



全球市场展望

理想的 软着陆？

2024年第一季度的数据显示，美国的经济软着陆是最有可能出现的结果。我们预计美联储和欧洲央行将从年中开始同步减息，导致美元区间震荡。

在基础投资配置中，我们超配全球股票。在全球，我们看好美国和日本市场。在亚洲，我们超配韩国、印度和台湾股票。

我们仍然认为全球债券提供吸引的机会，但收益率的下降幅度可能不及先前预期。

在机会型投资配置方面，我们新增了一组股票和债券的买入观点。



特朗普再次当选有何影响？

美国经济软着陆有哪些推动因素？

你是否仍然预期收益配置可持续提供 6% 的收益率？

目录

01

策略

投资策略：理想的软着陆？	03
基础资产配置模型	05
基础：战略性资产配置观点	06
基础：多资产收益策略	07
有关客户最关心问题的看法	09

02

宏观概况一瞥

我们的宏观经济展望和关键问题	11
----------------	----

03

资产类别

债券	13
债券机会型投资观点	15
股票	16
股票机会型投资观点	18
外汇	19
黄金和原油	21

04

额外观点

量化观点	22
追踪市场多样性	23
全面管理财富的方法今日、明日和未来	24

05

表现回顾

基础：资产配置概要	26
基础+：资产配置概要	27
市场表现概要	28
我们的重要预测和关键事件	29
首席投资总监办公室的精彩观点	30
注释	31

投资策略与关键主题

Steve Brice
全球首席投资总监

Manpreet Gill
非洲、中东及欧洲区首席投资总监

郑子丰
北亚区首席投资总监



我们的首要偏好

基础投资配置

- 超配全球股票
- 股票：美国、日本

机会型投资配置

股票买入观点

- 美国科技业
- 美国通信服务业
- 美国能源业
- 印度大盘股
- 中国国有企业非金融高息股

债券买入观点

- 美国抗通胀国债
- 欧洲政府债（外汇对冲）
- 印度卢比本币债

外汇观点

- 美元区间震荡

理想的软着陆？

- 2024 年第一季度的数据显示，美国的经济软着陆是最有可能出现的结果。我们预计美联储和欧洲央行将从年中开始同步减息，导致美元区间震荡。
- 在基础投资配置中，我们超配全球股票。在全球，我们看好美国和日本市场。在亚洲，我们超配韩国、印度和台湾股票。我们仍然认为全球债券提供吸引的机会，但收益率的下降幅度可能不及先前预期。
- 在机会型投资配置方面，我们新增了一组股票和债券的买入观点。

软着陆使政策一致的机会增加

在《2024 年展望》中，我们认为 2024 年上半年美国经济的状况可能类似于软着陆，不过背后潜藏着硬着陆风险。因此，我们建议投资者“乘风启航 御势而行”，采取超配股票的策略。截至目前为止，这种观点表现良好。美国的经济增长数据相对有弹性，制造业录得增长。劳动市场数据表面上显得有些疲软，但到目前为止从整体水平来看表现良好，通胀比预期略微更持久。

我们不会将良好数据解读为硬着陆风险已消失，事实上，劳动市场是宏观数据的一个例子，表明我们应该继续警惕任何经济突然恶化的情况。不过，硬着陆的风险可能已经降低，或者至少延迟。对美联储来说，这仍然支持今年 6 月开始减息。然而，持续高于预期的通胀意味着我们当前预计今年减息 3 次（75 个基点），而非之前的 5 次减息（125 个基点）。

这使我们对美联储的看法与欧洲央行的利率前景保持一致，再加上外汇波动减弱的宏观环境，美元的区间震荡将越来越明显。

图.1 在我们看好的行业呈现盈利强劲增长之际，美国股票的表现可能继续领先

标普 500 指数盈利增长预期对比美国供应管理协会（ISM）制造业新订单



资料来源：FactSet、彭博、渣打

维持股票的投资策略

就股市而言，2024 年初以来变化相对较小。我们认为，盈利的前景改善，弥补了美联储减息比预期小的助力。相对债券和现金，我们仍然超配全球股票，这在一定程度上因为我们看好美国。如图所示，在利润率依然强劲之际，初见起色的制造业新订单可能支持盈利增长。我们认为这些积极因素超过了估值和集中度带来的风险，因此我们超配美国股票。

在日本，事实证明，日本央行收紧政策带来的短期不利影响并不像人们担心的那么严重。在日圆没有立即升值的情况下，我们认为这将使市场继续聚焦利好股东的改革和不断增加的股票回购，我们认为这些可以帮助维持股票涨势。我们仍然超配日本股票。

在亚洲，我们看好韩国、印度和台湾

在亚洲，中国股票看似在出现短期反弹。我们之前对股票势头的研究表明，一旦明晟中国指数自短期低位上涨 10% 以上，短期内涨幅仍有进一步扩大的空间。话虽如此，要想长期维持股票涨势，可能仍需加大对经济增长的政策扶持力度。我们对中国股票维持中性立场。

在亚洲其他地区，我们认为，面对美国经济软着陆的环境及政策在即将举行大选后或许延续下去，印度股票的升势可能扩大。韩国和台湾股市应该会因为与美国强劲经济增长数据的相关性和半导体行业潜在好转而获益。我们目前超配韩国、印度和台湾股票。

收益率吸引，但价格涨幅不大？

美国经济韧性增强、通胀仍然强劲，并且我们认为美联储今年可能仅减息 3 次，这些引发了一个问题，即相对我们年初的预期，债券是否仍然面临同等程度的利好因素。

图.2 我们预计，随着美联储开始减息，美国国债收益率和美元将在今年晚些时候下降

美国 10 年期国债收益率对比 2024 年 12 月联邦利率预期



资料来源：彭博、渣打

从方向来看，我们对债券收益率的预期路径保持不变。我们认为，美国债券收益率可能接近周期高位，随着美联储 6 月开始减息，它有走低的空间。然而，收益率的变动不太可能像我们年初预期的那样明显。我们将美国 10 年期国债收益率的 12 个月预期从 3.25%-3.50% 上调至 3.75%-4.00%。

对投资者来说，这并不影响我们的整体观点，我们将会利用当前机会锁定吸引的收益率。然而，这确实意味着，由于收益率下降（债券价格上升）较温和，总回报可能比我们之前的预期要低一些。我们现在对固定收益的配置为中性，因为股票回报率超过债券。在债券方面，我们基于同样原因也将发达市场投资级债的配置转为中性。

机会型投资配置：我们的买入观点

我们的资产配置观点表明了长期基础投资组合中最看好的资产，同时新增了一组买入观点，代表我们用于填充机会型投资组合最看好的资产。

股票方面，我们将买入美国的科技、通信服务和能源行业。如果涨势按预期延续下去，科技和通信服务可能引领美国股票的表现。在油价相对稳定的环境下，能源业可能获益于美国石油生产商日益利好股东的措施。我们也将买入印度的大盘股，相信它们在印度股市的持续反弹中提供吸引的风险 / 回报，并买入中国国有企业的非金融高息股，预计在政策利率和收益率下降之际，市场对这些股票的需求会增加。

债券方面，我们将买入美国抗通胀国债，相对通胀风险，此类债券看似被低估。我们将买入欧洲政府债（外汇对冲），因为它们提供了对该区下行增长风险的敞口。我们将买入印度卢比政府债，因为它们的收益率相对新兴市场同类债有吸引力，并且受到纳入全球基准指数所带来资金流的持续支持。

关于我们买入观点的更多细节，请参见有关资产类别的部分。

基础资产配置模型

若要建立多元化投资组合，可以用基础（Foundation）和基础+（Foundation+）模型作为起点。基础模型展示了一系列配置，聚焦多数投资者都可以选择的传统资产类别，而基础+模型则包括了私人资产配置，可能只适合某些司法管辖区的投资者。

图. 3 风险状况属适度进取的基础资产配置

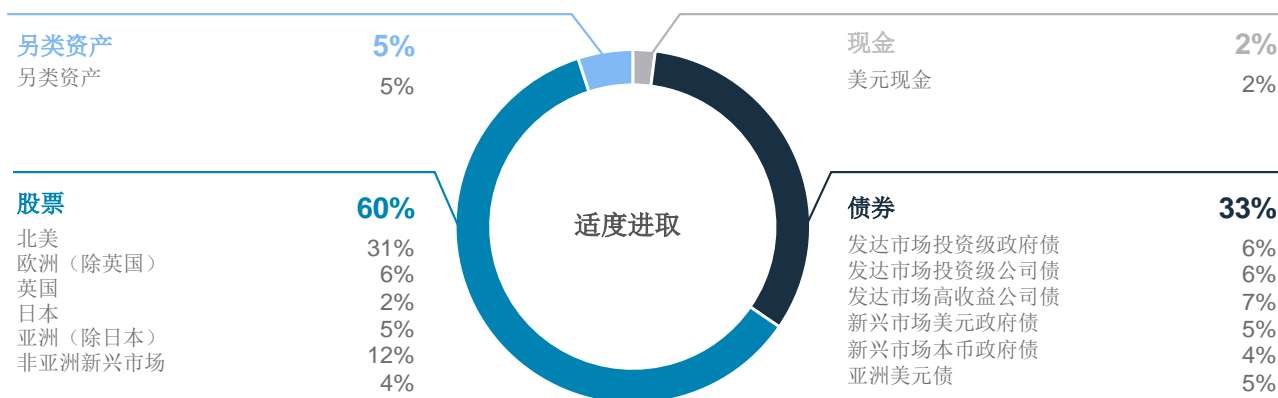


图. 4 风险状况属适度进取的基础+资产配置

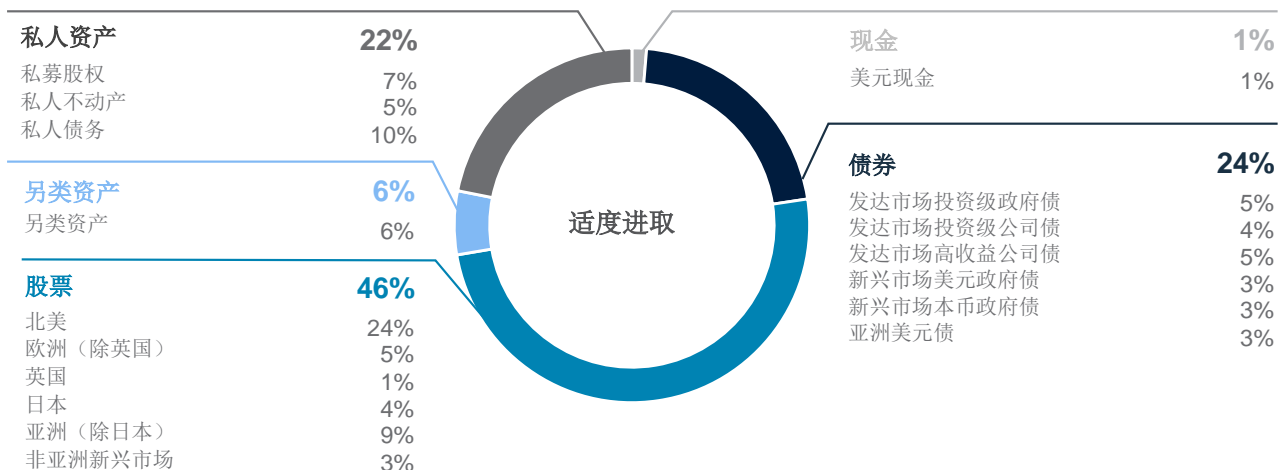
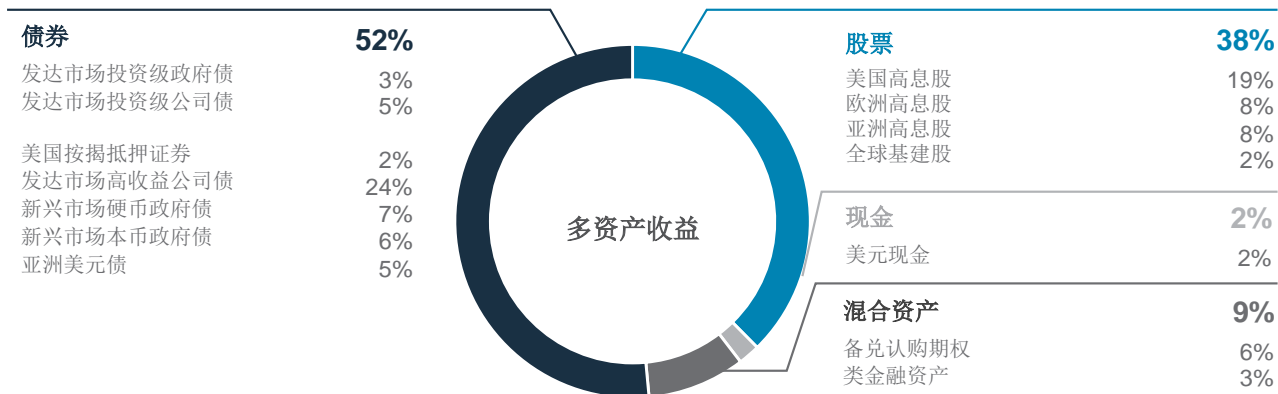


图. 5 风险状况属中度的多资产收益配置



资料来源：渣打

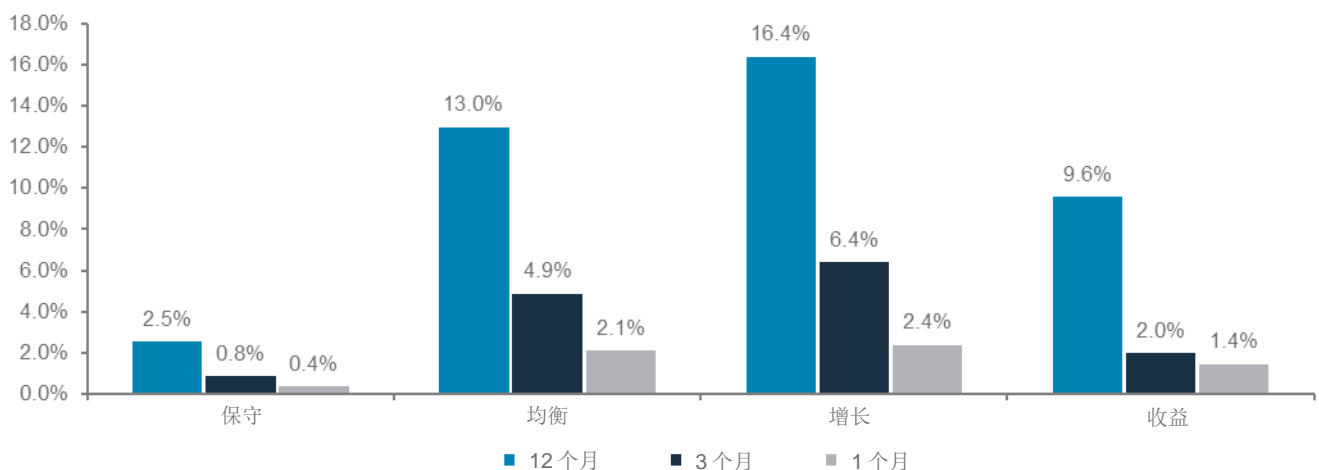
基础：战略性资产配置观点

	观点	详情
美元现金	▼	+ 安全、实际收益率 - 有可能错过其他领域的更高回报
债券	◆	
发达市场政府债	◆	+ 信用质量高、收益率吸引 - 对货币政策敏感度高
发达市场投资级公司债	◆	+ 信用质量高、对收益率下降敏感 - 估值高企
发达市场高收益公司债	◆	+ 收益率吸引、利率敏感性低 - 估值高企、对增长敏感
新兴市场美元政府债	◆	+ 收益率吸引、对美国收益率敏感 - 新兴市场信用质量、选举 / 政治风险
新兴市场本币政府债	◆	+ 收益率吸引、有政策利率下调空间 - 美元走强、选举 / 政治风险
亚洲美元债	◆	+ 收益率适中、波动性低 - 中国房地产风险蔓延、投资级债估值高企
股票	▲	
北美	▲	+ 盈利增长强劲、消费稳健 - 高利率的影响
欧洲 (除英国)	▼	+ 低廉的相对估值 - 仍然疲软的周期和结构性增长前景
英国	▼	+ 估值、股息收益率吸引 - 滞胀风险、政局不稳
日本	▲	+ 估值合理、股息 / 股票回购增加 - 日元预计走强
亚洲 (除日本)	◆	+ 盈利反弹、中国的政策支持 - 中国的结构性增长忧虑
黄金	◆	+ 投资组合对冲、央行需求、利率下降 - 弹性美元
另类策略	◆	+ 多元化工具特征 - 股票、公司债波动性

资料来源：渣打全球投资委员会；绿色 = 上调；红色 = 下调。

图例：▲ 超配 | ▼ 低配 | ◆ 中性

图. 6 我们基础配置的表现*



资料来源：彭博、渣打

*2023年3月27日至2024年3月27日的12个月表现数据、2023年12月27日至2024年3月27日的3个月表现数据、2024年2月27日至2024年3月27日的1个月表现数据。

基础：多资产收益策略

吴诗洁, CFA
资产配置主管

Hannah Chew
投资组合策略师



关键主题

收益资产表现落后，而股市飙升至纪录新高。自 2023 年 12 月 27 日以来，我们的多资产收益模型配置的回报率仅为 2.0%，略好于大多数固定收益资产，但落后于全球股票的强劲表现。我们低配派息股的观点带来损害，因为股票目前为止表现优于债券，对固定收益的超配配置则受到美国国债收益率攀升的负面影响。

软着陆的可能性增加，因为经济数据继续意外上行。近期央行会议也显示，发达市场决策者当前更加支持经济增长，而不再那么担忧通胀。这表明利率环境在经济增长具有弹性之际更加稳定，未来 6-12 个月可能利好债券和股票风险资产。对于多资产收益策略，呈现下降的经济衰退风险可能惠及派息股和非核心收益资产，这些资产年初至今表现良好。

我们结束超配固定收益的观点，本月对债券和派息股转向中性立场。考虑到美联储对 2024 年政策利率方向的指引，我们多资产收益配置的整体收益率仍保持在有吸引力的 6%，多资产收益策略可能获益于更具弹性的经济增长和不确定性较低的利率环境的组合。

关键图表



股市 2024 年至今录得新高，派息股也获益于上扬走势，但并非所有地区都有相同的领先表现

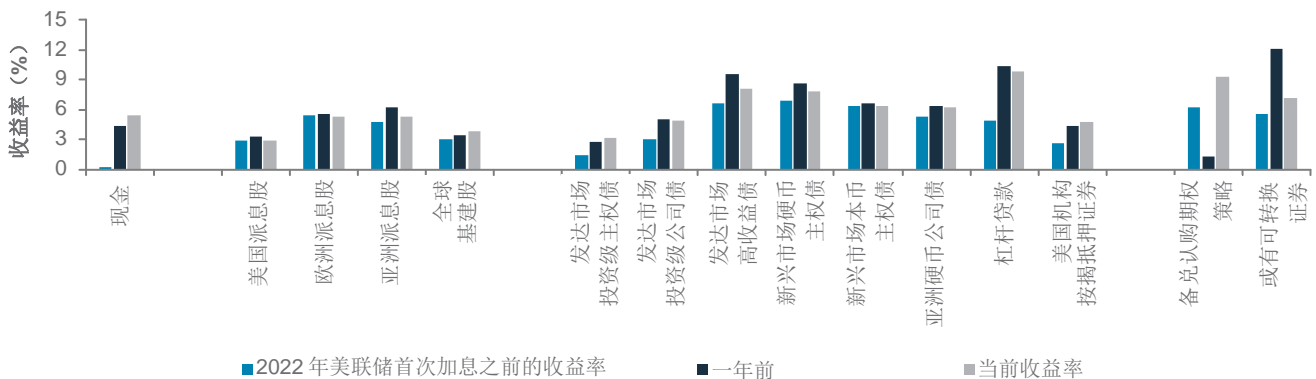
图. 7 今年亚洲派息股表现优于美国和欧洲同类股票
地区派息股相对全球派息股的表现



资料来源：彭博、渣打

图. 8 债券收益率仍在高位且整体吸引

自美联储 2022 年开始加息以来，最差收益率 / 股息收益率 (%)



资料来源：彭博、渣打。

或有可转换证券为复杂的金融工具。详情还请参阅第 31 页的重要资料。

检视年初至今的多资产收益配置

股市 2024 年至今创下新高，而收益资产表现落后。因此，自 2023 年 12 月 27 日以来，我们的多资产收益配置录得健康但适度的回报（2.0%）。派息股普遍上涨，其中亚洲派息股所做贡献最大。发达市场高收益债和杠杆贷款等信用资产也提振表现，因为企业盈利仍然强劲且利率上升支持后者。备兑认购期权也表现强劲，涨幅超过 7%。然而，我们对发达市场投资级政府债的配置受到美国国债收益率上升的负面影响。

展望未来，考虑到政策利率仍高，我们认为收益率可能保持在高位。我们认为，在美联储于最近的 3 月会议上维持政策利率不变后，将落实其 2024 年减息 3 次的指引。因此，我们预计多资产收益资产的收益率相对历史水平将保持在高位。

对股票和债券转持中性观点

本季度，在多资产收益投资组合中，我们对债券和派息股均转向中性配置。我们看好高质量固定收益资产，因为它有更好的下行保护，但派息股和备兑认购期权（一种与整体标普 500 指数挂钩、在收益策略中常见的期权策略）等股票组分一直获益于仍然乐观的市场数据以及似乎已扩展到更广泛市场的人工智能上扬走势。

我们结束看好备兑认购期权胜于高息股的观点，并增加后者的配置。亚洲派息股的表现一直很优秀，公司提供相对高的股息。我们还看到，许多国家和行业的股息都在上升。虽然备兑认购期权获益于标普 500 指数的市场上扬走势，但我们认为，现在是减少对落后派息股投资的好时机。

我们仍然看好发达市场高收益债胜于杠杆贷款。发达市场高收益债在信贷质量方面较为优秀，我们认为其违约率的上升速度比杠杆贷款慢，毕竟杠杆贷款的借款人普遍质量较低，承受政策利率仍然高的压力，因此违约率上升。

此外，越来越多的投资者转向通过私人信贷来弥补资金缺口，结果这减少了对发达市场高收益债和杠杆贷款的需求。

我们也看好类金融资产胜于发达市场高收益债。从估值角度来看，由于市场预计政策利率下降，对收益率和信用质量的需求导致或有可转换证券利差收窄。银行基本面也保持强劲，我们相信银行将坚持首次赎回日期，进而降低延期风险，即借款人可能推迟还款的情况。

随后可能减息

美联储的修订后预测支持我们的观点，即美联储准备在通胀降至 2% 目标下方之前多次减息。有鉴于此，我们预计今年减息 3 次，首次减息在 6 月进行（有意详细了解我们的宏观经济观点，请参阅第 11 页的宏观部分）。有了这些可能执行的减息措施，应会缓解货币和流动性状况，从而惠及股票资产。

回顾过往的 3 个减息周期（当我们覆盖的多数收益资产开始交易时），我们观察到**固定收益资产往往表现优于股票收益资产**。在这些减息周期中，美国 10 年期国债收益率也随之大幅下降。当收益率下降时，债券价格上涨且这为固定收益资产的领先表现提供支持，特别是那些对利率最敏感的资产。

在直觉上，人们会认为减息对股票投资来说也是好兆头，因为公司的借款成本将会下降。**然而，最近 3 个减息周期也伴随经济衰退。**投资者在衰退期间更有可能转向发达市场政府债等避险资产，同时避开股票等风险较高的资产。

因此，虽然历史提供了指引，但根据当前经济状况考虑减息也很重要。

图 9 在美联储的减息周期中，固定收益在首次减息后整体表现优于股票收益资产

首次减息之后的 12 个月资产类别回报率 (%)

减息周期	2001-2003	2007-2008	2019-2020	平均
发达市场投资级政府债	-1.7	8.3	7.7	4.8
发达市场投资级公司债	4.6	-2.1	10.2	4.2
新兴市场美元政府债	10.5	-0.2	3.0	4.4
亚洲美元债*		0.6	7.1	3.9
发达市场高收益债	2.7	-5.3	2.0	-0.2
美国高息股	-3.3	-18.7	-1.4	-7.8
欧洲高息股	-9.5	-30.4	-7.7	-15.9
亚洲高息股	0.8	-19.7	-5.5	-8.1
全球高息股	-6.6	-25.0	-1.8	-11.2

资料来源：彭博、渣打

*亚洲美元债券指数始于 2005 年 9 月

鉴于美国经济在未来 6-12 个月软着陆的可能性增加（50%），我们预计固定收益和派息股都会从中获益。**这可能惠及收益策略，有弹性的经济增长对股票风险有利，且稳定的利率环境对我们收益配置中的债券和信用风险有利。**

有关客户最关心问题的看法

吴诗洁, CFA
资产配置主管

Tay Qi Xiu
投资策略师

Q 特朗普再次当选有何影响？

美国前总统特朗普很可能在 11 月与现任总统拜登再次角逐总统宝座。然而，这一次，特朗普还面临 91 项重罪指控。尽管如此，特朗普作为候选人的持续韧性仍然显而易见，最新调查显示，特朗普在民调中领先于拜登。在本报告中，我们研究了特朗普再次当选的可能性及其对金融市场的潜在影响，概括来说：

- 特朗普的胜选并非既定结果，但如果美国未来几个月陷入衰退，他入主白宫的概率将增加
- 特朗普提出的政策会导致通胀，但国会选举结果将决定他能做什么，不能做什么，以及他的政策次序
- 股票在选举年往往表现良好。选举后，股市能否继续表现良好将取决于几个因素

2024 年大选赔率：现阶段没有什么可以确定

如果选举年没有发生经济衰退，现任总统连任的概率为 75%。但如果发生衰退，现任总统赢得连任的概率则降至 15% 左右。此等概率凸显了经济状况可大大影响大选的结果。它还表明，如果美国未来几个月避免陷入衰退，拜登可能享有一些在位优势。这对拜登来说是重要的，因为他的支持率较低，自尼克逊（Nixon）以来，没有哪位在选举日前支持率低于 50% 的现任总统能够赢得连任。

值得注意的是，虽然特朗普的支持率也很低，但他目前在民调中领先于拜登。也没有迹象表明特朗普的法律问题会削弱他的民调数据。然而，无论当前的民调如何，特朗普的胜利并非既定结果。特朗普面临的法律挑战给其连任概率带来很大的不确定性，因为他在某些州份可能被定罪并取消竞选资格。因此，在现阶段，判断哪位候选人占上风为时过早。在本报告的其余部分，我们将假设特朗普在第二次竞选中胜出并聚焦他所提议政策的影响。

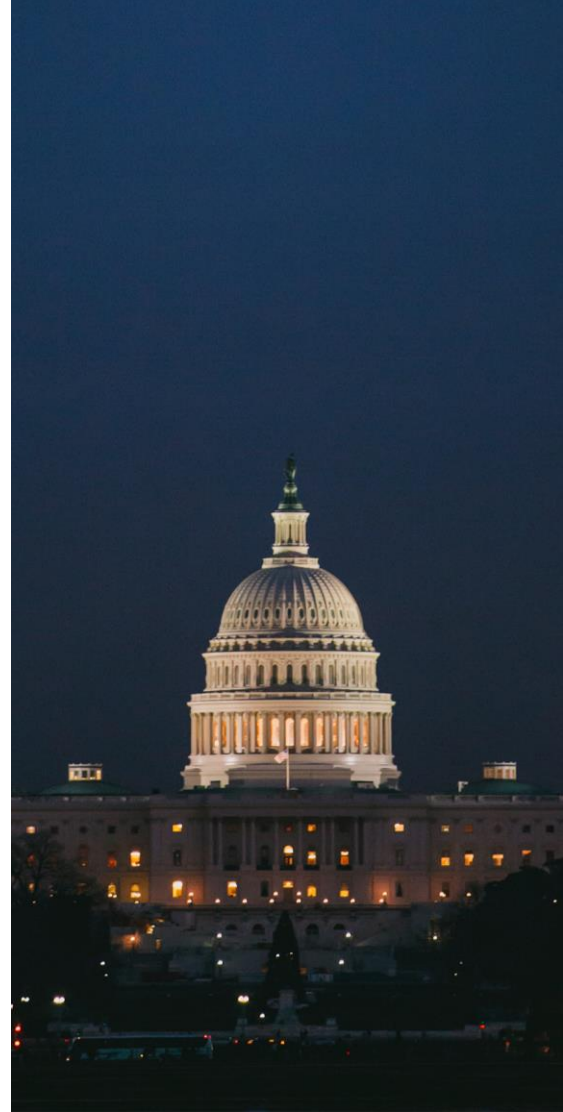
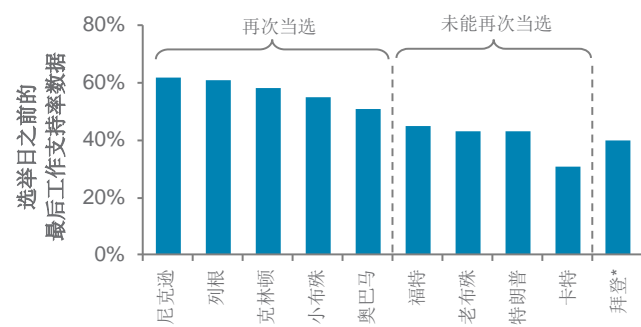
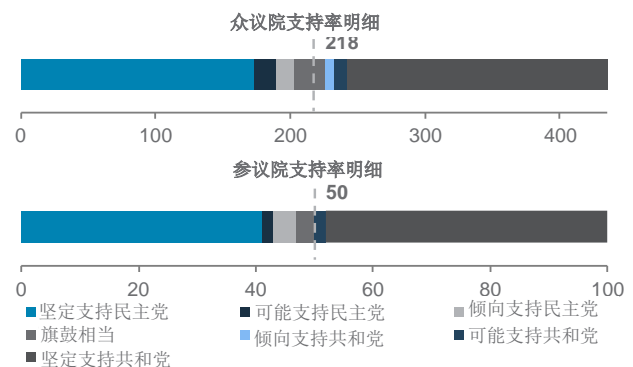


图. 10 自尼克逊以来，没有哪位现任总统在选举日前支持率低于 50% 能够连任

历任总统工作的支持率



2024 年众议院和参议院支持率明细



资料来源：GallUp、库克政治报告、渣打。*截至 2024 年 3 月 20 日。稳定支持：选举没有竞争性，不太可能出现势均力敌的情况。可能支持：没有竞争性，但有潜力变得激烈。倾向支持：具有竞争性，但其中一方具有优势。旗鼓相当：竞争最为激烈；任何一方都可能胜出

参众两院的选举结果将决定特朗普推行其政治议程的力度

即使特朗普获胜，参众两院的选举结果也将在很大程度上决定他能做什么以及不能做什么。根据库克政治报告的分析，共和党赢得参议院的可能性更大，但民主党赢得众议院的可能性略高一些（图.10）。白宫和国会之间的党派分歧意味着特朗普将专注于他可以控制的事情（任命、关税、全球事务），而不是他无法控制的事情（税收和支出）。相比之下，如果特朗普获胜，共和党大获全胜的可能性并不小，这意味着投资者应该认真对待特朗普的正式政策议程，尤其是贸易和外交政策议程。（图.11）

图. 11 特朗普的政策与拜登有巨大分歧

特朗普和拜登的关键政策提议

拜登预计推出的关键政策	特朗普预计推出的关键政策
继续推行以刺激经济和提高中产阶级收入为目标的经济计划（拜登经济学）	目标是通过限制联邦支出和推行促进就业的税收政策来实现4%的经济增长；2017年减税和就业法案将永久生效
与盟友和伙伴建立新的、有创意的贸易安排，同时执行现有安排	积极执行现行贸易法，并在适当时征收关税，以应对导致贸易失衡的不公平做法
采取外交、经济和安全措施，限制中国的跨国影响力	确保第一阶段贸易协议得到执行，并维持对中国商品的高关税
加强南部边境的安全，并提供一个安全、有序和人道的移民系统	禁止向中国实体转让知识产权，并予以严厉处罚；禁止中国参与美国基建
可能分裂的国会将限制两位候选人实施政策，尤其是拜登	积极利用行政权力加强边境安全，并限制合法与非法移民
尊重美联储的独立性，并继续给予支持	强化价格稳定在美联储双重使命中的首要地位

资料来源：彭博、渣打

特朗普的政策长远将导致通胀

尽管政策的不确定性相当大，但我们可以就特朗普政策议程可能产生的宏观经济影响得出一些结论。特朗普在减少移民、增加关税和维持/增加减税方面的政治优先考虑意味着，特朗普政府可能会监督巨额预算赤字、劳动力短缺、进口价格上涨和扩张性财政政策，所有这些本质上都会导致通胀。如果美国取消对乌克兰的支持或特朗普恢复对伊朗的“最大压力”政策，可能造成的结果是地缘政治紧张局势加剧，这也将导致能源价格居高不下并推高通胀。

股票在选举年通常表现良好

如果以史为鉴，投资者可以从股票在选举年通常表现良好的事实中获得安慰。自1928年的总统大选以来，标普500指数仅在6个大选年录得负回报。值得注意的是，美联储在过去3次大选前的6个月内也都保持政策利率不变。虽然这可能被证实是一种虚假联系，但它也可能表明，随着选举日临近，政策变化的门坎越来越高。在预计于6月减息之后，美联储可能面临越来越大的政治压力，要求其暂停政策决定。

选举之后金融市场的前景取决于几个因素

假设特朗普获胜，大选后的股市前景将取决于1) 经济衰退是否已经发生；2) 共和党是否同时横扫白宫和国会。如果衰退已发生，这意味着特朗普政府的通胀政策可能在新经济周期的早期推行。在这种环境下，金融市场可能更容易接受增加预算赤字的政策。如果衰退并未发生，通胀风险或许会再次浮现，进而有可能延迟美联储减息的时间。

如果共和党大获全胜，政策的优先次序将是值得关注的重要事项。例如，如果立法方面优先考虑移民问题而非减税，再加上征收关税，对风险资产来说可能是个坏兆头。然而，如果减税成为优先事项，股票可能获益于近期的一些利好因素。相比之下，分裂的国会意味着特朗普可能专注于他能控制的事情。这表明他与贸易、移民和全球事务有关的政策将成为议程重点。这将对国际股票和货币产生影响，同时也会增强黄金等避险资产的吸引力。

图. 12 美国股票在选举年表现良好

自1928年以来的选举年回报/变动*

现任	当选	平均回报				平均变动 (基点)
		标普500	美国国债	美元	新兴市场股票	
共和党	共和党	13.2%	8.3%	3.8%	28.7%	96.8
共和党	民主党	-2.7%	10.2%	2.7%	-9.9%	-137.5
民主党	共和党	8.9%	6.7%	4.2%	-11.6%	175.0
民主党	民主党	10.4%	2.3%	1.7%	9.5%	-12.5
无条件		7.5%	7.6%	3.3%	2.6%	25.9

资料来源：彭博、渣打。*平均回报的计算取决于相关资产数据的可用性。标普500指数（1928年-2020年）、美国国债（1976年-2020年）、美元（1968年-2020年）、新兴市场股票（1988年-2020年）、联邦基金利率（1972年-2020年）

宏观概况 — 一瞥

Rajat Bhattacharya
高级投资策略师

韩忠良, CFA
投资策略师



关键主题

我们预计全球通缩趋势将在停顿几个月后恢复。这可能提振全球实际收入，并使美联储和欧洲央行能够从6月开始减息，今年将政策利率总共下调75个基点。我们现在预计美国经济未来12个月软着陆的可能性为50%，不着陆的可能性为30%。除了实际收入的提升之外，美国经济扩张可能持续更长时间，因为移民激增有助于缓解紧张的就市场，进而防止工资压力增大。不断增加的劳动力也在维持消费，疫情期间积累的、迄今为止推动扩张的过剩储蓄被耗尽。全球制造业也呈现复苏迹象。

欧洲和中国的前景仍然相对疲软。虽然这两个经济体都可能从全球制造业周期的好转中获益，但在对俄制裁和创下纪录高位的政策利率之后，欧元区继续与高能源成本作斗争。我们预计欧洲央行从6月开始减息将在一定程度上缓解金融条件。与此同时，中国继续面临以房地产行业低迷为首的通缩压力。中国政府看似热衷于通过适度的宽松政策将经济增长稳定在5%左右，并将重点放在“高质量”增长上，而不是透过大规模的刺激来提振经济。

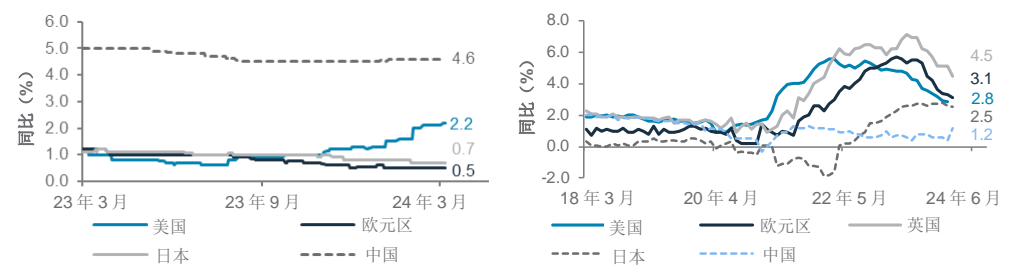
关键图表



由于美联储减息和移民激增维系消费，我们预计美国经济软着陆的可能性为50%；欧元区和中国可能获益于全球制造业好转，但两者均面临结构性挑战

图. 13 美国经济增长预期已经上调，而全球通缩趋势仍在继续

主要经济体的2024年经济增长综合预期；主要经济体的核心通胀*



资料来源：彭博、渣打；*美国核心个人消费支出通胀

货币政策*

宏观因素利好风险资产

宏观因素利空风险资产

经济体	政策倾向	利好因素	利空因素
美国	政策中性	<ul style="list-style-type: none"> + 有弹性的就业、移民提振消费 + 通缩、稳定的工资提振实际收入 + 美联储减息以放松金融状况 + 制造业、资本支出复苏的早期迹象 	<ul style="list-style-type: none"> - 政策利率高企维持了衰退风险 - 贷款条件收紧；信贷紧缩 - 负面的财政推动力、过剩储蓄减少 - 美联储政策失误、粘性通胀、大选
欧元区	政策中性	<ul style="list-style-type: none"> + 就业市场强劲、储蓄支持需求 + 通缩、稳定工资提高实际收入 + 工业复苏的初步迹象；欧洲央行将放松政策 	<ul style="list-style-type: none"> - 出口疲软、财政和信贷紧缩 - 制造业低迷；服务业走弱 - 政策收紧、欧洲央行政策失误、俄罗斯风险
中国	政策收紧	<ul style="list-style-type: none"> + 宏观经济复苏迹象；正常化的消费 + 财政和货币政策优先考虑经济增长 + 房地产行业放松；新的增长动力 	<ul style="list-style-type: none"> - 疲软的房地产、地方政府；地缘政治 - 疲软的外部环境拖累出口 - 投资外流、疲软信心、通缩
日本	政策收紧	<ul style="list-style-type: none"> + 趋势增长；疲软日圆带来提振 + 工资持续增长、服务业数据强劲 + 日本央行的温和指引；政府经济方案 	<ul style="list-style-type: none"> - 出口疲软；地震造成供应中断 - 扩大的通胀；日圆走强的风险 - 日本央行政策失误、资产负债表缩减
英国	政策中性	<ul style="list-style-type: none"> + 就业市场强劲、储蓄支持需求 + 通缩、稳定工资提高实际收入 + 商业活动改善；英国央行将放松政策 	<ul style="list-style-type: none"> - 政策利率高企维持了衰退风险 - 财政整固、金融条件收紧 - 选举带来的不稳定；脱欧相关中断

资料来源：渣打全球投资委员会；*下一步行动

图例：▲ 政策收紧 | ▼ 政策放宽 | ◆ 政策中性

首要宏观问题

美国经济“软着陆”有哪些推动因素？我们认为，未来 12 个月，美国实现“软着陆”（增长低于趋势但为正向）的概率为 50%，出现“不着陆”（增长高于趋势）情景的概率为 30%。这一观点基于 i) 结构性紧张的就业市场推动消费延续，持续通缩增加可支配实际收入；ii) 在住宅结构性短缺之际，住房投资持续进行；iii) 由于生产回流和拜登总统的绿色基建激励措施，对制造工厂的投资继续；iv) 在库存周期复苏的推动下，全球制造业初步反弹；v) 去年股市上扬提升了家庭净资产，进而推动消费延续，有助于抵消疫情期间积累的过剩储蓄逐渐减少的影响；vi) 去年移民激增，缓解了劳动力短缺问题并有助于控制工资压力，同时为消费提供额外刺激；以及 vii) 美联储明显急于在今年晚些时候减息。

其中，后三个因素最近对于帮助延续美国经济扩张变得越来越重要。

根据美联储的最新估计，**美国家庭净资产**在 2023 年第四季度激增 4.8 万亿美元，主要获益于股市上涨，自 2019 年第四季度（疫情前的季度）以来，美国家庭净资产增长 39.3 万亿美元（为国内生产总值的 140%）。更高的净资产可能鼓励家庭通过减少储蓄来维持消费。净资产的增长也可能抵消疫情期间积累的超额储蓄逐渐减少的影响，这是目前为止维系美国消费增长的关键因素之一。

移民增长：国会预算办公室和独立研究人员的最新估计表明，去年美国人口增长 2%，其中近四分之三是由无证工人推动的。这解释了在劳动力短缺的环境下经济的韧性（2023 年国内生产总值增长 3.1%），但也意味着新工人的生产率低于整体经济的生产率。移民激增在短期利好经济，因为它有助于控制工资压力。然而，考虑到最近工人数量激增，任何经济衰退都可能导致失业大幅增加。

美联储日益渴望放宽政策是促使我们对美国经济前景保持乐观的另一项因素。美联储的最新预测保留了今年的 3 次政策利率

下调，即便它将 2024 年底的核心通胀预期上调至远高于 2% 目标的水平。这表明，即使年度通胀率在一段时间内保持在 2% 以上，美联储仍计划多次减息。我们认为 6 个月年化后核心个人消费支出通胀率是决定首次减息时机的一项关键指标。此通胀率在 2023 年第四季度短暂跌破 2%，随后于 1 月升至该阈值上方。如果该指标在几个月内位于 2% 下方，则可能引发首次减息。因此，我们预计首次减息将发生在 6 月份。

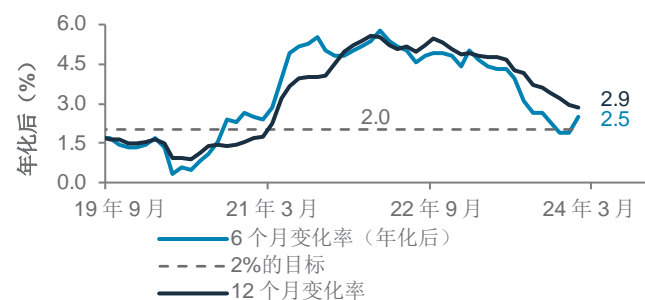
尽管有积极的推动因素，但我们仍预计**未来 12 个月美国经济衰退的概率为 20%**。10 项关键经济指标（LEI）的领先指数在过去 20 个月同比下降，而此趋势历来在经济衰退之前出现。此外，美国国债收益率曲线自 2022 年 7 月以来保持倒挂状态（2 年期收益率仍然高于 10 年期收益率），这是历史上持续时间最长的一次。在历史上，美国经济衰退在曲线倒挂之后 9 个月至 22 个月（中位数：16 个月）开始。

欧元区可能避免陷入衰退。欧元区在 2023 年下半年勉强摆脱技术性衰退，但该地区面临区域内差距扩大的问题。作为欧元区最大的经济体，德国面临能源成本增加和汽车行业向电池驱动汽车转型带来的结构性挑战。在 2024 年，它还面临财政拖累，估计占国内生产总值的 1.4%，为欧元区最大。然而，西班牙和意大利可能是欧盟的复苏基金支出达到峰值的最大受益者。全球制造业的复苏也应帮助欧洲出口商。我们预计欧洲央行今年将从 6 月开始减息 75 个基点，可能缓解金融状况并支持经济增长。

中国正在复苏。中国经济看似在逐步复苏。除零售销售和房地产投资以外，主要指标均超出预期。商业信心指标（采购经理人指数）反弹表明，在信贷增长增加和全球制造业周期反弹的帮助下，经济正在温和复苏。一年一度的全国人民代表大会制定了雄心勃勃的 5% 的年增长目标，这意味着会增加地方政府债的发行，并可能发行 1 万亿元人民币的特别中央政府债，为基建项目提供资金。我们预计未来几个月银行存款准备金要求将进一步下调，以缓解流动性状况并支持增长。

图. 14 美国通胀最近反弹，推迟了减息

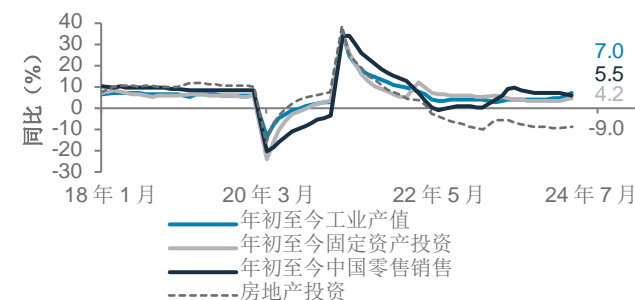
美国 12 个月和 6 个月年化后通胀率



资料来源：彭博、渣打

图. 15 中国的经济指标正在改善

零售销售、工厂产值、固定收益、房地产投资



债券 — 一瞥

林奕辉
高级投资策略师

韩忠良, CFA
投资策略师



关键主题

我们目前对发达市场投资级政府债持中性观点。美国软着陆的可能性增大，促使我们将今年的美联储减息预期下调至 75 个基点。我们预计未来 3 个月美国 10 年期国债收益率将停留在 4.00%-4.25% 的区间内，但目前预计未来 12 个月的变动相对更温和，将位于 3.75%-4.00% 的区间。总体而言，我们仍认为收益率吸引，但相对年初预期，债券价格上涨可能更温和。考虑到收益率有吸引力，我们维持对发达市场投资级和发达市场高收益公司债的中性观点，但收益率溢价对经济增长放缓的缓冲作用有限。

我们将对新兴市场美元政府债的观点上调至中性。我们预计未来 12 个月商品价格更具支撑性，这是一项积极因素。此外，名义收益率继续有吸引力。它们对美国债券收益率下降的高度敏感也是一项积极因素。基于我们的美元持平观点，我们对新兴市场本币政府债持中性立场。在亚洲，我们对亚洲美元债的观点为中性，由于预期该地区将获得财政和货币政策支持，我们看好亚洲高收益债胜于亚洲投资级债。

关键图表

尽管我们将今年的美联储减息预期下调至 75 个基点，但在历史上，平均而言，小幅减息也会令美国国债收益率下降。

图. 16 平均而言，美国国债收益率在小幅减息和大幅减息的环境中均会下降，但幅度不同
不同减息机制下美国 10 年期国债收益率的历史平均变动幅度



资料来源：彭博、渣打。

	看涨理据	看淡理据
新兴市场美元政府债 ▼ ◆ ▲	+ 高利率敏感度（长期），在利率触及顶峰时的有利因素 + 商品价格	- 商品价格通缩 - 美国和主要新兴市场国家大选之际的地缘政治风险
亚洲美元债 ▼ ◆ ▲	+ 地区经济增长继续表现优异 + 收益率吸引	- 中国经济增长前景疲软 - 违约或债券重组风险
发达市场投资级政府债 ▼ ◆ ▲	+ 收益率吸引 + 发达市场央行的转向	- ‘在经济增长强劲的背景下，“更高利率持续更久”的货币政策 - 不利的供需均衡
发达市场投资级公司债 ▼ ◆ ▲	+ 高利率敏感度（长期），在利率触及顶峰时的有利因素 + 绝对收益率吸引	- 相对较窄的收益率溢价 - 信用基本面疲软
发达市场高收益公司债 ▼ ◆ ▲	+ 公司信用债的基本面看似仍然稳健 + A 收益率吸引	- 评级下调风险 - 违约风险激增
新兴市场本币政府债 ▼ ◆ ▲	+ 有利的新兴市场货币前景 + 新兴市场货币政策的高度灵活性	- 与发达市场之间的收益率差不利 - 减息预期体现在价格中

资料来源：渣打全球投资委员会

图例： ▲ 超配 ▼ 低配 ◆ 中性

对发达市场投资级政府债持中性观点

我们现在对发达市场投资级政府债持中性观点。在美国，年初至今公布的宏观数据强于预期，表明经济有韧性。我们预计软着陆的可能性增大，这促使我们将今年的美联储减息预期从之前的 125 个基点降至 75 个基点。在 3 月的政策会议上，美联储将全年通胀预期上修至 2.6%，同时将减息预期维持在 75 个基点不变。在这种背景下，我们认为国债的估值公允，因此，我们预计美国 10 年期国债收益率未来 3 个月将停留在 4.00%-4.25% 的区间内。我们仍预计美联储在 6 月份首次减息，但较小的减息幅度意味着，我们预计 10 年期收益率未来 12 个月的下降有限，会进入 3.75%-4.00% 的区间。总体上，我们仍认为当前收益率提供有吸引力的入场点，但我们对债券价格上涨的预期较年初预期温和。

对新兴市场美元政府债持中性观点

在新兴市场，我们预计商品价格未来 12 个月更具支撑性。它们对美国国债收益率（长期）的高度敏感也应支持涨势。我们认为整体收益率与过往相比有吸引力，但注意到相对美国国债的收益率溢价近几个月有所收窄。此外，由于选举日程密集，我们预计地缘政治风险将会上升。因此，我们认为中性立场提供最佳的风险 / 回报均衡。

对发达市场投资级和高收益公司债持中性观点

公司债方面，我们维持对发达市场投资级公司债的中性观点。考虑到发行人授予的新债溢价相当小，市场看似很好地吸收了今年首两个月的大量新债供应。随着债券供应在第二季度逐渐减弱，我们认为更加平衡的供需状况应有助支持该资产类别。尽管名义收益率看似吸引，但对比过往水平，相较美国国债的收益率溢价较小，这表明从现在开始，债券收益率下降（债券价格上涨）带来的资本收益前景较低。

我们也对发达市场高收益公司债持中性观点。软着陆情境应使违约率相对受控。此外，发达市场高收益公司债今年并未面临重大的再融资压力，这应支持债券表现。然而，相较美国国债的收益率溢价较小，以及利用私人信贷市场的高收益公司债增加导致透明度降低，都是值得关注的风险。

对亚洲美元债持中性观点，看好高收益债胜于投资级债

在亚洲新兴市场，我们仍对亚洲美元债持中性观点。年初至今，该资产类别的表现与发达市场高收益公司债大致一致，并优于发达市场投资级公司债。出色表现主要受到亚洲高收益债推动，与我们的预期一致。基于以下的观察，我们继续看好亚洲高收益债胜于投资级债：

- 1) 尽管亚洲高收益债仍由大中华区发行人主导，但我们认为地域和行业分布现在更加均衡。
- 2) 亚洲高收益债现在可能已经消化房地产行业持续违约的影响，进一步意外下行的空间较小。例如，我们注意到，尽管今年中国房地产开发商严重违约，但近期资产类别仍表现强劲。

图. 17 相对亚洲投资级美元债，亚洲高收益美元债提供吸引的收益率溢价

相对美国国债的收益率溢价（自 2021 年以来）



资料来源：彭博、渣打

对新兴市场本币政府债持中性观点

我们预计未来 6-12 个月美元基本持平。我们还认为，大部分新兴市场的政策利率下调当前在本地市场基本得到充分体现。基于这一点，再加上相当吸引的收益率，我们对新兴市场本币政府债持中性观点。

我们对期限的偏好调整为中性（5 年-7 年）

我们认为软着陆情景的可能性更高意味着长期美国国债的回报率更低。考虑到当前市场预期与美联储“位图”摘要之间更加一致，我们认为中性（5 年-7 年）平均期限立场在这种环境下更具吸引力。

债券机会型投资观点

韩忠良, CFA
投资策略师

从宏观经济的不确定性中录得超额收益

政府债带来的机遇

- 我们预计三种机会型投资买入观点的绝对回报为正：美国通胀保值国债、欧洲国债和印度本币债。

美国通胀保值国债

我们维持买入美国通胀保值政府债券（TIPS）（见2月2日的《金融市场周报》），以对冲通胀的回升。我们的基本观点是反通胀进程将延续。然而，我们也认识到美国经济长期保持弹性、油价上涨及供应冲击等因素所带来的通胀上行风险。使用美国 TIPS 的对冲成本相对于其他传统的通胀对冲方法较低。黄金交易价格接近史上高位，而房地产则受到高利率和后新冠疫情时期工作模式转变的挑战。此外，美国 TIPS 的整体收益率约为 4.6%，远高于发达市场投资级政府债的收益率（3.2%）。最后，通胀预期可能会在短期内超调，推动美国 TIPS 走高。

我们认为风险包括：（i）与所有债券一样，TIPS 也有利率风险。这意味着较高的债券收益率可能导致资本损失；及（ii）持续的反通胀可能导致美国 TIPS 的表现逊于美国国债。

欧洲国债

我们开始买入欧洲国债，因为我们认为相对疲软的欧元区有吸引的上行潜力。货币市场预计，欧元区和美国在未来 12 个月的减息次数大致相同。然而，我们认为欧元区经济面临的下行风险比美国更大。欧元区的通胀似乎也不如美国那么顽固。总的来说，欧洲央行进一步减息的风险更高，这意味着欧洲国债的资本增值更高。对于美元计价的投资者而言，欧洲国债指数的美元对冲收益率也与美国国债指数的收益率基本一致，这意味着不存在负利差。

我们观点的风险包括：（i）顽固的通胀导致欧洲央行维持鹰派立场；（ii）欧元区的经济增长较预期为佳；（iii）部分外围经济体系的财政脆弱；及（iv）对冲风险。

图. 18 美元对冲的欧洲国债收益率与美国国债相若

美元对冲的欧元国债收益率与美国国债收益率



资料来源：彭博、渣打

印度本币债

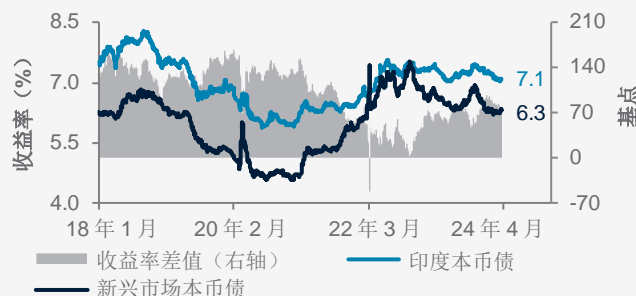
由于印度经济前景乐观，我们维持买入印度本币债的观点（见《2024 年展望》）。印度本币债相对于新兴市场债券的收益率溢价吸引，而且历史波动性较低。反通胀的持续可能使印度央行在今年晚些时候减息，推低印度国债收益率。

我们预计美元兑印度卢比将在未来 12 个月小幅下跌至 82.40，这意味着美元计价投资者的货币收益。印度强大的外汇储备和国际收支平衡的改善也可能起到支持作用。印度卢比债券即将被纳入全球债券指数，预计将成为印度债券的另一个利好因素，因为外国投资者在印度庞大且流动性强的债券市场的参与有限，这将在未来 12-15 个月推动稳定的资金流入（200-250 亿美元）。

我们观点的风险包括：（i）顽固的通胀导致印度央行保持鹰派；（ii）预算和经常账赤字上升；（iii）印度央行的债券销售。

图. 19 印度本币债的收益率溢价较其他新兴市场债券更为吸引

印度本币债和新兴市场本币债的收益率对比



资料来源：彭博、渣打

股票 — 一瞥

林景蔚, CFA
股票策略部主管

Fook Hien Yap
高级投资策略师

甘皓昕
投资策略师

黄立邦
股票分析师



关键主题

我们超配股票，其中日本是我们最看好的超配地区。日本央行结束了长达 10 年的“负利率政策”，是对日本经济投下的强烈信任票。日本央行仍保持宽松的立场，企业治理正在改善，估值依旧吸引。美国股票是我们的另一个超配地区。尽管通胀率略高于理想水平，美联储仍有可能减息。美国公司继续表现出强大的定价能力，录得了稳健的净利润率。

我们对亚洲（除日本）股票持中性观点。我们将印度上调为超配。在该地区的主要市场中，它的经济增长最快。资金流一直很强劲，印度在大选年通常会录得稳健的回报。这些因素足以弥补其昂贵的估值。我们还将台湾上调为超配，因其国内生产总值修正强劲，制造业触底反弹，半导体周期强劲。我们继续超配韩国，对人工智能相关技术产品的需求上升可能会支持盈利，而政府的“增值”计划可能会通过解决公司交叉持股和改善公司治理来缩小“韩国折让”。我们对中国股票持中性观点。估值低廉，但市场情绪看跌。通缩仍然是主要风险，但政府一直在加大政策的刺激力度。

我们将欧元区股票下调至低配。低估值反映了每股盈利增长乏力。消费者信心依然疲软，服务业通胀依然顽固。我们还低配英国股票，它对防守性行业的投资比重过高。

关键图表

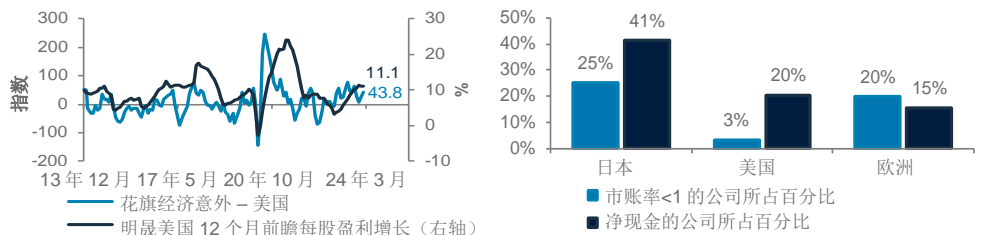
美国强劲增长支持公司盈利。
日本公司的估值相对于发达市场同业依旧吸引

指数	12个月预测	发布以来的目标收益率*
标普 500 指数	5,790	10%
纳斯达克 100 指数	21,000	15%
欧洲斯托克 600 指数	550	7%
恒生指数	18,100	10%
日经 225 指数	47,000	15%

* 发布日期为 2024 年 3 月 28 日，基于截至前一交易日的水平

图. 20 美国公司盈利依赖于强劲的经济。日本公司仍有很大的潜力缩小相对于发达市场同业的折让

美国经济意外与 12 个月前瞻每股盈利增长；市账率 < 1 和净现金的公司所占百分比



资料来源: FactSet、彭博、渣打；*下图：我们对中国在岸股票对比离岸股票持中性观点。

看涨理据

看淡理据

看好顺序	股票	看涨理据	看淡理据
1	日本股票	<ul style="list-style-type: none"> + 公司资产负债表强劲 + 企业改革带来的股本回报率上升 + 盈利前景进一步改善 	<ul style="list-style-type: none"> - 估值不再吸引 - 日圆反弹拖累公司盈利 - 日本央行收紧政策导致波动性上升
2	美国股票	<ul style="list-style-type: none"> + 强劲的盈利增长和动力 + 科技行业推动表现 + 经济放缓延迟 	<ul style="list-style-type: none"> - 过度集中于“七巨头” - 宏观不确定性：如美国大选 - 估价高昂。仓位高企
3	亚洲（除日本）股票	<ul style="list-style-type: none"> + 预计 2024 年每股盈利增长更高 + 对半导体需求的增长 + 中国的财政和货币刺激政策 	<ul style="list-style-type: none"> - 调查数据和经济活动疲软 - 投资者缺乏信心 - 地缘政治紧张局势持续
4	欧洲股票	<ul style="list-style-type: none"> + 对每股盈利增长疲软的定价合理 + 公司利润率和股本回报率改善 + 制造业数据反弹 	<ul style="list-style-type: none"> - 盈利增长疲软 - 衰退风险加剧 - 经济反弹无法持续
5	英国股票	<ul style="list-style-type: none"> + 股息收益率高 + 估值极低 + 相对防守性的行业 	<ul style="list-style-type: none"> - 预计 2024 年盈利增长疲软 - 增长股持仓较低 - 前瞻指引恶化

资料来源: 渣打全球投资委员会

图例: ▲ 超配 | ▼ 低配 | ◆ 中性

超配全球股票

未来 12 个月，我们超配全球股票。在美国经济软着陆、全球经济增长强劲和通胀趋势放缓下，它们的表现可能会更好。

超配日本股票

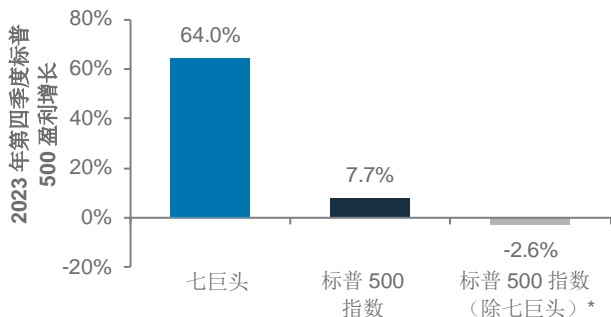
我们超配日本股票。由于当地居民的现金储蓄和日本个人储蓄账户的改革，国内外资金流入强劲。此外，企业流动性状况依然强劲，超过 40% 的企业净现金为正，远超其他发达市场。估值并没有过于紧张，日本股市仍较全球股市折让 9%，低于过往平均水平。日本央行有意外收紧政策的风险，导致日圆走强，但这并非迫在眉睫，在很大程度上取决于日本央行的讯息。

超配美国股票

我们超配美国股票。经济持续走强和我们对未来 12 个月软着陆的预期是主要促成因素。在 3 月份美联储政策会议之后，我们现在预计今年减息 75 个基点，这将通过减轻对未来盈利贴现的影响，继续支持增长股。我们认为，高股本回报率水平（美国股票的股本回报率为 20.1%，比过往平均水平高出 1 个多标准差）也可能证明相对较高的估值溢价是合理的。我们预计，持续的股票回购将在 2024 年进一步支持股价。然而，过度依赖“七巨头”对美国股市来说是一个风险。

图. 21 美国股市可能过度依赖“七巨头”的盈利，这是导致美国股市排名落后于日本股市的关键因素，尽管两者都是“超配”股票

标普 500 指数对比“七巨头”的盈利增长



资料来源：FactSet、渣打

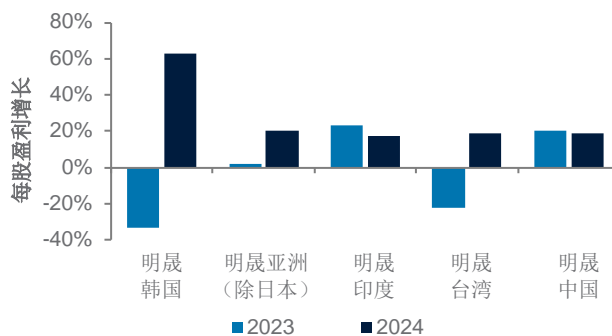
对亚洲（除日本）股票持中性观点

我们对亚洲（除日本）股票持中性观点。从积极的方面来看，新兴市场 and 发达市场之间的货币政策差异有利于资金流入。尽管如此，任何全球增长放缓和地缘政治紧张局势都可能对市场造成压力。

我们在亚洲（除日本）超配韩国股票，原因是预计今年每股盈利增长将反弹，以及人工智能应用增长。其“增值”计划旨在改善企业治理，加大股票回购力度。在有利的宏观环境下，我们亦在区内超配台湾股票，2024 年国内生产总值因预期出口需求复苏而上调。台湾也将获益于制造业触底反弹和强劲的半导体发展势头。

图. 22 韩国、印度、台湾盈利预计强劲增长，中国落后

亚洲（除日本）和主要个别市场的每股盈利增长



资料来源：FactSet、渣打

我们同时还超配印度股票。包括国内增长强劲、选举年通常有利的回报率以及相对不受地缘政治风险在内的利好因素，都是以抵消其估值溢价。我们看好大盘股，而不是中小型股。

我们对中国股票持中性观点。投资者较低的仓位和极度压缩的估值依旧吸引，而包括房地产市场低迷和人口因素在内的结构性阻力可能会持续。在过去几个月宣布的有利财政政策以及全国人大的整体支持基调之后，任何上行政策意外都可能引发投资者情绪恢复正常。在中国，我们对在岸股票和离岸股票持中性观点。

低配欧洲股票

我们低配欧元区股票。利率上升和地缘政治忧虑继续拖累公司盈利。然而，我们认为，欧元区制造业数据的改善可能会刺激短期的市场情绪，因为该地区对全球工业周期的投资比重较高。我们也低配英国股票，因为该地区对防守性行业的严重倾斜可能导致全球股市持续攀升之际表现不佳。明晟英国指数 12 个月前瞻每股盈利增长为 3.1%，也是主要经济体中最低的。

股票机会型投资观点

Fook Hien Yap
高级投资策略师

继续采取杠铃式投资策略

买入美国行业，有选择地买入亚洲行业

- 我们预计五个机会型投资买入观点将带来正的绝对回报：美国科技、通信服务和能源行业；印度大盘股和中国非金融高股息国有企业。
- 我们的行业杠铃式投资策略将会延续；我们看好美国和欧洲的长期增长型行业，同时兼顾防守性行业。在中国，我们继续看好消费者支出的增长，并与必需消费品的防守性持仓相平衡。

机会型投资买入观点

美国科技：我们预计年初至今的强劲势头将持续，因为企业“被迫”在人工智能上投入资金以获得优势。向云计算的转变还带来了软件及服务经常性收入的增长。我们认为，该行业出色的股本回报率和增长率，以及债券收益率的预期下降，都证明了高估值是合理的。人工智能支出疲软是一种风险。

美国通信服务：同样，我们预计年初至今的强劲势头将持续。在过去 3 个月中，通信行业的每股盈利综合预期变化最为积极，预计 2024 年的盈利增长率最高。数字广告的持续复苏和对网上娱乐的需求继续支持该行业。数字广告的低迷是一种风险。

美国能源行业：由于当前油价高于 2023 年的平均水平，我们认为 2024 年盈利下降的综合预期存在上行风险。欧佩克+和主要产油国在供应方面表现出纪律性。该行业的估值吸引、现金流强劲；总统候选人特朗普可能会积极地支持能源行业。油价下跌是一种风险。

印度大盘股：我们认为，印度在亚洲的经济结构吸引，并且表现出卓越的增长。我们认为，大盘股的估值相对于中型股更为吸引。我们预计，即将到来的选举将保持政策的连续性，从历史上看，印度股市在选举前一直表现强劲。一个风险是增长弱于预期。

图. 23 机会型投资买入观点

地区	观点
美国	科技行业
	通信服务行业
	能源行业
亚洲	印度大盘股
	中国国有企业非金融高股息

资料来源：渣打

中国国有企业非金融高股息：我们预计宏观政策和较低的利率将刺激投资者对高股息国有企业的需求。我们认为，为国有企业管理层提供激励措施以提高其市场价值，是股价的一个重要利好因素。我们更倾向于关注非金融国有企业，因为金融行业对陷入困境的房地产开发商的支持缺乏明确性。监管变化带来负面影响是一种风险。

图. 24 我们按地区划分的行业观点

美国	欧洲	中国	印度*
科技	科技	通信	工业
通信	健康护理	非必需品	非必需品
健康护理	非必需品 ▲	科技	健康护理
能源 ▲	必需品	必需品 ▲	科技
工业	工业	工业	金融
非必需品	能源	能源	必需品
必需品	金融	金融	其他
金融	通信	公用事业	
原材料	原材料	健康护理 ▼	能源
公用事业	公用事业 ▼	原材料	金属
房地产	房地产	房地产	公用事业

资料来源：渣打。*印度市场前景评论

图例： ■ 超配 | ■ 中性 | ■ 低配
▲ 自上季度上调 | ▼ 自上季度下调

外汇 — 一瞥

Manpreet Gill

非洲、中东及欧洲区首席投资总监

袁沛仪

投资策略师



关键主题

我们预计美元将在未来 3 个月和 12 个月基本持平。当今外汇市场的一个不寻常的特点是外汇波动率低而且在下降。七国集团货币波动率现在与过去 30 年的低位相差无几。加上我们认为美联储和欧洲央行等主要央行的减息路径可能日益趋同，意味着我们预计美元将在未来 3 个月和 12 个月围绕一个异常平稳的路径区间震荡。由于欧元兑美元在美元指数中的权重较大，我们的观点在很大程度上与上述观点如出一辙。

日圆和瑞郎最有可能偏离这种低波动性环境。日本央行的鸽派基调可能会使日本央行在 1-3 个月的短期内保持疲软，并导致美元兑日圆测试近十年高位；但从长远来看，近期加息后收益率差异的缩小可能会使日圆走强。瑞士央行的减息令瑞郎不太可能进一步走强，但导致美元兑瑞郎突破 0.91-0.92 的彻底走弱可能需要新的促成因素。

澳元和新西兰元可能继续获益于央行相对鹰派的政策。与同类国家相比，澳元的通胀相对更为持久，加上主要出口商品（如黄金）价格强劲，这意味着这些货币在 3 个月和 12 个月的期限都可能保持相对较好的支持。中国经济乐观情绪的初步反弹也可能起到支持作用，尽管这也会给离岸人民币带来适度的下行压力。

关键图表



我们对美元指数的预测异常平缓，与外汇市场的低波动性和下降趋势一致

图. 25 外汇波动率跌至近十年低位

七国集团外汇波动率指数；预测表



资料来源：彭博、渣打

货币	3个月预测	12个月预测
美元（美元指数）	102.8	102.7
欧元兑美元	1.10	1.10
英镑兑美元	1.30	1.28
美元兑日圆	153	142
澳元兑美元	0.68	0.69
新西兰元兑美元	0.62	0.64
美元兑加元	1.35	1.35
美元兑离岸人民币	7.22	7.25
美元兑瑞郎	0.90	0.92

图. 26 主要货币推动因素摘要

12个月展望	看涨理据	看淡理据
美元（美元指数）	+ 避险需求、美国例外论	- 鸽派美联储、非美国增长、估值昂贵
欧元兑美元	+ 欧盟通胀率下降，实际利率上升	- 增长乏力，依赖能源
美元兑日圆	+ 通胀上升时实际收益率下降	- 日本央行进一步加息，避险
英镑兑美元	+ 通胀居高不下导致英国央行采取鹰派立场	- 衰退风险、消费疲软
美元兑瑞郎	+ 瑞士央行政策暂停、避险需求下降	- 出售外汇储备
澳元兑美元	+ 贸易价格比率、中国增长反弹	- 商品价格受限、避险情绪高涨
新西兰元兑美元	+ 新西兰央行采取鹰派立场，中国乳制品 / 旅游需求	- 经常账赤字上升、住房风险加大
美元兑加元	+ 房地产市场脆弱、增长放缓	- 利差降低、油价反弹
美元兑离岸人民币	+ 地缘政治、不利的利差	- 中国经济增长反弹、资本流入

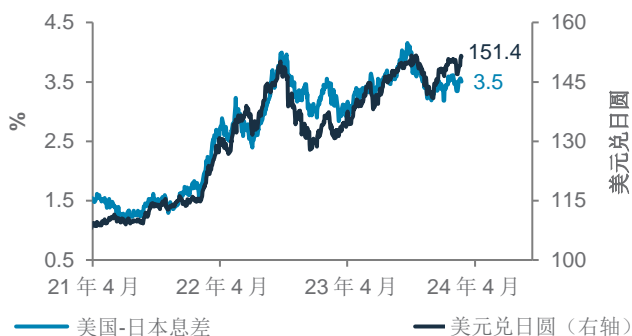
资料来源：渣打全球投资委员会

政策走势趋向一致

美联储和欧洲央行在 2024 年减息的时机和幅度方面可能会遵循类似的路径。我们预计欧洲央行今年将从 6 月开始减息 75 个基点，这与美联储的做法基本一致。这可能导致欧元兑美元基本持平。因此，我们预计欧元兑美元在未来 3 个月和 12 个月将保持在 1.10 的水平，并在 1.07 至 1.12 的交易区间波动。随着宏观经济数据略有改善，英镑在未来 3 个月可能会在短期区间内小幅反弹至 1.30，但随着减息将英镑维持在近期宽幅区间内，英镑在未来 6-12 个月内可能会回落至 1.28。

图. 27 由于收益率差异，欧元可能会小幅走高

美元兑日元和美国-日本息差



资料来源：彭博、渣打

日元在近期加息后的走软令市场参与者感到不安，他们预计日本央行开始收紧政策将导致日元升值。我们认为，日本央行积极采取鸽派态度，以限制进一步收紧政策的预期，这就解释了这一点。短期内，我们预计这将导致日元面临下行压力，从而测试（并有可能突破）近十年的高位 151.7。我们预计美元兑日元在未来 3 个月将达到 153。不过，日本央行可能会进一步收紧政策。再加上美联储在 2024 年晚些时候减息，可能会加剧有利于日圆的利差，导致日元走强。因此，我们预计美元兑日元将在未来 12 个月跌至 142。

图. 29 亚洲货币推动因素摘要

预测	美元兑新加坡元 1.32 (3 个月) / 1.34 (12 个月)	美元兑印度卢比 82.40	美元兑林吉特 4.70	美元兑韩元 1300
看涨理据	+ 新加坡元易受全球经济增长疲软影响 + 地缘政治事件导致油价飙升	+ 印度央行可能会增加外汇储备 + 2024 年大选带来的风险溢价	+ 外汇储备相对较低 + 商品价格风险增加	+ 易受全球经济增长和贸易的影响 + 依赖于美元和人民币的走势
看淡理据	- 国内增长稳健 - 人民币反弹	- 油价下跌缓解经常账赤字 - 强劲增长；资金流入	- 本地美元化趋势逆转 - 国内生产总值增长稳健	- 出口增长和旅游流入 - 价值低廉；资金流入

资料来源：渣打全球投资委员会

图. 28 预期瑞士央行外汇储备下降将支持瑞郎的估值

瑞郎名义和实际汇率



资料来源：彭博、渣打

我们预计美元兑瑞郎在未来 1-3 个月将走弱至 0.90，在未来 12 个月将走弱至 0.92。瑞士央行的减息和增加准备金可能表明，随着通胀率进一步降至 2% 以下，该央行认为不再有必要采取积极的强瑞郎政策。我们认为这足以避免瑞郎进一步大幅走强。然而，瑞郎的大幅走软可能需要新的促成因素。目前，我们预计美元兑瑞郎将走弱至 0.86-0.92。

商品货币应继续得到良好支持。央行相对更加鹰派，以及主要商品出口价格上涨对贸易价格比率的支持，可能会支持澳元兑美元和新西兰元兑美元（我们预计 6-12 个月分别为 0.69 和 0.64）。美元兑加元仍然是一个例外。

我们预计美元兑离岸人民币将在 3 个月升至 7.22，12 个月升至 7.25。长期通缩风险的持续存在可能会使离岸人民币继续承受下行压力。近期的增长弹性可能会导致决策者对于轻微疲软感到更加舒适，这是最近政策调整的信号。我们预计美元兑印度卢比将在未来 12 个月小幅下跌至 82.40，尽管波动性比近几个月更大，这得益于强劲增长和不断增加的股票和债券流入。我们预计美元兑新加坡元将在 3 个月达到 1.32，12 个月达到 1.34。货币政策目前可能保持不变，美元兑新加坡元将受美元整体市场的推动。美元和欧元持平意味着其他亚洲货币面临适度的下行压力。

黄金、原油 — 一瞥

韩忠良, CFA
投资策略师



关键主题

与其他主要资产类别相比，我们对黄金保持中立观点，将其视为投资组合中抵御任何重大衰退和地缘政治风险的“压舱石”。由于战术需求增加和官方部门持续追捧，黄金市场在3月份一路高歌猛进。我们预计，在未来12个月，随着减息的进行，金价将升至每盎司2,200美元，从而推低实际收益率。与此同时，机构投资者可能会在减息预期升温下越来越多地增加仓位。结构性央行需求仍是一个主要推动因素，但鉴于当前价格上涨，央行可能会推迟购买。然而，超买条件和低迷的交易所买卖基金流动是短期拖累因素。因此，我们认为黄金在未来3个月很容易出现回调。

在供求关系趋紧的情况下，我们将12个月西德克萨斯中质原油预测上调至每桶81美元。在需求方面，由于大多数主要经济体（尤其是美国和中国）几乎没有出现放缓迹象，经济状况仍较预期强劲。在供应方面，欧佩克+自愿每日减产220万桶的计划延长至第二季度，限制了原油供应的上行空间。此外，闲置产能薄弱和生产者弹性低意味着美国产出不太可能再创新高。短期内，我们认为，鉴于全球经济依然强劲，石油市场可能会出现赤字。这表明未来3个月西德克萨斯中质原油价格将上涨至每桶84美元左右。

关键图表



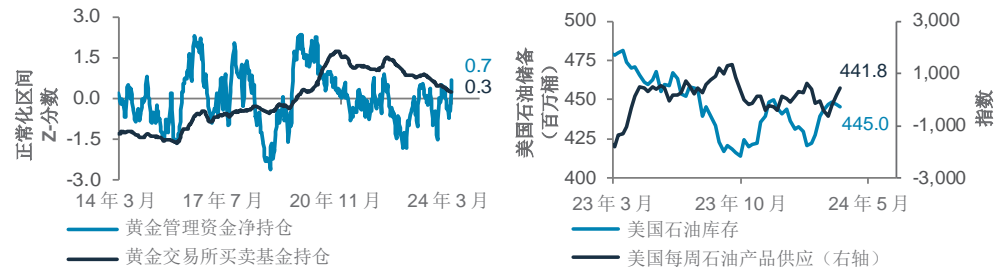
低迷的交易所买卖基金资金流的复苏，是黄金下一轮上涨的动力

石油需求状况仍比预期强劲

图. 30 尽管战略性持仓反弹，但交易所买卖基金的资金仍持续流出；美国石油需求正在复苏，近几周来石油库存下降

左图：黄金管理资金净持仓，交易所买卖基金持仓

右图：美国石油库存对比美国能源信息局每周产品供应（石油需求指标）



资料来源：CFTC、彭博、渣打

	看涨理据	看淡理据		看涨理据	看淡理据
黄金 12个月TAA ◆ 12个月预测： 每盎司 2,200美元	+ 美联储利率正常化 + 地缘政治紧张局势升级 + 避险出价 + 央行储备多元化 + 强劲的央行和实物需求 + 美元疲软 + 商品交易顾问的进入	- 实际收益率的上升增加了持有黄金的机会成本 - 地缘政治风险对黄金的溢价往往是短暂的 - 与股票正相关 - 美元再次走强 - 承压情绪 - 估值苛刻	原油 12个月西德克萨斯中质原油预测： 每桶81美元	+ 发达市场经济体稳健 + 亚洲需求稳定增长 + 地缘政治冲突造成的供应减少 + 欧佩克+减产 + 低库存 + 美国页岩油投资不足 + 美国SPR再释放	- 紧缩的货币政策和由此导致的增长放缓 - 改变俄罗斯石油流动方向 - 放宽对委内瑞拉的制裁 - 巨大的全球剩余产能 - 欧佩克+供应纪律 - 能源转型带来的需求下降

资料来源：渣打全球投资委员会

图例：▲ 超配 | ▼ 低配 | ◆ 中性

量化观点

看涨股票

Francis Lim
高级量化策略师

概述

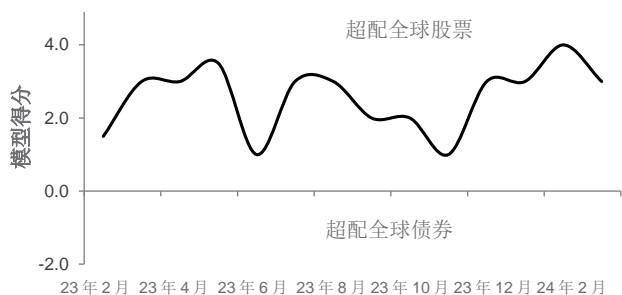
我们的长期量化模型的时间跨度一般为 3 个月。其中包括股票-债券模型，目前该模型更倾向于全球股票而非债券。股票-债券市场风险模型对这一方向性观点进行了补充，该模型并未预测美国股票和国债的高下行风险。与此同时，我们基于牛熊指标和市场多样性的短期模型尚未显示出股市的任何短期风险。

股票-债券模型：看好股票

经过一年的监测，我们正式推出了股票-债券模型。该模型根据基本面、估值和技术面的综合得分，生成一个在-5 到 5 之间的月度得分。正分数表示对股票的超配，反之则表示对股票的低配。自 2023 年 2 月以来，该模型的表现优于 60/40 投资组合 3.2%，年初至今的表现优于 60/40 投资组合 1.60%。

图. 31 股票-债券模型更倾向于股票

基本面、估值和技术得分合计



资料来源：渣打

基本面：看涨股票。花旗宏观风险指数（Citi Macro Risk Index）和依然积极的经济意外指数的低风险厌恶情绪也支持这一观点。自 2023 年以来，两者都看涨股票。与此同时，制造业活动（美国供应链管理协会新订单）由于小幅收缩而呈现净中性，但在过去 3 个月有所改善。最后，我们的盈利修正因素是负面的，因为净盈利上调正在放缓。

估值：看涨股票。全球和亚洲股市目前的交易价格与其 5 年历史平均预期市盈率相差不到 1 个标准差。估值因素滞后，因为我们的回溯显示市场倾向于推迟下调（意味着对更高估值的容忍度增加）。

技术面：股票净中性。我们的市场宽度指标表现良好，85% 的股票市场目前位于 200 日移动平均线上方，表明全球股市正在健康地参与反弹。然而，我们的反向指标表明看跌背离，股市净上涨正在形成较低的高位，而全球股市正在形成较高的高位，表明上升趋势可能即将结束。

对股票和债券市场风险保持中立

我们的股票-债券市场风险（EBMR）模型使用 11 个经济和市场因素来创建股票和债券风险指标，范围从 0 到 100（数值越高表示风险越低）。

该模型的风险指标在 3 月份已经减弱至中性（略低于 50），原因是美国房屋开工和首次申领失业救济金人数的波动。由于该模型以宏观趋势为基础，因此这些因素中缺少明确趋势的波动不会被视为重大变化。

下面我们对风险指标的 2 乘 2 象限分析表明，我们目前处于第二阶段，股票和政府债券的下行风险都很低（鉴于风险指标中的中性水平，我们通过坚持上个月的象限来避免不必要的交易）。股票和另类资产等风险资产在第二阶段的历史表现良好。

图. 32 EBMR 模型处于第二阶段

美国股票债券市场风险分析



资料来源：渣打

牛熊机制指标

我们的牛熊机制指标在许多股票市场都看涨，包括美国、欧洲、英国、亚洲（除日本）和日本。该模型监测市场动力、波动性和成交量，以发现机制崩溃的早期迹象。

值得注意的是，美国当前的市场因素与过去几个时期非常相似，即 2017 年 12 月（对货币政策收紧的忧虑）、2020 年 2 月（新冠肺炎）和 2022 年 2 月（美联储加息周期开始）之后不久，上升趋势就结束了。

追踪市场多样性

Francis Lim
高级量化策略师

关于我们的市场多样性指标

我们的市场多样性指标有助于识别由于股票、信用债、外汇及商品市场宽度下降而导致的短期趋势的潜在变化。当市场多样性下降时，这意味着由买家或卖家主导，令资产价格快速上涨或下跌。这通常不会持续，随后可能会放缓或逆转。我们的多样性指标基于一种称为分形维度的统计指数；数值低于 1.25 表示价格上涨或下跌过快。

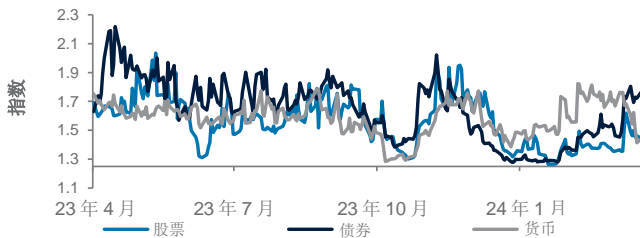
本月市场多样性在何处减少或增加？

从市场多样性的角度来看，3 月并不那么令人兴奋。我们已经看到股票、债券和外汇市场的多样性在 2023 第四季度同步下跌后有所改善。债券及货币市场多元化的增加主要是由于 2023 年底强劲趋势逆转所致。

根据今年早些时候我们的市场多样性指标（分形）阈值 1.25，股票市场的整固或反转触发因素数量最多。这些市场包括美国、日本和欧洲。尽管持仓紧张，但他们在 2024 年仍保持良好势头。然而，这些趋势在 2024 年有所减弱，并有助于在一定程度上平衡这些股票市场的多样性。美国和日本股市的多样性看起来仍然很紧张，但目前已高于我们的触发点。与此同时，欧洲股市的多样性已远远高于触发点，部分原因是英国在股市中走弱。

图. 33 2024 年市场多样性扩大

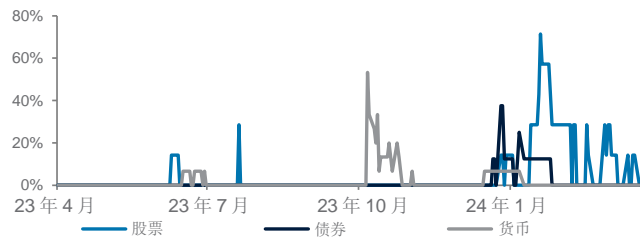
按资产类别划分的平均市场多样性分数



资料来源：彭博、渣打

图. 34 整个第一季度，股市一直在反复触发反转触发器

多样性分数 < 1.25 的资产百分比



资料来源：彭博、渣打

债券市场的多样性在年初一度跌破 1.25 后也有所改善。2023 年 10 月至 12 月，多数债券市场上涨 9-12%，当时美联储更为鸽派。在我们的多样性指标显示投资者多样性极低后，这些趋势要么已经逆转，要么已经放缓。发达市场政府债以 2.8% 的跌幅领跌。

在大多数货币市场，市场多样性仍然很高。美元兑瑞郎是我们的市场指标最近在 1 月份标志着反转信号的唯一货币。瑞郎在今年年初达到 8 年高位后兑美元贬值了 5.0%。更广泛地看，瑞郎兑美元走弱部分是由于美元走强，因美联储减息预期被推迟至 2024 年 6 月，美元指数自 2023 年 12 月以来有所反弹。

图. 35 主要资产的多样性

股票	市场多样性	30 日多样性趋势
明晟美国	●	↑
明晟欧洲	●	→
明晟英国	●	→
明晟日本	●	→
明晟亚洲（除日本）	●	↓
固定收益		
发达市场政府债	●	↑
发达市场投资级公司债	●	↑
全球高收益债	●	→
新兴市场美元债	●	↑
亚洲信用债	●	↑
货币		
美元指数	●	→

资料来源：彭博、渣打；数据截至 2024 年 3 月 25 日

图例：○ 极低 ● 低 / 适度 ● 高

全面管理财富的方法 今日、明日和未来

渣打财富精选

你最近有否检视投资组合的表现？

保持身材对健康和幸福感很重要。但你的财务状况如何？你是否确保投资组合的财务状况良好？

就像定期体检以保持健康一样，定期检查你的投资组合以确保其处于最佳状态对你的财务状况也很重要。

为了帮助你实现自己的财务目标，请联络我们的财富专家，安排一次投资组合检查。我们的团队采用全面的方法，确保你的财富管理符合你今日、明日和未来的需求。我们将利用投资原则为你提供指导，并调整你的投资组合，以反映你财务目标的任何变化。

每个人对待财富的方式都不同。然而，真正重要的是，你能掌控自己的财富之旅，并为自己的财务未来做好充分准备。在你计划下一次健康检查时，请确保你也一并检视投资组合。

目标

今日、明日 和未来

我们的财富管理方法是依据你對自己、家人及他人于“今日、明日和未来”的愿景之上。随着生活的变迁，你的需求、生活目标和偏好也会随之改变。不过，在每个阶段，明确的目标对于指导你的投资决策至关重要。

我们采用“今日、明日和未来”的策略，区分短期（今日）与中长期（明日和未来）使用的资产，通过这种方法，我们可以为你的投资组合制定不同的策略，旨在帮助你实现短期和长期的目标。

“今日、明日和未来”规划对你来说是独一无二的。我们的专家团队与你密切合作，根据你“今日、明日和未来”的需求，建立一个多元化、长期的基础投资组合。此外，我们还加入了机会型投资策略，以把握短期机遇，并提供足够的保障，以实现你及家人的目标。

“今日、明日和未来”策略

为今日作出规划

需要确保以流动性和收入流向为主。

为明日提供保障

需要一个多元化的投资和保障组合，以增长为目标，同时确保考虑通胀，并减低风险。

建立未来

由于投资期可能长达几十年，所以更注重长远回报，也会考虑商业利益、房地产、收藏品或慈善基金。

原则

经得起

时间考验

为了确保你的投资决策保持稳健且一直适用，遵守经过时间考验的原则，这可让你的“今日、明日和未来”策略取得成功。我们利用五项财富原则来指引和保障你的财富决策。



保持规律 – 确保你的情绪稳定并保持谨慎

- 对乐观和恐惧等情绪的反应，可能导致投资者在情况最差的时候做出糟糕的投资决策
- 制定计划并坚持下去，有助你顾全大局



多元化 – 简而言之，不要把所有鸡蛋都放在一个篮子里

- 持有各类金融资产以降低风险。在基础投资组合中，多资产的多元化很重要
- 保证你的投资组合包含一系列相关性较低的资产类别和投资



在市场投资的时间 – 较投机更优胜

- 预测市场何时遭抛售很困难，确定退出和重新入市的时机也不容易

- 错过市场表现最佳的日子可能对你的投资组合产生重大不利影响
- 注重“在市场投资的时间”以及在入市时从长远出发，可提供更稳定的回报，让你的财富之旅安枕无忧



风险与回报 – 确保风险与回报匹配

- 为实现更高的投资回报，你必须接受投资组合会承受更高的风险水平
- 因此，重要的是理解风险并持续管理风险



保障 – 避免因为意外而措手不及

- 尽管你现在觉得自己身体健康，或者认为自己财务稳定，但保障计划使你有可能渡过经济不稳定的时期，并减轻不可预见事件对你财富造成的长期影响
- 好的保障计划不仅保护你现在的财富，并按今天的价值来衡量你未来的收入

流程

采用全面方法 管理财富

我们遵循严格的流程，务求在构建和管理投资组合时，符合你的需求和目标。

然而，市场在不断发展，你的需求也在不断变化。因此，我们鼓励你定期进行投资组合审查，以确保你的投资组合与今日、明日和未来的目标保持一致。这种积极主动的方法包括根据我们首席投资办公室的见解进行战略再平衡。

了解更多

扫描下面的二维码，了解更多关于渣打财富精选提供的方法，以增加、管理和保护你的财富。



五步流程



请联络你的客户经理协助检视投资组合。

基础：资产配置概要

概述	观点	基础配置			概述	基础配置
		均衡	适度进取	进取		
现金	▼	2	2	2	现金	35
固定收益	◆	51	33	14	固定收益	65
股票	▲	42	60	79		
另类投资	◆	5	5	5		
资产类别					资产类别	
美元现金	▼	2	2	2	美元现金	35
发达市场政府债*	◆	10	6	3	发达市场投资级政府债（短期）	10
发达市场投资级公司债*	◆	9	6	3	发达市场投资级公司债（短期）	13
发达市场高收益公司债	◆	10	7	3	发达市场高收益债（短期）	14
新兴市场美元政府债	◆	7	5	2	新兴市场美元政府债（短期）	9
新兴市场本币政府债	◆	7	4	2	新兴市场本币政府债	9
亚洲美元债	◆	7	5	2	亚洲美元债	11
北美股票	▲	22	31	41		100
欧洲（除英国）股票	▼	4	6	8		
英国股票	▼	1	2	2		
日本股票	▲	3	5	7		
亚洲（除日本）股票	◆	8	12	16		
非亚洲新兴市场股票	◆	3	4	6		
另类投资	◆	5	5	5		
		100	100	100		

资料来源：渣打

所有数据均为百分比。

1. 由于调整至最接近整数的缘故，配置数据的总和可能不是 100%。*外汇对冲

2. 保守 TAA 是以 SAA 为基础的，不包含任何战略性观点

图例： ▲ 最为看好 | ▼ 最为看淡 | ◆ 核心持仓

基础+：资产配置概要

概述	观点	基础+		
		均衡	适度进取	进取
现金	▼	2	1	1
固定收益	◆	40	24	10
股票	▲	35	46	60
另类投资	◆	6	6	6
私人资产		18	22	22
资产类别				
美元现金	▼	2	1	1
发达市场政府债*	◆	8	5	2
发达市场投资级公司债*	◆	7	4	2
发达市场高收益公司债	◆	8	5	2
新兴市场美元政府债	◆	6	3	1
新兴市场本币政府债	◆	5	3	1
亚洲美元债	◆	6	3	1
北美股票	▲	18	24	31
欧洲（除英国）股票	▼	3	5	6
英国股票	▼	1	1	2
日本股票	▲	3	4	5
亚洲（除日本）股票	◆	7	9	12
非亚洲新兴市场股票	◆	3	3	4
另类投资	◆	6	6	6
私募股权		3	7	11
私募地产		7	5	5
私人债务		8	10	6
		100	100	100

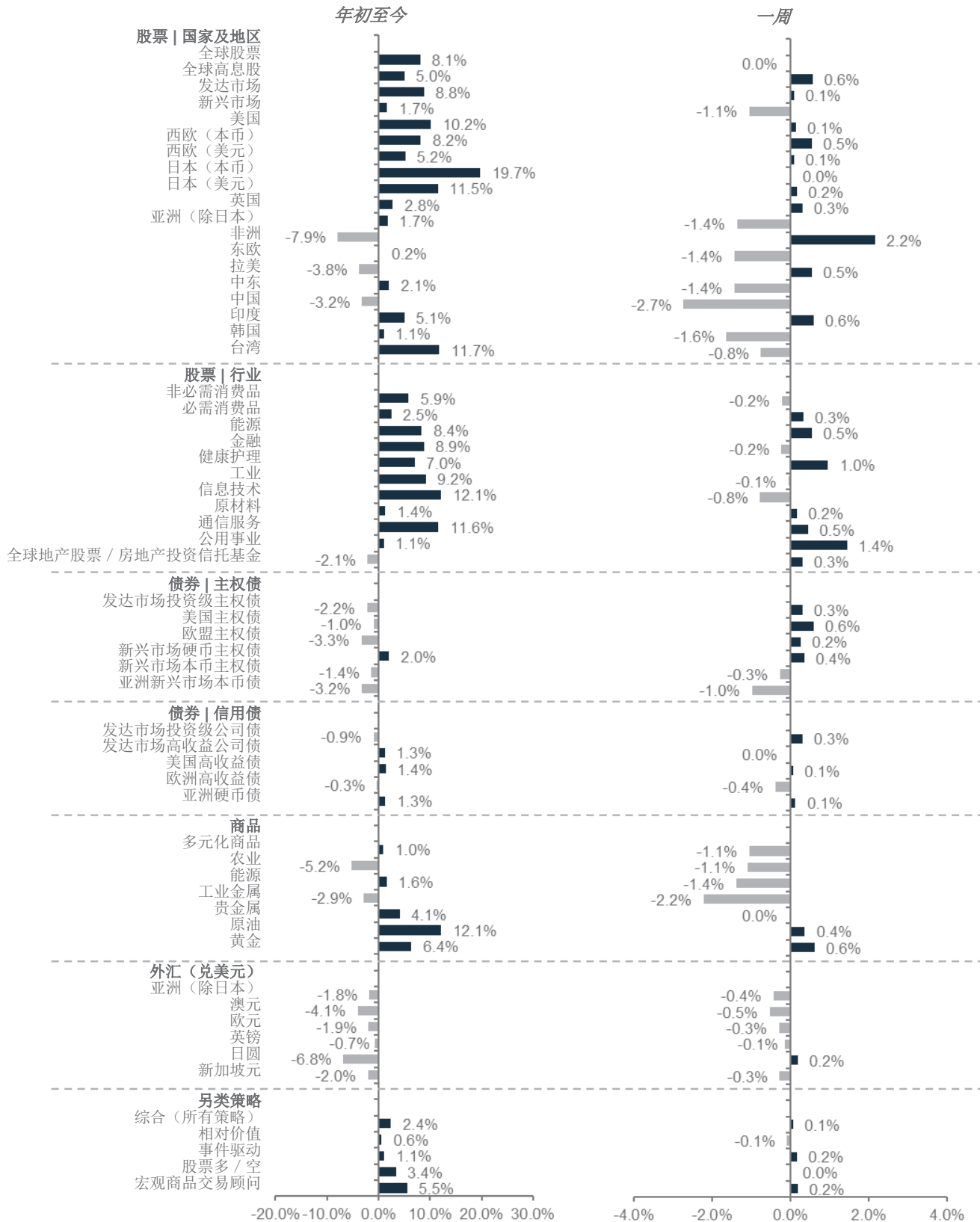
资料来源：渣打

所有数据均为百分比。

1. 由于调整至最接近整数的缘故，配置数据的总和可能不是 100%。*外汇对冲

图例： ▲ 最为看好 | ▼ 最为看淡 | ◆ 核心持仓

市场表现概要*



资料来源：明晟、摩根大通、花旗集团、道琼斯、HFRX、富时、彭博、渣打

*除非另有说明，所有表现均以美元计

*年初至今表现是指 2023 年 12 月 31 日至 2024 年 3 月 27 日的表现，一周表现是指 2024 年 3 月 21 日至 2024 年 3 月 27 日的表现

我们的主要预测和关键事件

货币	美元 (美元指数)	欧元兑 美元	英镑兑 美元	美元兑 日元	美元兑 澳元	新西兰 元兑美 元	美元兑 加元	美元兑 人民币	美元兑 瑞郎	石油(西 德克萨斯 中质原油, 美元/桶)	黄金 (美元/盎司)	美联储政 策利率 (上限)	美国 10年期国 债收益率 (%)	欧洲央行政 策利率
3个月 预测	102.8	1.10	1.30	153	0.68	0.62	1.35	7.22	0.90	84	2150	5.25% (24年6月)	4.00- 4.25%	3.75% (24年6月)
12个月 预测	102.7	1.10	1.28	142	0.69	0.64	1.35	7.25	0.92	81	2200	4.50% (25年3月)	3.75- 4.00%	3.00% (25年3月)

资料来源：渣打



图例： ■ 央行政策 | ■ 地缘政治

X - 日期待定

首席投资总监办公室的精彩观点

渣打财富观点 (SC Wealth Insights)

了解更多 >



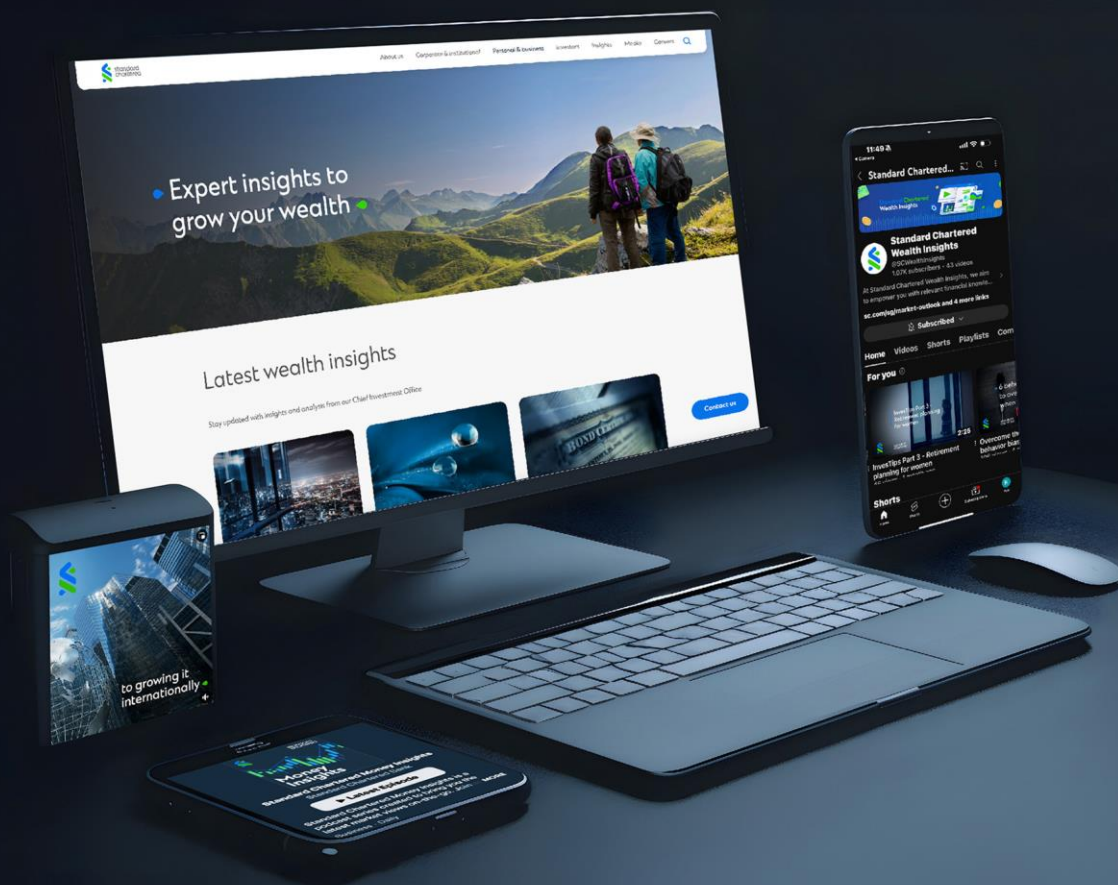
YouTube >



Facebook >



LinkedIn >



渣打投资观点 (SC Money Insights)

Spotify、苹果及 Google 平台上的 3 个播客

Spotify >



Apple Podcasts >



Google Podcasts >



如要获取个别证券刊物，请联络你的客户关系经理或投资顾问。

注释

1. 第 5 页的图表仅展示均衡风险的资产配置 — 不同风险状况可能产生显著不同的资产配置结果。第 5 页仅作示范与参考之用，并不构成投资建议、要约、推荐或招揽。此等配置并未考虑特定人士或特定类别人士的具体投资目标、需要或风险承受能力，以及并非为任何特定人士或特定类别人士而编制。

2. 或有可转换证券为复杂的金融工具，并非适合或适宜所有投资者的投资。本文件并非要约出售或邀请买入当中任何证券或任何实权益。或有可转换证券不拟售予及不应售予欧洲经济区（EEA）的零售客户（各自定义见英国金融市场行为监管局于 2015 年 6 月刊发的 Policy Statement on the Restrictions on the Retail Distribution of Regulatory Capital Instruments (Feedback to CP14/23 and Final Rules)（“政策声明”），并连同 Product Intervention (Contingent Convertible Instruments and Mutual Society Shares) Instrument 2015）（“工具”，与政策声明统称为永久营销限制（Permanent Marketing Restrictions））一并阅读），但在不会引致违反永久营销限制的情况下则除外。

披露

本文件内容保密，也仅限指定人士阅览。如果阁下并非本文件的指定收件人，请销毁全部副本并立即通知发件人。本文件仅供一般参考，受渣打网站的监管披露下相关免责声明所约束。本文件并非且不构成针对任何证券或其他金融工具订立任何交易或采纳任何对冲、交易或投资策略的研究材料、独立研究、要约、推荐或招揽行为。本文件仅用作一般评估，并未考虑任何特定人士或特定类别人士的具体投资目标、财务状况或特定需求等，亦非专为任何特定人士或特定类别人士拟备。阁下不应依赖本文件的任何内容作出任何投资决定。在作出任何投资之前，阁下应该仔细阅读相关发行文件并征询独立的法律、税收及监管意见，特别是我们建议阁下务须在承诺购买投资产品之前，考虑本身的具体投资目标、财务状况或特定需求，就投资产品的适合性征询意见。意见、预测和估计仅为渣打发表本文件时的意见、预测和估计，渣打可修改而毋须另行通知。过往表现并非未来绩效的指标，渣打银行并无对未来表现作出任何陈述或保证。本文件对利率、汇率或价格的未来可能变动或者未来可能发生的事件的任何预测仅为参考意见，并不代表利率、汇率或价格的未来实际变动或未来实际发生的事件（视属何情况而定）的指标。未经渣打集团（定义如下）明确的书面同意，本文件不得转发或以其他方式提供予任何其他人士。渣打银行根据《1853 年皇家特许令》（参考编号 ZC18）在英格兰以有限责任形式注册成立，主要办事处位于英格兰，地址为 1 Basinghall Avenue, London, EC2V 5DD。渣打银行获审慎监管局（Prudential Regulation Authority）认可，并受金融市场行为监管局（Financial Conduct Authority）和审慎监管局监管。渣打银行的最终母公司渣打集团有限公司（Standard Chartered PLC）连同其附属公司及关联公司（包括每间分行或代表办事处）组成渣打集团。渣打私人银行乃渣打辖下私人银行部门。渣打集团内各法律实体及关联公司（各为“渣打集团实体”）可根据当地监管要求在全球开展各种私人银行业务。并非全部产品及服务都由渣打集团内的所有分行、附属公司及关联公司提供。部分渣打集团实体仅担任渣打私人银行的代表，不可提供产品和服务或向客户给予意见。

版权所有©2024, Accounting Research & Analytics, LLC d/b/a CFRA（及其附属公司，如适用）。除非事先得到 CFRA 的书面许可，否则不得以任何形式复制 CFRA 提供的内容。CFRA 的内容不是投资建议，引用或观察 CFRA SERVICES 提供的证券或投资并不构成购买、出售或持有此等投资或证券或作出任何其他投资决定的建议。CFRA 的内容包含 CFRA 根据其相信可靠的公开信息提出的意见，此意见可随时更改，不另行通知。此分析内容尚未提交给美国证券交易委员会或任何其他监管机构，也未获得其批准。虽然 CFRA 在编制此分析内容时以应有的谨慎行事，但 CFRA、其第三方供应商及所有相关实体明确拒绝并否认所有明示或暗示的保证，包括但不限于在法律允许的范围内，对适销性或适用于特定目的或使用的保证，对此信息的准确性、完整性或有用性的保证，并对依赖此信息进行投资或其他目的的后果不承担责任。未经 CFRA 事先书面许可，CFRA 提供的任何内容（包括评级、与信用相关的分析和数据、估值、模型、软件或其他应用程序或其输出）或其任何部分均不得以任何形式、以任何方式进行修改、反向设计、复制或分发，或储存在数据库或检索系统内，不得将此等内容用于任何非法或未经授权的目的。CFRA 和任何第三方供应商及其董事、高级职员、股东、雇员或代理人均不保证此等内容的准确性、完整性、及时性或可用性。在任何情况下，CFRA、其关联公司或其第三方供应商均不对订阅者、订阅者的客户或其他人因使用 CFRA 内容所产生的任何直接、间接、特殊或相应损害、成本、费用、法律费用或损失（包括收益损失或利润损失和机会成本）承担责任。

市场滥用法规声明

渣打集团内各分行、附属公司及关联公司可根据当地监管要求在全球开展银行业务。意见可能包含直接“买入”、“卖出”、“持有”或其他意见。上述意见的投资期取决于当前市况，而且没有限定更新意见的次数。本意见并非独立于渣打集团本身的交易策略或部署。渣打集团及 / 或其关联公司或其各自人员、董事、员工福利计划或员工，包括参与拟备或发行本文件的人士，可于任何时候，在适用法律及 / 或法规许可的范围内，买卖本文件所述的任何证券或金融工具，或在任何该等证券或相关投资中有重大利益。因此，渣打集团可能且阁下应假设渣打银行在本文件所提述的一项或多项金融工具中有重大利益。请参阅渣打网站的监管披露部分，以了解更详细的披露，包括过去 12 个月的意见 / 建议、利益冲突及免责声明。相关策略师可能拥有本公司 / 发行人的债务或股票证券的财务权益。未经渣打集团明确的书面同意，本文件不得转发或以其他方式提供予任何其他人士。

可持续投资

任何使用或提及的 ESG 数据均由晨星、Sustainalytics、明晟或彭博提供。详情请参阅：1) 晨星网站的可持续投资部分；2) Sustainalytics 网站的 ESG 风险评级部分；3) 晨星网站的 ESG 业务参与筛选研究 (ESG Business Involvement Screening Research) 部分。ESG 数据以发表当日所提供的数据为基础，仅供参考，并不保证其完整、及时、准确或适合特定目的，并且可能会有更改。可持续投资：这是指晨星归类为“可持续投资”的基金。可持续投资基金在其发售章程和监管存盘中已明确表示，它们或将 ESG 因素纳入投资流程，或以环境、性别多元化、低碳、可再生能源、水务或社区发展为主题重点。就股票而言，它是指由 Sustainalytics ESG 风险评级为低 / 可忽略的公司所发行的股份 / 股额。就债券而言，它是指由 Sustainalytics ESG 风险评级为低 / 可忽略的发行人所发行的债务工具，及 / 或那些经核证的绿色、社会、可持续债券。就结构性产品而言，它是指具有可持续金融框架（符合渣打绿色与可持续产品框架）的发行人所发行的产品，其相关资产属于可持续投资领域的一部分或由渣打可持续金融管治委员会 (Sustainable Finance Governance Committee) 另行批准。

国家 / 市场独有的披露

博茨瓦纳：本文件由渣打银行博茨瓦纳有限公司在博茨瓦纳分发，并归属该单位。该公司是根据《银行法》第 46.04 章第 6 条获发牌的金融机构，并在博茨瓦纳股票交易所上市。**文莱：**本文件由渣打银行（文莱分行）（注册编号 RFC/61）及 Standard Chartered Securities (B) Sdn Bhd（注册编号 RC20001003）在文莱分发，并归属该等单位。渣打银行根据《1853 年皇家特许令》（参考编号 ZC18）在英格兰以有限责任形式注册成立。Standard Chartered Securities (B) Sdn Bhd 是向 Registry of Companies 注册的有限责任公司（注册编号 RC20001003），获文莱央行颁发牌照，成为资本市场服务牌照持有人，牌照号码为 BDCB/R/CMU/S3-CL，并获准透过伊斯兰窗口 (Islamic window) 进行伊斯兰投资业务。**中国内地：**本文件由渣打银行（中国）有限公司在中国分发，并归属该单位。该公司主要受国家金融监督管理总局、国家外汇管理局和中国人民银行监管。**香港：**在香港，本文件由渣打集团有限公司的附属公司渣打银行（香港）有限公司（“渣打香港”）分发，但对期货合约交易的建议或促成期货合约交易决定的任何部分除外。渣打香港的注册地址是香港中环德辅道中 4-4A 号渣打银行大厦 32 楼，受香港金融管理局监管，向证券及期货事务监察委员会（“证监会”）注册，并根据《证券及期货条例》（第 571 章）从事第 1 类（证券交易）、第 4 类（就证券提供意见）、第 6 类（就机构融资提供意见）和第 9 类（提供资产管理）受监管活动（中央编号：AJI614）。本文件的内容未经香港任何监管机构审核，阁下须就本文件所载任何要约谨慎行事。如阁下对本文件的任何内容有任何疑问，应获取独立专业意见。本文件载有的任何产品不可于任何时候、凭借任何文件在香港提出要约或出售，惟向《证券及期货条例》及根据该条例制订的任何规则所界定的“专业投资者”提出要约或出售除外。此外，无论在香港或其他地方，本文件均不得为发行之目的发行或管有，同时不得向任何人士出售任何权益，除非该名人士是在香港以外，或属于《证券及期货条例》及根据该条例制订的任何规则所界定的“专业投资者”，或该条例准许的其他人士。在香港，渣打私人银行乃渣打香港辖下私人银行部门，而渣打香港则是渣打集团有限公司 (Standard Chartered PLC) 的附属公司。**加纳：**渣打银行加纳有限公司 (Standard Chartered Bank Ghana Limited) 概不负责，亦不会承担阁下因使用这些文件而直接或间接产生的任何损失或损害（包括特殊、附带或相应的损失或损害）。过往表现并非未来绩效的指标，本行并无对未来表现作出任何陈述或保证。阁下应就某项投资是否适合自己向财务顾问征询意见，并在考虑有关因素后才承诺作出投资。如果阁下不欲收取更新信息，请电邮至 feedback.ghana@sc.com。请勿回复此电邮。阁下如有任何疑问或欲查询服务事宜，请致电 0302610750 联络我们的优先理财中心。阁下切勿把任何机密及 / 或重要资料电邮至渣打，渣打不会对任何透过电邮传递的资料的安全性或准确性作出陈述或保证。对于阁下因决定使用电邮与本行沟通而蒙受的任何损失或损害，渣打概不承担任何责任。**印度：**渣打以互惠基金分销商及任何其他第三方的金融产品推荐人的身份在印度分发本文件。渣打不会提供《印度证券交易委员会 2013 年（投资顾问）规则》或其他规则所界定的任何“投资建议”。渣打提供相关证券业务的服务 / 产品并非针对任何人士，即法律禁止未通过注册要求而在该司法管辖区招揽证券业务及 / 或禁止使用本文件所载任何资料的任何司法管辖区的居民。**印尼：**本文件由渣打银行（印尼分行）在印尼分发。该公司是获 Otoritas Jasa Keuangan (Financial Service Authority) 发牌、登记及监管的金融机构。**泽西岛：**在泽西岛，渣打私人银行是渣打银行泽西岛分行的注册商业名称。渣打银行泽西岛分行受泽西岛金融服务监察委员会 (Jersey Financial Services Commission) 监管。渣打银行的最新经审核账目可于其泽西岛主要营业地点索取：PO Box 80, 15 Castle Street, St Helier, Jersey JE4 8PT。渣打银行根据《1853 年皇家特许令》（参考编号 ZC18）在英格兰以有限责任形式注册成立，公司的主要办事处位于英格兰，地址为 1 Basinghall Avenue, London, EC2V 5DD。渣打银行获英国审慎监管局 (Prudential Regulation Authority) 认可，并受金融市场行为监管局 (Financial Conduct Authority) 和审慎监管局监管。渣打银行泽西岛分行亦是获南非共和国金融业行为监管局 (Financial Sector Conduct Authority of the Republic of South Africa) 发牌的认可金融服务提供商，牌照号码为 44946。泽西岛并非英国本土一部分，与渣打银行泽西岛分行及英国境外其他渣打集团实体进行的所有业务均不受英国法律下提供的部分或任何投资者保障及补偿计划的保障。**肯尼亚：**本文件由渣打银行肯尼亚有限公司分发，并归属该单位。投资产品和服务由渣打投资服务有限公司分发。渣打投资服务有限公司是资本市场管理局发牌作为基金管理人的渣打银行肯尼亚有限公司的全资附属公司。渣打银行肯尼亚有限公司由肯尼亚中央银行 (Central Bank of Kenya) 监管。**马来西亚：**本文件由马来西亚渣打银行在马来西亚分发。马来西亚的收件人应就本文件所引致或与本文件有关连的任何事宜联络马来西亚渣打银行。**尼日利亚：**本文件由渣打银行尼日利亚有限公司分发，此乃获尼日利亚央行妥为发牌及监管的银行。渣打对阁下因使用这些文件而直接或间接产生的任何损失或损害（包括特殊、附带或相应的损失或损害）概不负责。阁下应就某项投资是否适合自己向财务顾问征询意见，并在考虑有关因素后才承诺作出投资。如果阁下不欲收取更新信息，请电邮至 clientcare.ng@sc.com 要求从我们的电邮发送名单中移除。请勿回复此电邮。阁下如有任何疑问或欲查询服务事宜，请致电 01-2772514 联络我们的优先理财中心。对于阁下因决定将任何机密及 / 或重要资料电邮至渣打而蒙受的任何损失或损害，渣打概不承担任何责任，因渣打不会对任何透过电邮传递的资料的安全性

或准确性作出陈述或保证。**巴基斯坦：**本文件由渣打银行（巴基斯坦）有限公司在巴基斯坦分发，并归属于该单位，此公司的注册地址为 PO Box 5556, I.I Chundrigar Road Karachi，为依据《1962 年银行公司法》向巴基斯坦国家银行注册的银行公司，同时还获巴基斯坦证券交易委员会发牌为证券顾问。渣打银行（巴基斯坦）有限公司担任互惠基金的分销商及其他第三方金融产品的推荐人。**新加坡：**本文件由渣打银行（新加坡）有限公司（注册编号 201224747C/ GST Group Registration No. MR-8500053-0, “SCBSL”）在新加坡分发，并归属于该单位。新加坡的收件人应就本文件所引致或与本文件有关连的任何事宜联络渣打银行（新加坡）有限公司。渣打银行（新加坡）有限公司是渣打银行的间接全资附属公司，根据 1970 年《新加坡银行法》获发牌在新加坡经营银行业务。渣打私人银行是渣打银行（新加坡）有限公司的私人银行部门。有关本文件提及的任何证券或以证券为基础的衍生工具合约，本文件与本发行人文件应被视为资料备忘录（定义见 2001 年《证券及期货法》第 275 条）。本文件旨在分发给《证券及期货法》第 4A(1)(a)条所界定的认可投资者，或购买该等证券或以证券为基础的衍生工具合约的条件是只能以不低于 200,000 新加坡元（或等值外币）支付每宗交易。此外，就提及的任何证券或以证券为基础的衍生工具合约而言，本文件及发行人文件未曾根据《证券及期货法》于新加坡金融管理局注册为发售章程。因此，本文件及关于产品的要约或出售、认购或购买邀请的任何其他文件或材料均不得直接或间接传阅或分发，产品亦不得直接或间接向其他人士要约或出售，或成为认购或购买邀请的对象，惟不包括根据《证券及期货法》第 275(1)条的相关人士，或(ii)根据《证券及期货法》第 275(1A)条并符合《证券及期货法》第 275 条指明条件的任何人士，或根据《证券及期货法》的任何其他适用条文及符合当中指明条件的其他人士。就本文件所述的任何集体投资计划而言，本文件仅供一般参考，并非要约文件或发售章程（定义见《证券及期货法》）。本文件不是亦不拟是(i)要约或购买或出售任何资本市场产品的招揽要约；或(ii)任何资本市场产品的要约广告或拟作出的要约。**存款保险计划：**非银行存款人的新加坡元存款由新加坡存款保险公司投保，依据法律每位计划成员每位存款人的投保金额上限为 75,000 新加坡元。外币存款、双货币投资、结构性存款及其他投资产品均不予投保。此广告未经新加坡金融管理局审核。**台湾：**渣打集团实体或台湾渣打国际商业银行可能涉及此文件所提及的金融工具或其他相关的金融工具。此文件之作者可能已经与渣打或台湾渣打国际商业银行的其他员工、代理机构讨论过此文件所涉及的信息，作者及上述渣打或台湾渣打国际商业银行的员工可能已经针对涉及信息实行相关动作（包括针对此文件所提及的信息与渣打或台湾渣打国际商业银行为客户作沟通）。此文件所载的意见可能会改变，或者与渣打或台湾渣打国际商业银行的员工的意见不同。渣打或台湾渣打国际商业银行不会就上述意见的任何改变或不同发出任何通知。此文件可能涵盖渣打或台湾渣打国际商业银行欲寻求多次业务往来的公司，以及金融工具发行商。因此，投资者应了解此文件信息可能会因渣打或台湾渣打国际商业银行的利益冲突而反映特定目的。渣打或台湾渣打国际商业银行与其员工（包括已经与作者商讨过的有关员工）或客户可能对此文件所提及的产品或相关金融工具、或相关衍生工具金融商品有利益关系，亦可能透过不同的价格、不同的市场条件获得部分投资部位，亦有可能与其利益不同或是相反。潜在影响包括交易、投资、以代理机构行事等造市者相关活动，或就此文件提述的任何产品从事金融或顾问服务。**阿联酋：**迪拜国际金融中心—渣打银行根据《1853 年皇家特许令》（参考编号 ZC18）在英格兰以有限责任形式注册成立，公司的主要办事处位于英格兰，地址为 1 Basinghall Avenue, London, EC2V 5DD。渣打银行获英国审慎监管局（Prudential Regulation Authority）认可，并受金融市场行为监管局（Financial Conduct Authority）和审慎监管局监管。渣打银行迪拜国际金融中心分行为渣打银行的分支机构，办事处位于迪拜国际金融中心（地址为 Building 1, Gate Precinct, P.O. Box 999, Dubai, UAE），受迪拜金融服务管理局（Dubai Financial Services Authority）监管。本文件仅供迪拜金融服务管理局规则手册（DFSA Rulebook）所界定的专业客户使用，并不以该手册所界定的零售客户为对象。在迪拜国际金融中心，我们获授权仅可向符合专业客户及市场对手方资格的客户而非零售客户提供金融服务。阁下身为专业客户，不会获得零售客户享有的较高等度的保障及补偿权利。如果阁下行使归类为零售客户的权利，我们将未能向阁下提供金融服务与产品，原因是我们没有持有从事这些活动所需的牌照。就伊斯兰交易而言，我们在本行的 Shariah Supervisory Committee 的监督下行事。本行的 Shariah Supervisory Committee 的相关资料现已载于渣打银行网站的伊斯兰理财部分。就阿联酋居民而言，依据阿联酋证券与商品局 2008 年第 48/r 号关乎金融咨询与金融分析决议所述的涵义范围，渣打银行阿联酋分行没有在阿联酋或向阿联酋提供金融分析或咨询服务。**乌干达：**我们的投资产品与服务由获资本市场管理局发牌为投资顾问的渣打银行乌干达有限公司分发。**英国：**在英国，渣打银行获审慎监管局认可，并受金融市场行为监管局和审慎监管局监管。此文件已获得渣打银行批准，仅适用于根据英国《2000 年金融服务及市场法令》（经 2010 年和 2012 年修订）第 21 (2) (b)条的规定。渣打银行（以渣打私人银行之名营业）根据南非的《2002 年金融顾问及中介机构服务法》获认可为金融服务提供商（牌照号码 45747）。**越南：**本文件由渣打银行（越南）有限公司在越南分发，并归属于该单位。此公司主要受越南国家银行监管。越南的收件人如对本文件的内容有任何疑问，应联络渣打银行（越南）有限公司。**赞比亚：**本文件由渣打银行赞比亚有限公司分发，该公司在赞比亚注册成立，并根据赞比亚法律《银行与金融服务法》第 387 章向赞比亚银行注册为商业银行及获颁发牌照。