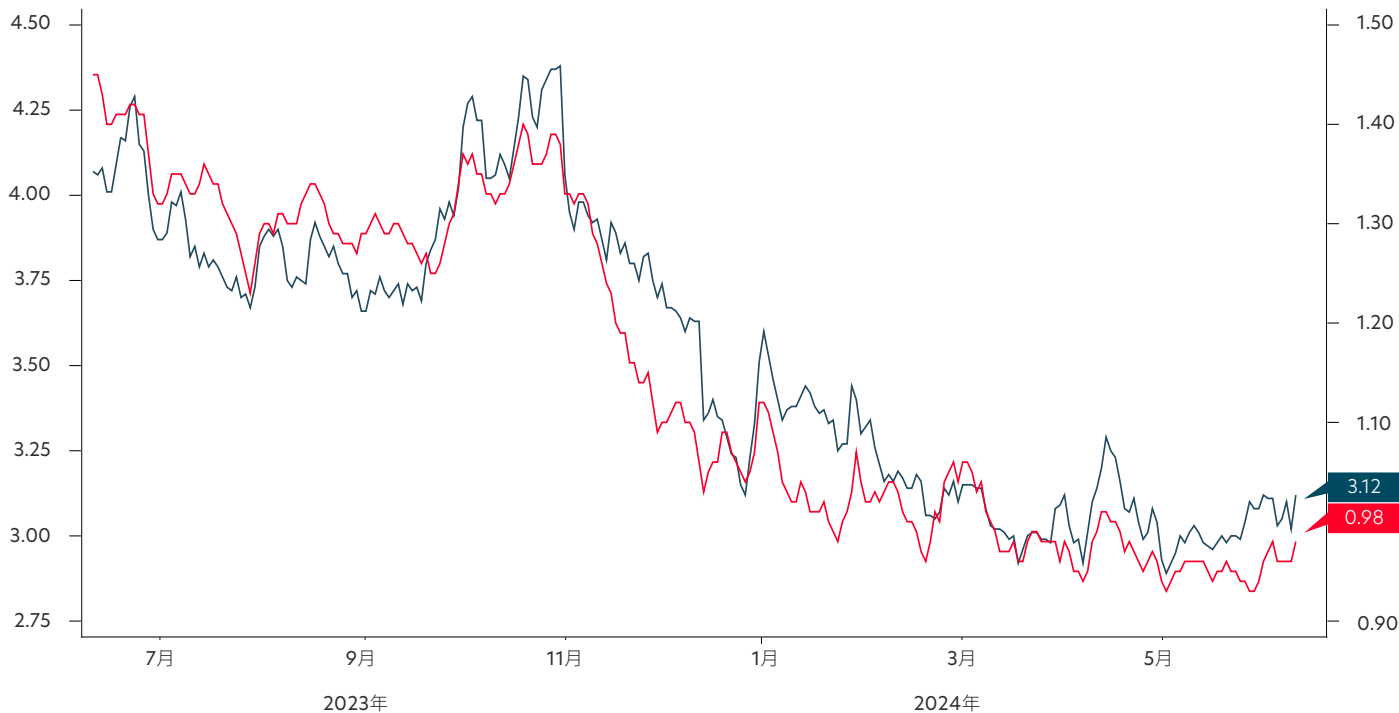


首席投资官建议:我们对发达市场美元高收益债券持谨慎态度。

图 1:高收益债券利差大幅收紧后的不对称风险回报

高收益债券利差(蓝色百分比)

投资级债券利差(红色百分比)



— 美国流动投资级平均期权调整利差, 右侧
— 美国企业高收益平均期权调整利差, 左侧

资料来源:Macrobond、大华私人银行



亚洲新兴市场投资级债券

极具韧性, 重点关注票息套利

截至 2024年6月13日, 亚洲新兴市场投资级债券在指数层面(彭博新兴市场亚洲美元高级信用债指数)年初至今的美元总回报率为+1.4%。

值得注意的是, 投资级债券的信用利差年初至今收窄了约30个基点。新兴市场信用债能从有利的宏观背景和良好的供需动态中受益。

除票息套利外, 在美联储最终降息的情况下, 美国国债的表现将成为2024年总回报的重要贡献因素。

在亚洲新兴市场投资级债券中, 我们仍然更青睐亚洲金融债、精选的专注于亚洲市场的保险公司、准主权/战略国有企业以及防御性消费公司的债券。我们强调采取多元化的久期风险管理方法的重要性, 将平均修正久期定为5-8年。

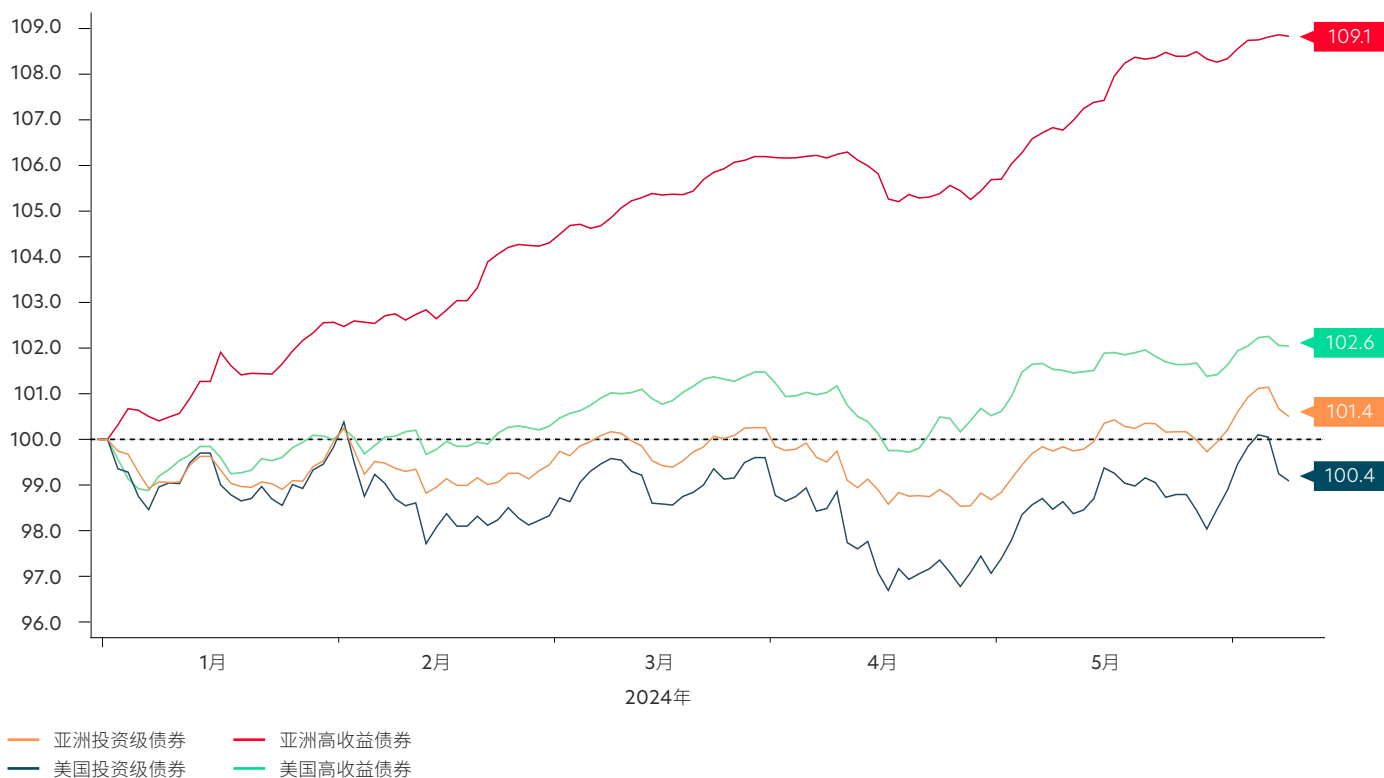
我们继续主张在出现此类机会时逢低买入。



首席投资官建议: 我们对亚洲新兴市场投资级债券持建设性意见。

固定收益年初至今的表现

美元总回报指数(重定基准, 以2024年为基准100)



资料来源: Macrobond、大华私人银行



亚洲新兴市场高收益债券

避免信用陷阱 是关键

亚洲新兴市场高收益债券的表现依然突出，截至2024年6月13日，参考指数(彭博亚洲美元高收益债券指数)年初至今的美元总回报率为+9.1%。除了剔除违约的中国房地产开发商导致指数层面的基数效应外，部分特殊情况下美元曲线的大幅回升(即韦丹塔、斯里兰卡、巴基斯坦和部分中国大陆/香港特别行政区开发商)拉高了回报率。

由于缺乏对开发商重要的直接政策支持，我们对中国房地产市场继续保持谨慎态度。

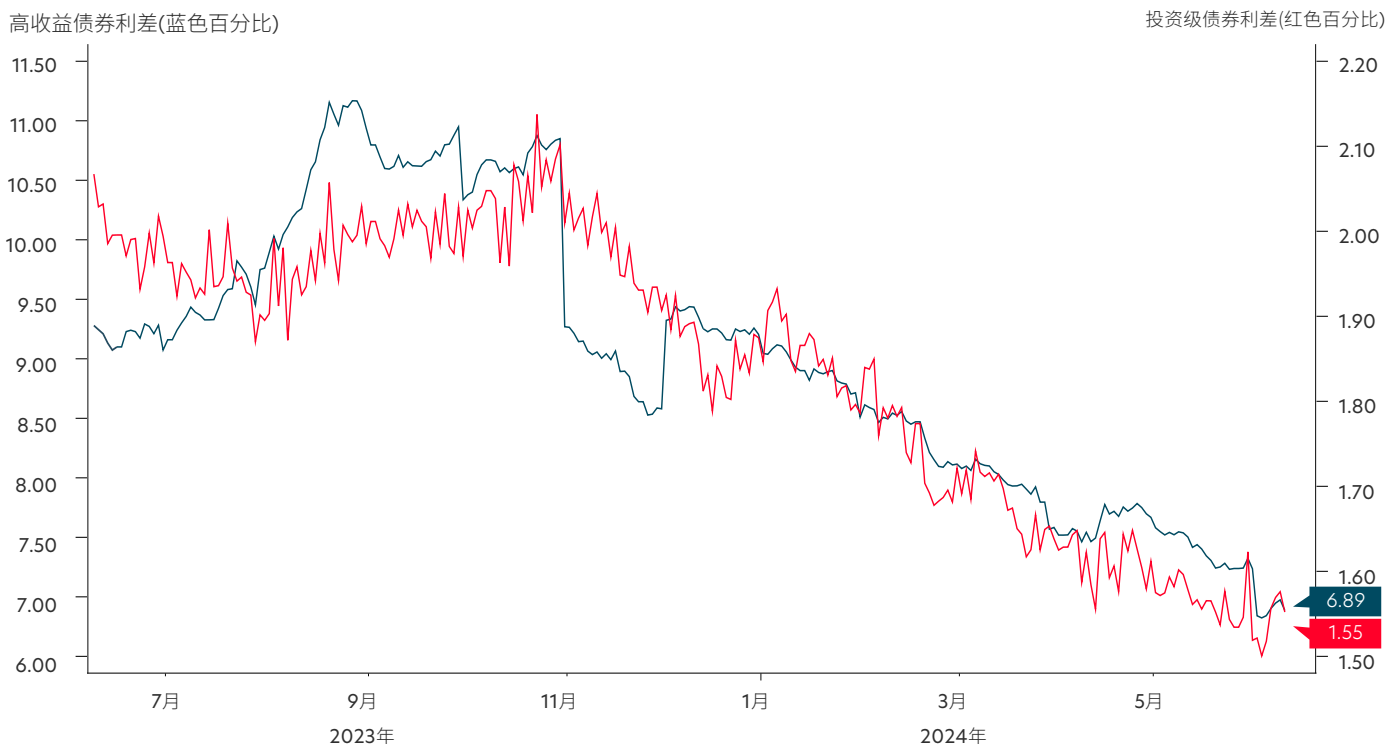
此外，由于清盘的可能性(如恒大、碧桂园)仍然存在，积极的重组结果面临重大阻力。因此，在亚洲新兴市场高收益领域，我们仍将保持审慎并对债券进行高度筛选。

总体而言，我们更看好精选的东盟基础设施、印尼公用事业和印尼房地产开发板块的信用债。



首席投资官建议:我们对亚洲新兴市场高收益债券持中立态度。

图1:信用利差大幅收窄后强调对债券的筛选



— 摩根大通JACI投资级债券指数 Z 利差, 右侧

— 摩根大通JACI高收益债券指数 Z 利差, 左侧

资料来源:Macrobond、大华私人银行



首席投资官评论

投资组合策略

宏观趋势

股票

固定收益

大宗商品

外汇货币

› 大宗商品

原油	41
基础金属	42
贵金属	43



原油

在最近的回调之后,下行风险在很大程度上已被计入

在OPEC+于10月逐步解除部分减产的最新决定后,布伦特原油价格已跌至82美元/桶(截至2024年6月13日)。欧佩克+增加石油供应流入全球市场的计划比预期的要早;总体而言,市场认为此举是需求不确定时期供应增加的信号(图1)。

需求侧,欧佩克+预测2024年全球需求为225万桶/天,这表明下半年的石油需求将更强劲。然而,消费最高的亚洲地区的需求增长并没有达到OPEC+的预期。

虽然中国的经济数据仍然好坏参半,但低迷的情绪可能预示着上行盈喜。与此同时,在5月份最新的美国制造业活动下降后是否会反弹仍有待观察。

供应侧,美国原油库存与战略石油储备中的石油库存同步上升。

与此同时,欧佩克+公布逐步增加产量的计划引发了市场恐慌。此外,仅次于沙特阿拉伯的欧佩克+第二大产油国伊拉克的原油产量一直高于欧佩克+配额。欧佩克计划在2024年第四季度逐步取消每天220万桶的额外自愿减产,这与欧佩克+希望他们的需求预测的匹配能够实现的愿望一致。

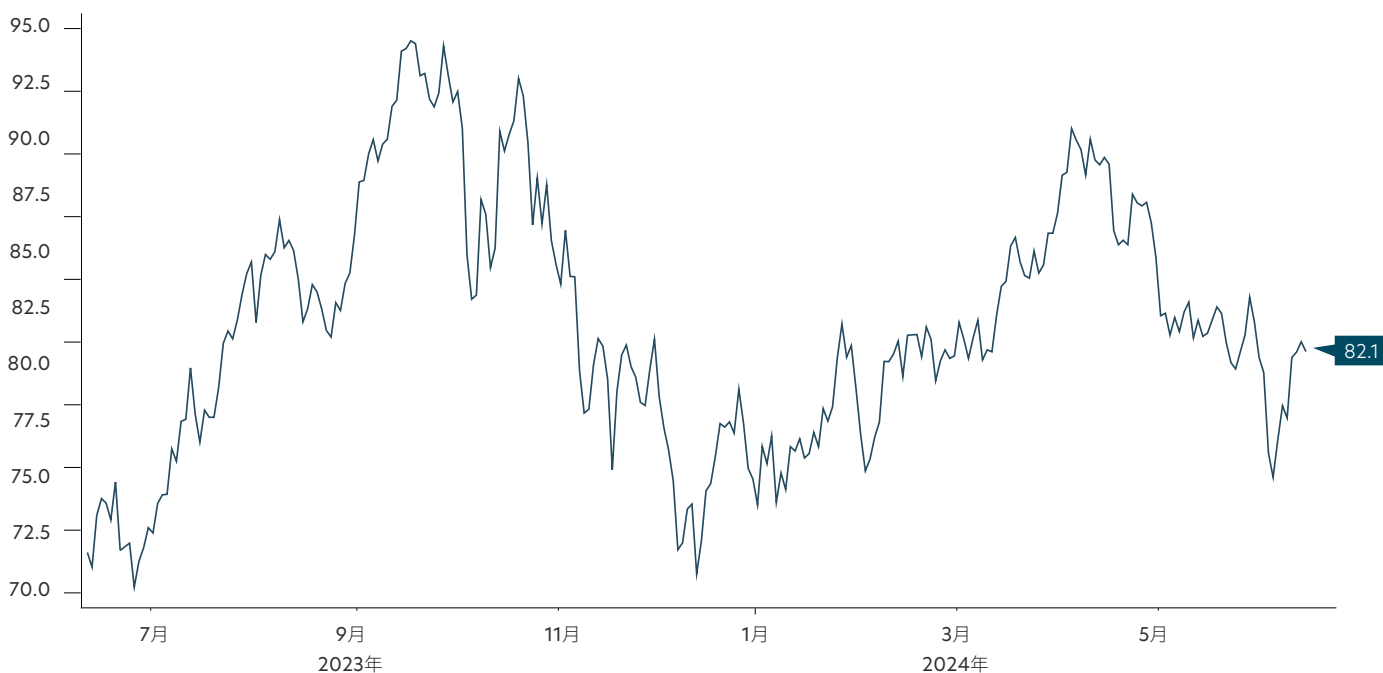
在最近的回调之后,需求和供应风险在很大程度上已经被计入价格中。市场仍然认为巴以冲突向中东其他地区的蔓延风险有限。但我们坚持认为,地缘政治风险溢价是合理的。我们对布伦特原油的预测是85美元/桶(2024年底)。



首席投资官建议: 我们对布伦特原油持谨慎建设性态度,并认为地缘政治风险溢价是合理的。

图1:在需求不确定的情况下,欧佩克+供应风险给布伦特原油价格带来压力

USD/bbl



— 布伦特原油价格(美元)

资料来源:Macrobond、大华私人银行、洲际交易所



基础金属

中国刺激政策和增长轨迹是关键

中国占全球基础金属需求的很大一部分。尽管中国房地产市场持续低迷，但自2024年第二季度初以来，铁矿石和铜价都有所上涨。值得注意的是，随着交易员预期即将出现供应短缺而涌入，铜迅速上涨。在中国放松房地产市场政策的推动下，铁矿石追随铜的反弹，但从5月底开始，过度乐观情绪已经消失(图1)。

铁矿石方面，困扰中国房地产行业的旷日持久的危机继续给钢铁市场带来压力，尽管政府支持，但基本面好转的前景不大。中国的港口库存处于两年来的最高水平，而其制造业增长数据最好的情况也只是参差不齐。展望未来，铁矿石价格可能会继续盘整，直到中国房地产市场走出低迷。

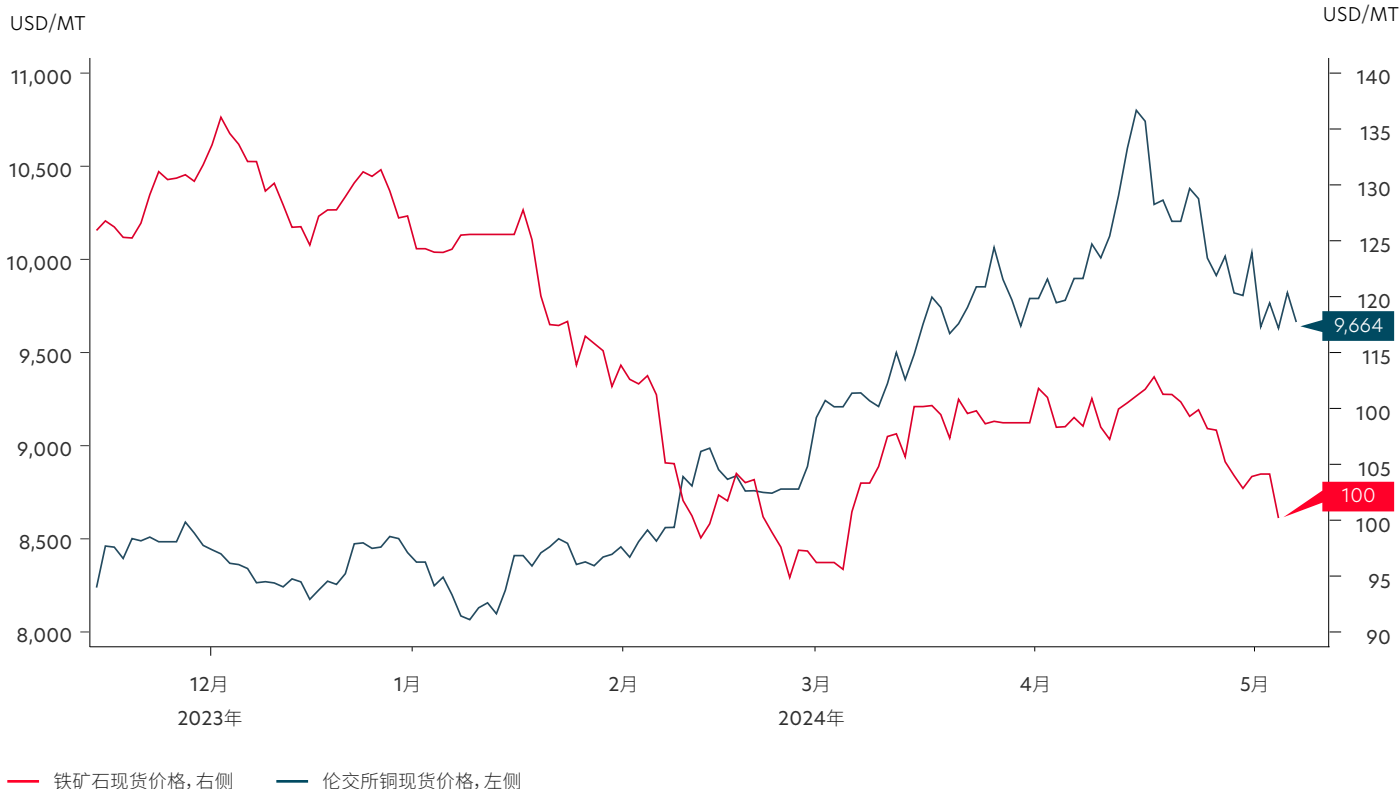
铜方面，全球矿山供应意外收紧推动铜价反弹。与此同时，随着工厂倾向于在进入夏季之际增加增产，中国出现了异常庞大的库存。然而，在中国制造业数据好坏参半的背景下，金属加工者的需求低迷引发了对高企价格的担忧。一线希望是，铜是电动汽车生产以及更广泛的电气化/绿色发展的电子和零部件的关键成分。

总体而言，中国经济增长企稳的新迹象对基础金属来说是个好兆头(尽管强劲反弹可能已经超过了基本面)。预计近期会出现回调。来自中国的实质性财政刺激将有助于情绪，支撑基础金属价格。



首席投资官建议: 我们预计铁矿石和铜在短期内将盘整，因为我们预期中国将出台更大的财政刺激措施以进一步支撑基本金属价格。

图1:自5月底以来,过度乐观情绪已经消散



资料来源:彭博社、大华私人银行



贵金属

金价保持坚挺， 等待美联储降息

金价在2024年上半年强劲反弹，在最近的盘整之前上涨至2400美元/盎司以上。自2023年底以来的价格上涨驱动因素有中东和乌克兰持续的地缘政治冲突中的避险需求，以及新兴市场和亚洲国家央行大幅提高黄金的储备比例。

值得注意的是，黄金在中国央行储备中的比重越来越大。根据世界黄金协会的数据，截至2024年5月，中国的官方黄金持有量已升至约2300吨，仅略低于总储备的5%。具体来看，这比两年前的2022年年中1900吨的水平跃升了约20%。此外，有许多行业报告称，中国散户投资者大量购买金条、金块和黄金ETF。

值得注意的是，持续的美元走强和高美元利率(有担保隔夜融资利率保持在5%以上)对金价的影响已经减弱(图1)。展望未来，随着资金不断买入的ETF，金价可能会达到新的高点，特别是在对美联储降息的预期从2024年9月开始上升的情况下。我们重申黄金作为投资组合稳定器的重要性，并对黄金的长期表现持乐观态度。我们预计到2024年第四季度，金价将达到2500美元/盎司。



首席投资官建议: 我们预计黄金的价格轨迹将保持稳定，并重申其作为投资组合稳定器的重要性。

图1:实际收益率与黄金价格的差异不断扩大



资料来源:彭博社、大华私人银行



首席投资官评论

投资组合策略

宏观趋势

股票

固定收益

大宗商品

外汇货币

> 外汇货币

美元	45
欧元	46
人民币	47
日元	48
澳元	49
新加坡元	50



美元

美元近期将保持坚挺,后期将呈走低趋势

尽管市场利率定价预期迅速变化,但美元兑主要货币在第二季度迄今保持坚挺。

在美国通胀出现一系列超预期后,5月份的数据低于预期,增加了美联储今年仍在降息轨道的预期。此外,最近有迹象表明,美国经济增长有所放缓。尽管如此,自今年年初以来,降息的幅度和时间点已经发生了巨大变化。

大华银行经济学家坚持认为,从2024年第三季度开始,美元将再次疲软。预计美联储将在9月和12月分别降息25个基点。我们看空美元前景的主要风

险是,在粘性通胀和韧性增长的背景下,美联储在2024年剩余时间保持利率不变。

如果这种情况发生(不是我们的基本假设情景),美元可能会在2024年底保持强劲,因为欧洲央行、英格兰银行、澳洲央行和新西兰央行等其他主要央行已经开始了降息周期。

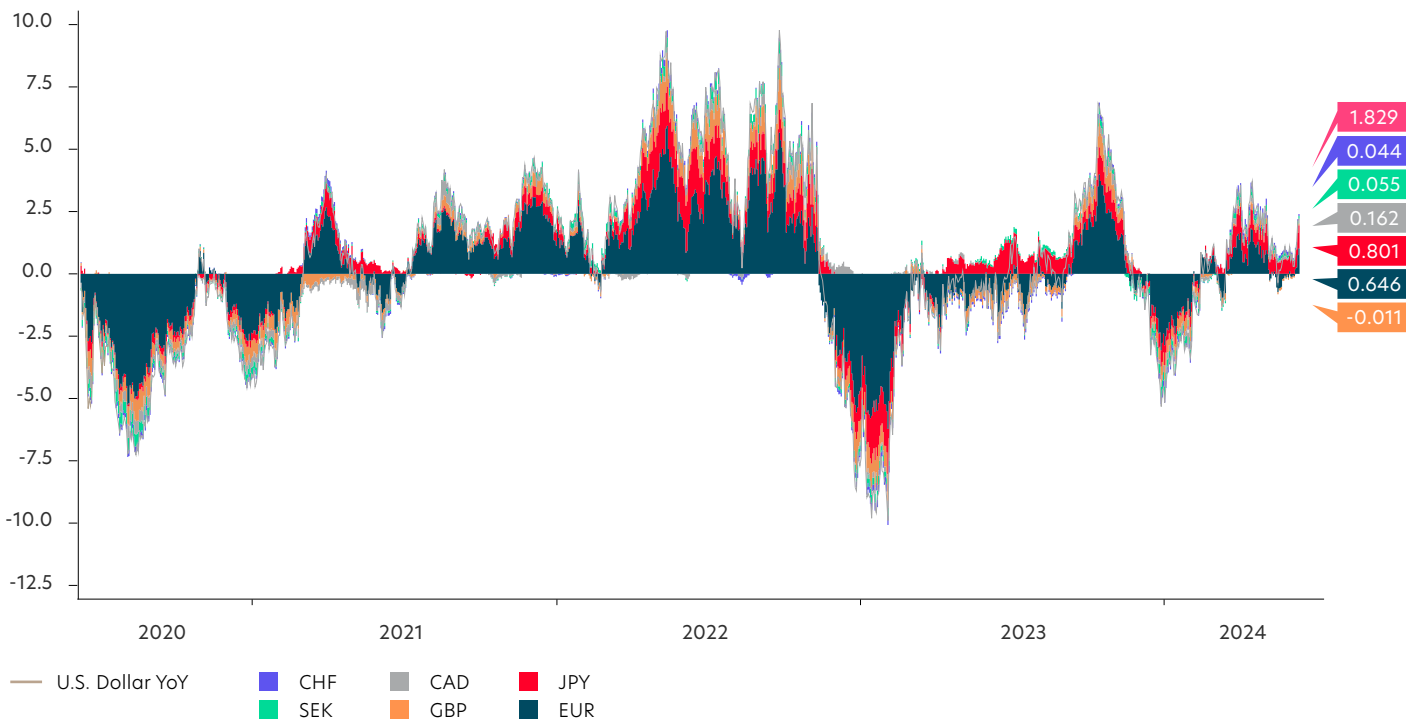
我们的美元指数预测现在为2024年第三季度103.2,2024年第四季度101.6,2025年第一季度100.0。



首席投资官建议: 我们在3至6个月内对美元持中性态度,在6至12个月内持看跌态度。

美元指数的贡献因素

环比 %



资料来源:彭博社、大华私人银行、Macrobond Financial AB、洲际交易所



欧元

欧元将随着与美元的收益率差距缩小而走强

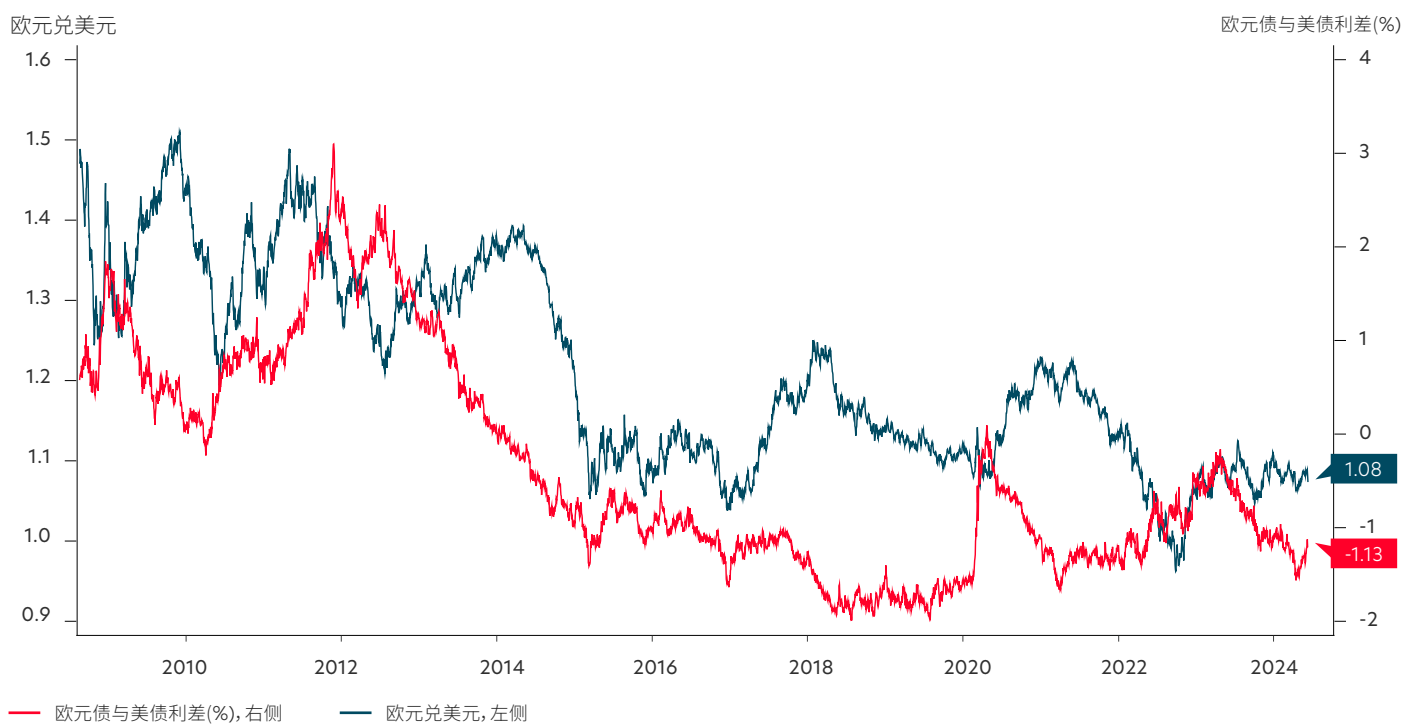
欧元兑美元在欧洲央行6月份广泛降息25个基点的背景下保持稳定。考虑到美联储在第二季度下调降息预期，而欧洲央行坚称其政策独立于美联储，汇率温和的变动可能令人惊讶。

展望未来，随着大多数市场参与者预计欧洲央行到2024年将比美联储降息更多，美联储行为将在之后推动欧元/美元汇率的变化。总体而言，我们的最新欧元/美元预测在2024年第三季度为1.10，2024年第四季度为1.12，2025年第一季度为1.14。



首席投资官建议: 我们在3至6个月的基础上对欧元持中性态度，在6至12个月的范围内持看涨观点。

图:欧元区-美国基准收益率差距缩小将支撑2024年欧元走强



资料来源:Macrobond、大华私人银行、Macrobond Financial AB



人民币

随着与美元的收益率差距缩小，人民币将走强

尽管中美利率差扩大，但人民币在2024年第二季度几乎没有变化。随着美联储2024年第二季度降息预期的增长，利率差可能会从2024年第三季度开始收窄，有利于人民币。

展望未来，我们预计中国的经济前景将更好，在政府采取更多刺激措施提振增长的背景下，我们将2024年GDP预测从4.8%上调至5.1%。随着中国房地产行业尾部风险的降低和投资者情绪的改善，人民币将在2024年下半年小幅反弹。

话虽如此，地缘政治的不确定性仍然存在；如果中国出口商品的贸易关税提高，可能会导致经济增长复苏不稳。

我们对人民币的积极看法面临的主要风险是中国政府出人意料地让人民币突然贬值。如果中国央行将中间价从目前的7.11上调至7.15，美元兑人民币可能会测试去年7.30附近的高点。

我们最新的美元兑人民币预测为2024年第三季度7.20，2024年第四季度7.13，2025年第一季度7.06。

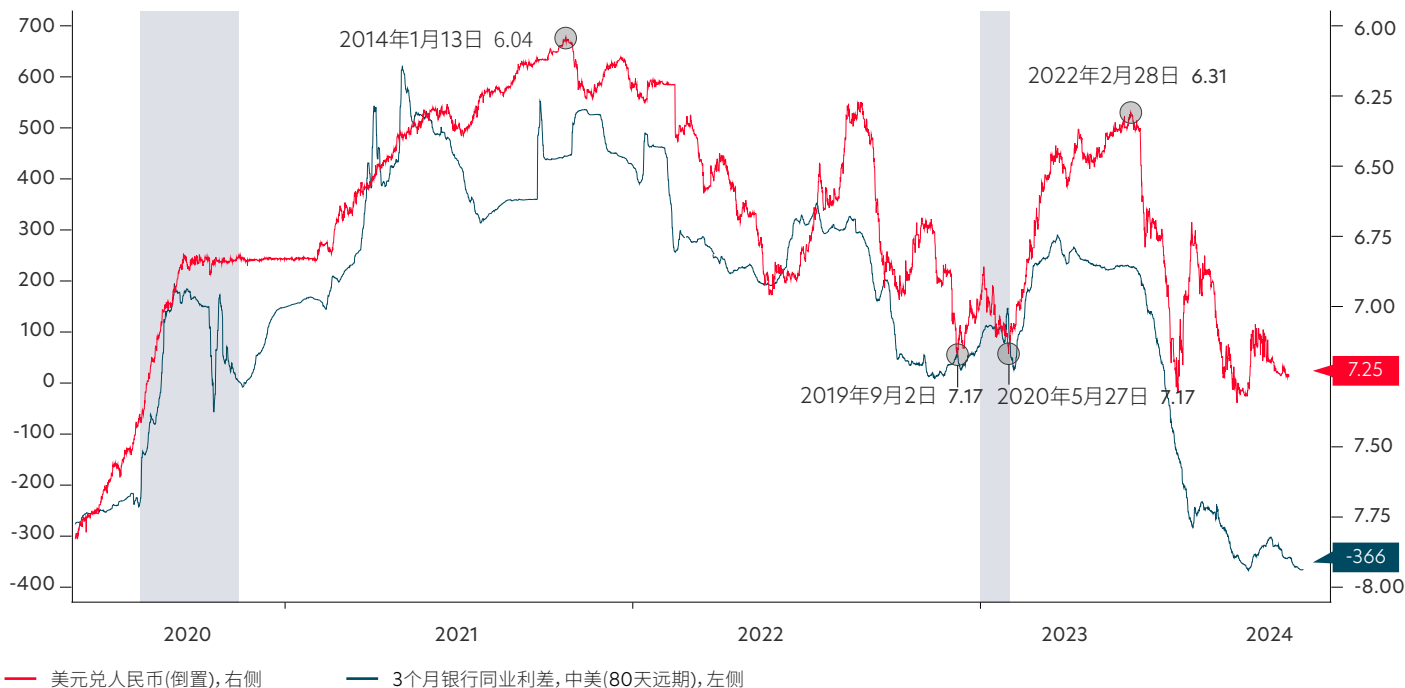


首席投资官建议: 我们在3-6个月与6-12个月的时间周期内均看涨人民币。

预期中美利率差将进一步收窄

利差, 基点

美元兑人民币(倒置)



资料来源: Macrobond、大华私人银行、Macrobond Financial AB



日元

在日本央行政策正常化的背景下，日元有升值的潜力

日元对主要外汇货币持续贬值，对美元贬值约3%。日本央行在4月底支撑日元的干预已被证明是无效的。5月初，日本货币政策官员高层再次认为，如果日元出现过度贬值，日本当局将采取适当措施。

我们认为，只有在美联储在今年年底降息的前景明朗时，美元兑日元才可能更可持续地逆转这一轨迹。大华银行经济学家预计，日本央行将在

2024年第四季度第二次加息至0.25%(从0.1%上调)，这将有助于扩大与美联储的货币政策分歧，从而重申美元兑日元的下行趋势。

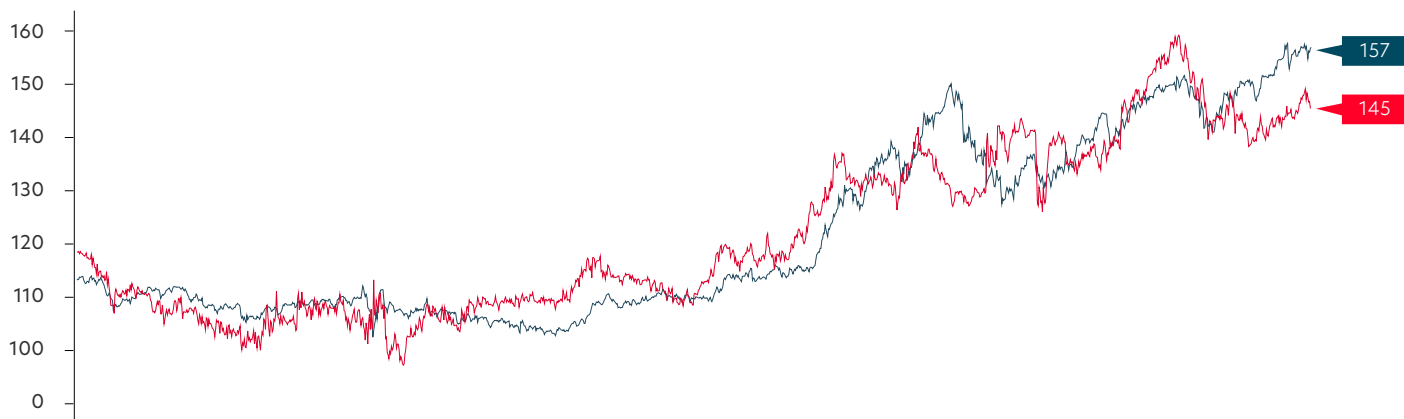
我们最新的美元兑日元预测为2024年第三季度152，2024年第四季度149，2025年第一季度147。



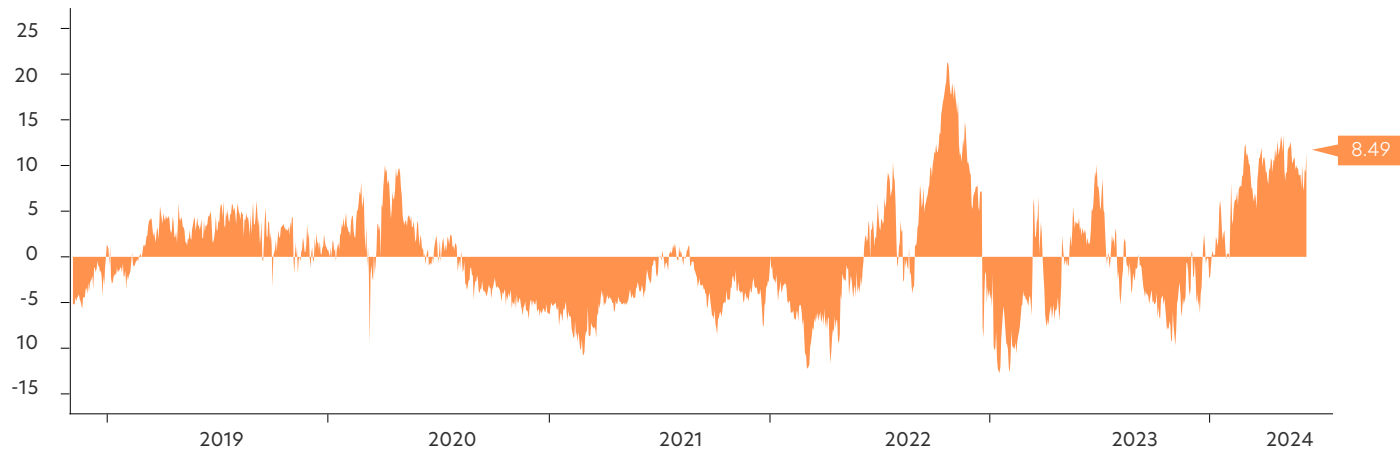
首席投资官建议: 我们在3至6个月和6至12个月的基础上对日元持看涨观点。

日元公允估值模型

美元兑日元



差值



— 公允价值 — 元兑美元 ■ 差值

资料来源:Macrobond、大华私人银行、Macrobond Financial AB



澳元

澳元将受到人民币走强和美元再次走弱的提振

澳元是10国集团第二季度迄今表现最好的货币之一，在4月和5月上涨了2%。在美元广泛走强背景下，澳元的表现非常不错。澳元的反弹可能归因于铁矿石价格在通胀加剧的情况下反弹。大华银行经济学家还将政策转向(宽松)的预期推迟到11月(从2024年第三季度)。

另一个可能导致澳元在2024年下半年进一步上涨的因素是中国经济的回升，中国经济复苏将提振人民币，从而提振相关性较强的澳元。虽然短期波动可能会持续下去，但我们认为2024年剩余时间澳元兑美元将走高。大华银行经济学家预测，澳元兑美元将在2024年第三季度达到0.68，2024年第三季度达到0.69，2025年第一季度达到0.70。



首席投资官建议: 我们在3至6个月的基础上对澳元持中性态度，在6至12个月的范围内持看涨观点。

图1:预期澳元受益于中国的积极溢出效应而走强



资料来源: Macrobond、大华私人银行、Macrobond Financial AB



新加坡元

新加坡元将在2024 年小幅升值

虽然大多数亚洲外汇货币在美联储“高利率持续更久”叙事的支持下，有望连续第二个季度出现下跌，但新加坡元坚持了自己强势。这可能是由于新加坡金融管理局在4月的最近一次会议上保持了货币政策不变；新元政策区间的正斜率可能促进了新元的逐步升值，从而在短期内保持了新元的高位。

2024年下半年，随着美联储启动宽松周期，新加坡元兑美元预计将与其他亚洲同行一起反弹。

我们还考虑到SGDMYR和SGDCNY等某些新加坡元交叉货币的小幅回调，因为我们预计新加坡金融管理局将在即将到来的7月货币政策声明(MPS)中降低政策斜率，从而导致新元小幅正常化。

总体而言，我们更新的USDSGD预测为2024年第三季度1.34，2024年第四季度1.33，2025年第一季度为1.32。



首席投资官建议: 我们在3至6个月的基础上对新加坡元持中性态度，在6至12个月的范围内持看涨态度。

图1:新加坡元有望进一步走强



资料来源:Macrobond、大华私人银行、洲际交易所、Macrobond Financial AB、新加坡金融管理局



6大货币汇率走势

美元指数

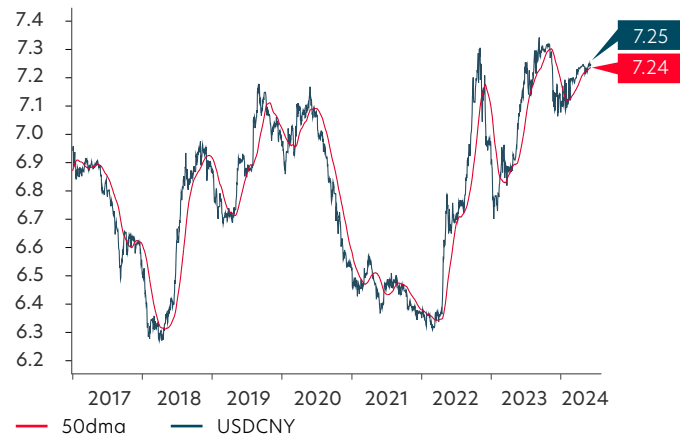
3-6个月 6-12个月



资料来源: Macrobond、大华私人银行、Macrobond Financial AB、洲际交易所

人民币

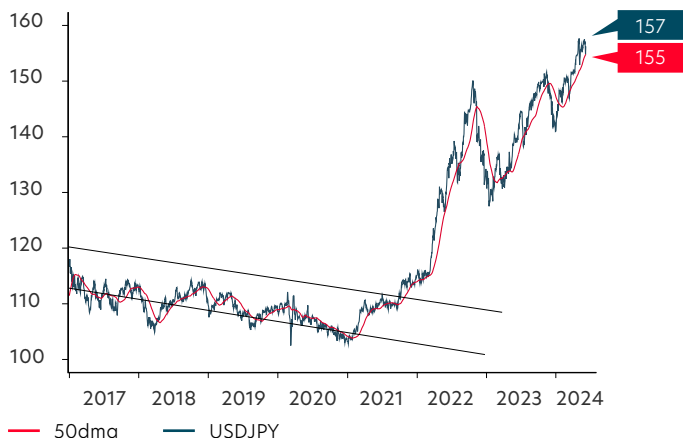
3-6个月 6-12个月



资料来源: Macrobond、大华私人银行、Macrobond Financial AB

日元

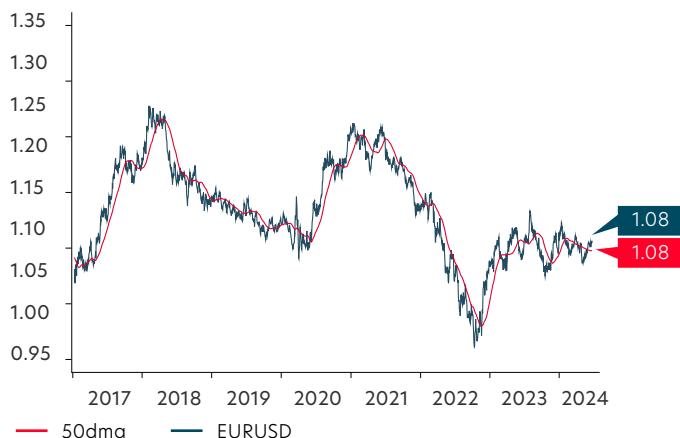
3-6个月 6-12个月



资料来源: Macrobond、大华私人银行、Macrobond Financial AB

欧元

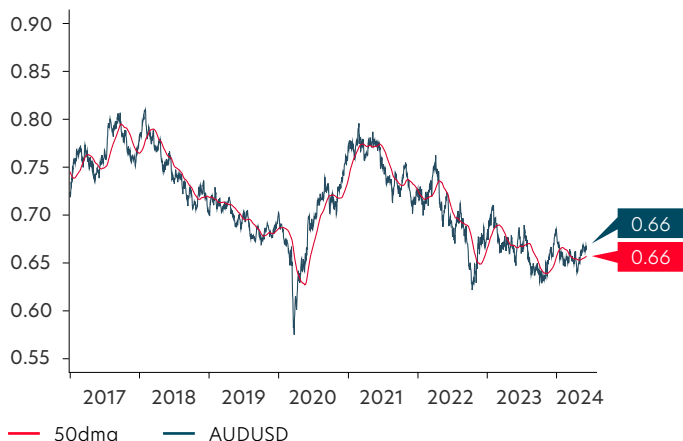
3-6个月 6-12个月



资料来源: Macrobond、大华私人银行、Macrobond Financial AB、洲际交易所

澳元

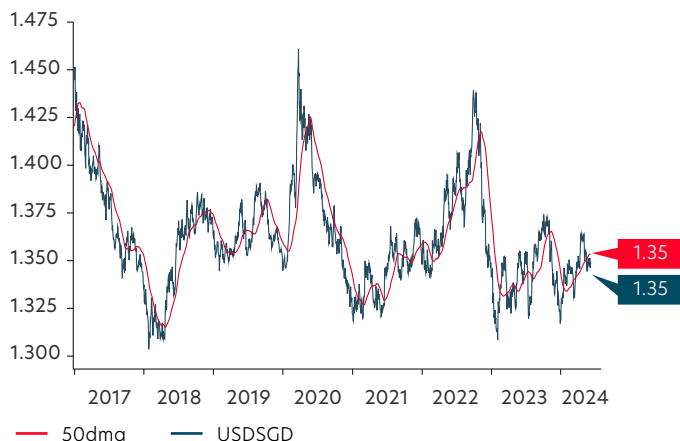
3-6个月 6-12个月



资料来源: Macrobond、大华私人银行、Macrobond Financial AB、洲际交易所

新加坡元

3-6个月 6-12个月



资料来源: Macrobond、大华私人银行、Macrobond Financial AB

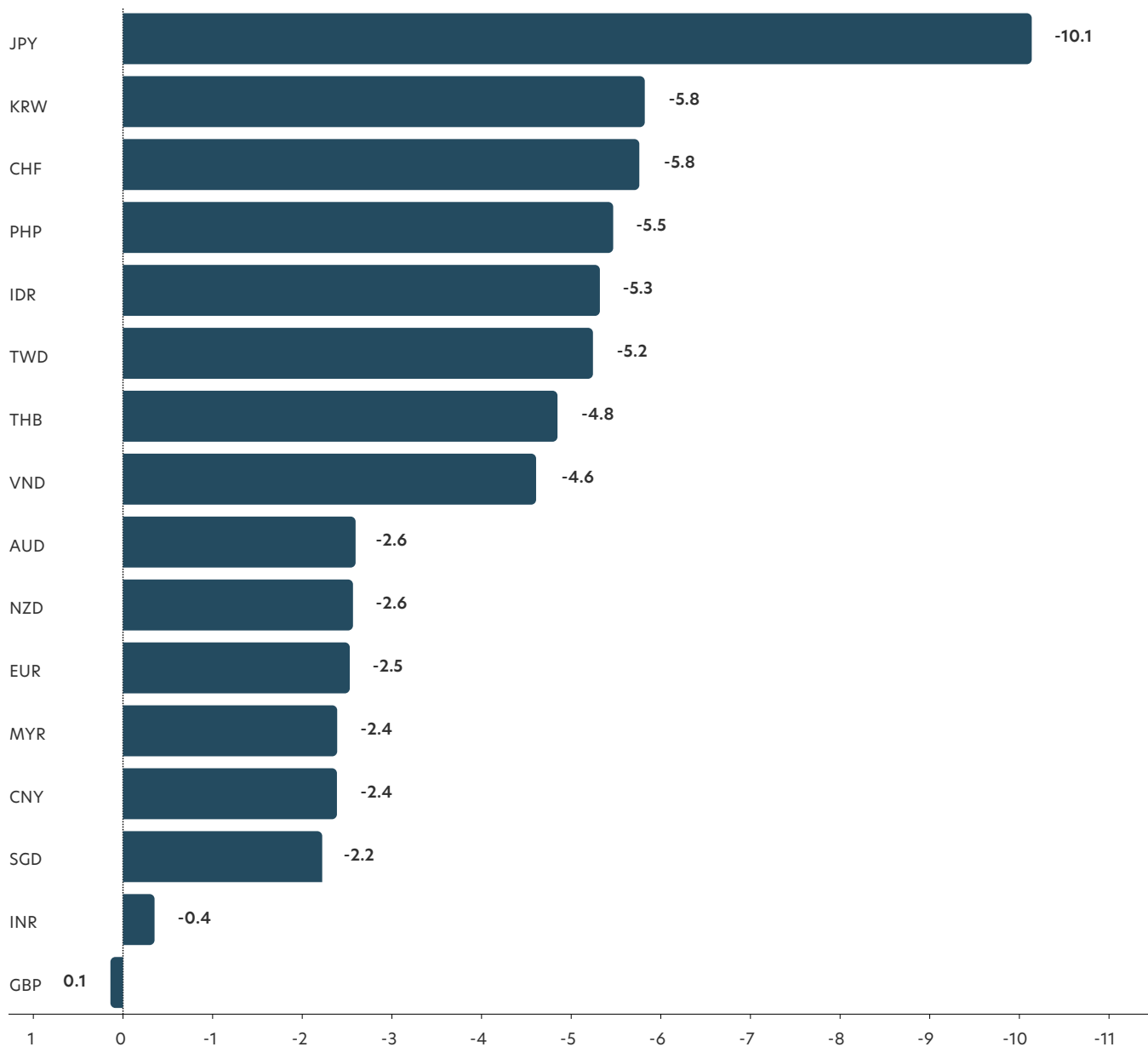
看跌 中立 看涨



各币种对美元的表现

部分选定货币对美元的表现(2024年)

% YTD



■ 年初至今表现 (2024年)

资料来源: Macrobond、大华私人银行、Macrobond Financial AB、洲际交易所



实际GDP增长

实际GDP增长轨迹											
同比 % 变化	2023	2024F	2025F	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24F	3Q24F	4Q24F
中国	5.2	5.1	4.7	4.5	6.3	4.9	5.2	5.3	5.1	5.1	5.0
中国香港	3.3	2.9	2.5	2.8	1.6	4.2	4.3	2.7	2.3	3.1	3.4
印度 (财政年)	7.0	8.2	6.7	12.8	5.5	4.3	6.2	8.2	8.1	8.6	7.8
印度尼西亚	5.1	5.2	5.3	5.0	5.2	4.9	5.0	5.1	5.3	5.0	5.2
日本	1.9	1.0	1.9	2.6	2.3	1.6	1.2	-0.3	0.0	1.7	2.4
马来西亚	3.6	4.6	4.7	5.5	2.8	3.1	2.9	4.2	4.6	4.7	4.8
菲律宾	5.5	6.0	6.5	6.4	4.3	6.0	5.5	5.7	6.2	6.2	5.8
新加坡	1.1	2.9	3.2	0.5	0.5	1.0	2.2	2.7	2.7	3.0	3.0
韩国	1.4	2.8	2.4	1.1	1.0	1.4	2.1	3.3	2.7	2.5	2.8
中国台湾	1.3	4.0	2.5	-3.5	1.4	2.1	4.8	6.6	5.1	3.2	1.4
泰国	1.9	2.8	3.1	2.6	1.8	1.4	1.7	1.5	2.1	2.5	5.1
越南	5.0	6.0	6.4	3.3	4.1	5.3	6.8	5.6	6.0	6.5	6.0
澳大利亚	2.1	1.2	2.2	2.5	2.1	2.1	1.6	1.1	1.2	1.2	1.5
欧元区	0.4	0.8	1.4	1.3	0.1	0.1	0.4	0.4	0.6	1.0	1.2
新西兰	0.8	0.9	2.3	2.1	1.5	-0.6	-0.3	0.3	0.2	1.2	1.7
英国	0.1	0.7	1.3	0.4	0.2	0.2	-0.2	0.2	0.4	0.7	1.5
美国(季节调整后 年化环比)	2.5	1.2	2.5	2.2	2.1	4.9	3.4	1.3	-2.0	-1.2	1.4

资料来源: 香港环亚经济数据有限公司、大华银行全球经济和市场研究估计和预测。印度全年和季度增长基于其财政日历(4月至3月)。



外汇、利率和大宗商品

外汇货币	6月6日	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F
USDJPY	156	152	149	147	145
EURUSD	1.09	1.10	1.12	1.14	1.15
GBPUSD	1.28	1.30	1.32	1.34	1.36
AUDUSD	0.67	0.68	0.69	0.70	0.71
NZDUSD	0.62	0.63	0.64	0.65	0.65
DXY	104.1	103.2	101.6	100.0	99.0
USDCNY	7.25	7.20	7.13	7.06	7.00
USDHKD	7.81	7.80	7.80	7.80	7.80
USDTWD	32.29	32.00	31.50	31.00	30.50
USDKRW	1,363	1,350	1,330	1,310	1,290
USDPHP	58.54	58.00	57.50	57.00	56.50
USDMYR	4.69	4.65	4.60	4.55	4.50
USDIDR	16,260	16,000	15,800	15,600	15,400
USDTHB	36.38	36.20	35.80	35.40	35.00
USDVND	25,433	25,200	25,000	24,800	24,600
USDINR	83.48	83.00	82.00	81.00	80.50
USDSGD	1.35	1.34	1.33	1.32	1.31
EURSGD	1.47	1.47	1.49	1.50	1.51
GBPSGD	1.72	1.74	1.76	1.77	1.78
AUDSGD	0.90	0.91	0.92	0.92	0.93
SGDMYR	3.49	3.47	3.46	3.45	3.44
SGDCNY	5.39	5.37	5.36	5.35	5.34
JPYSGDx100	0.86	0.88	0.89	0.90	0.90

政策利率	6月6日	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F
美联储基金利率	5.50	5.25	5.00	4.75	4.50
日元政策利率	0.10	0.10	0.25	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
澳元官方现金汇率	4.35	4.35	4.00	3.75	3.50
新西兰元官方现金汇率	5.50	5.50	5.25	5.00	4.75
人民币一年期贷款利率	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
新台币官方利率	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
菲律宾比索逆回购利率	6.50	6.50	6.25	6.00	5.75
马来西亚林吉特政策利率	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	2.00	2.00	2.00	2.00
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	6月6日	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F
3个月美元担保隔夜融资利率(复利)	5.35	5.22	4.97	4.72	4.47
新元3个月新加坡隔夜平均利率(复利)	3.67	3.60	3.43	3.28	3.08
10年期美国国债收益率	4.29	4.20	4.10	4.00	3.90
10年期新加坡国债收益率	3.21	3.20	3.15	3.10	3.00
大宗商品	6月6日	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F
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
铜(美元/吨)	10,149	9,000	9,000	10,000	10,000

资料来源:大华银行全球经济和市场研究估计

免责声明

一般规定

本文件所含资料基于公开可用的信息。尽管已采取一切合理的措施确保本文件中所载资料的准确性和客观性，但大华银行有限公司(UOB) 对此类信息的准确性或完整性(包括上述任何估价)既不做任何陈述或保证，也不进行独立验证。大华银行有限公司对本文件适用于任何特定目的充分性，完整性，或适当性不做任何陈述或保证。任何意见或预测仅反映作者在本文件发布时的观点，如有更改，恕不另行通知。

本文件中包含的信息，包括任何数据，预测和基本假设均基于特定假设，管理层预测和已知信息分析，仅反映截至发布时的情况，所有这些信息如发生变化，恕不另行通知。过去的业绩数据并不代表未来的结果。

非要约或招揽

本文件不应被视为进行上述任何产品交易的要约或招揽。在决定投资上述任何产品之前，请咨询您的财务、法律、税务或其他相关顾问，了解产品对您的适用性，同时考虑您的具体投资目标、财务状况或特定需求(本文件未考虑到的内容)。如果您不想寻求此类建议，请仔细考虑上述产品是否适合您。

风险

对本文件所述任何产品的投资均可能带来不同程度的风险，包括信贷风险、市场风险、流动性风险、法律风险、跨司法管辖区风险和外汇风险等等(包括电子交易和杠杆产品交易风险)。本出版物不提供任何会计，法律，监管，税务，财务或其他方面的建议。在投资任何产品之前，请与您的财务、法律或其他相关顾问交谈，了解所涉及的风险，以及您是否适合承担此类风险。

投资产品的任何描述均完全符合投资产品的条款和条件，以及投资产品的招股说明书或构成文件(如适用)。

估价

本文件中的产品估价仅作参考，并不表示订立的新产品交易条款，或者现有产品的清算或解除条款。相比而言，本文件所述估价可能较高。这些估价可能与其他来源的价格之间存在很大差异，因为各方采用的假设、风险和方法可能各有不同。

免责

在相关适用法律法规规定允许的最大范围内，任何人依据或者无法依据本文件所含信息、观点进行预测或者评估，进而投资造成的任何损失或损害，大华银行及其附属公司对该损失或损害不负有任何责任。

大华银行有限公司及参与出具本文件的关联公司可能与本文件中提及的产品存在利益关系，包括但不限于，本文件中提到的人员可能会为上述产品提供营销、交易、持有、做市、金融或顾问服务，或担任公开发行业基金的基金经理或联合基金经理。大华银行有限公司及其关联公司可能与本文件中提及的任何产品供应商结成了联盟、签订了合约，或存在经纪、投资银行或任何其他金融服务关系。

大华银行有限公司及其关联公司已发布的其他报告，出版物或文件的观点与本文件中所述内容可能存在不同，任何报告，出版物和文件中表达的任何观点如有更改，恕不另行通知。

其他

除非另有通知，大华银行有限公司为受指示执行的任何交易的委托方，而非代表贵方参与交易所、单位信托或基金中证券相关交易的代理机构。

新加坡。 本文件及其内容适用于经备案投资人(定义参见新加坡(证券和期货法)第289章第4A节)。

香港。 本文件及其内容适用于"职业投资者"(如(证券及期货条例)(SFO)((香港法例)第571章)及其辅助性原则法律所定义)("职业投资者")。除以下情形外，任何公司的股份或者信用证券不以任何文书方式在香港出售或者销售:(1)向职业投资者出售或者销售；(2)不会导致本文件成为(公司(清盘及杂项条文)条例)((香港法例)第32章)("CWUMPO")所指的"招股说明书"或者不构成CWUMPO所指的公共要约。除非(香港法例)规定允许，否则任何人不得且不会在香港或者其它任何地区发行或者以发行为目的拥有以香港公众为对象或者内容可能被香港公众获取或者阅读的任何与集体投资计划证券、结构化产品或者权益有关的广告、邀请函或者文书。向或者计划向非香港居民配售或者仅向职业投资人配售的集体投资计划证券、结构化产品或者权益除外。

警告: 本文件的内容未经任何香港监管当局审查。建议您处理与本文件有关的事项时谨慎小心。如果您对本文件的任何内容有任何不解之处，请向独立专业机构获取建议。

本文件仅在相关国家法律允许的情况下在当地发布。本文件的接收者不包括任何禁止此类出版物的管辖区内的任何人(因国籍、居住地或其他原因受其管辖)。本文件可能包含大华银行有限公司(或其产品供应商)的专有信息，未经同意，不得复制或传播全部或部分内容。

如果本文件的英文版本与任何译文版本之间存在任何不一致之处，或含义存在任何差异，则应以英文版本为准。

大华银行有限公司公司注册号码:193500026Z

大华银行有限公司是香港的持牌银行，是一家从事SFO规定的1类(证券交易)以及4类(提供证券投资建议)受监管活动的注册机构。



Right By You