

# 中銀香港 2024年市場展望與投資策略

5月版





## 中銀香港 2024年市場展望與投資策略

5月版

### 報告摘要

- **宏觀：**今年以來，美國去通脹過程明顯受阻。3月CPI、核心CPI的季調後按月增速均為0.4%，連續第三個月超出市場預期，且年化數值遠超2%的政策目標。全球耐用品進入補庫週期，原油、銅為代表的大宗商品價格也開始上揚，鋁、鎳等工業金屬亦同時上行，都在給美國壓制通脹增添難度。面對矛盾信號，美聯儲內部關於貨幣政策如何調整的意見尚不統一，但市場定價在向“通脹反彈風險”靠攏，先於美聯儲上調了今年底的利率預期，市場甚至開始擔心今年再度加息的可能性。在多種結構性因素與週期性因素互相交織的影響下，利率路徑是遵循當前市場預期的小幅緩慢下降，還是遵循歷史經驗的大幅快速下降，抑或重啓上行之路，唯有時間可給出最終的答案。歐央行在四月的議息會議中一如市場預期連續第五次維持三大主要利率不變，但向市場發出更明確六月減息的信號。從利率期貨市場顯示，六月開展降息週期的概率由四月議息前的八成上升至議息後約九成，市場預期今年年內餘下的五次會議上將出現四次降息。短期內仍需要關注六月議息前所公佈的兩組通脹數據，倘若歐央行所關注的薪酬變化能帶動服務業通脹回落令通脹放緩態勢得以確認，歐央行將超前美聯儲於六月進入降息週期。通脹回落和降息預期升溫提升了英國經濟開年表現。英國2月經濟按月增長0.1%，符合市場預期，連續第二個月按月正增長。3月英國服務業PMI為53.1，連續5個月保持在50以上的擴張狀態。製造業PMI為50.3，高於2月的47.5，為2022年7月以來首次進入擴張區間。英國一季度經濟將有望實現正增長。但經濟復甦的持續性受到考驗，二季度降息仍有可能。一是消費信心減弱，二是中小企業融資受限，三是投資邊際走弱。瑞士央行打響發達經濟體降息的第一槍，歐洲央行6月降息概率上升，在歐洲主要央行降息信號的引導下，英倫銀行也可能在6月降息。中國一季度GDP按年增長5.3%，按月增長1.6%，超出市場預期，按月增速表現更為強勁。相對於一季度GDP的強勁，3月經濟數據總體偏弱。地產和CPI的弱勢顯示內需復甦仍有波折，而海外美元走強帶來的匯率壓力在一定程度上限制了中國政策空間。後續關注三方面問題：一是政府債發行的節奏和規模對中國經濟增長的支撐，二是PPI按年增速和工業企業利潤的修復情況，三是海外以美聯儲和日央行為代表的高利率環境對全球宏觀經濟預期的影響。
- **股市：**風險事件引發美股調整，儘管短期有所干擾，從歷史看美股將快速消化影響並回歸基本面。市場預期標普500盈利將連續3季度按年增長，儘管12個月遠期市盈率高於近10年均值，股票風險溢價仍處於歷史最低區域。零售、就業均超預期，一季度GDP增速預期也被調高，支持美股盈利增長預期。考慮到美股去年10月來的估值擴張透支降息預期，今年通脹高企，降息預期大幅降溫，對估值帶來壓制。歐股4月初創新高後有所回落，能源板塊受益原油上漲，推動英股表現強於法德股市。歐央行於4月議息會議明確發出降息預期，歐美貨幣政策可能將於二季度開始分野，這將導致歐元貶值，利好出口為主的歐洲大型企業。同時，降息將降低企業及消費者利息支出，通脹回落則提升購買力進而推動消費，提升企業盈利，均利好歐股中期表現。但也須關注歐股資金淨流出及一旦油價飆升通脹將捲土重來，進而降息預期出現降溫，導致歐股波動。中國內地PMI重回擴張區間，企業生產經營活動加快，穩經濟政策持續發力，下游消費逐步回暖，市場運行恢復向好，流動性合理充裕，預計中國A股或將穩健上行。中國內地一季度經濟增長超預期，為中國港股注入上漲動能，同時中國港股低估值和高股息對增量資金吸引力較強，配置價值提升。日央行結束負利率開啓17年來首次加息，卻難阻日圓繼續貶值。物價上漲既導致家庭開支持續收縮卻也為企業收入增長帶來曙光。考慮到日股估值及個股價格仍低，巴菲特可能進一步加注，日股投資價值仍高。美元走強及風險事件影響導致亞股下跌，市場消化影響後有望重回基本面。同時，亞洲部分國家推行經濟及股市刺激政策，將帶動中長期經濟及股市上漲。

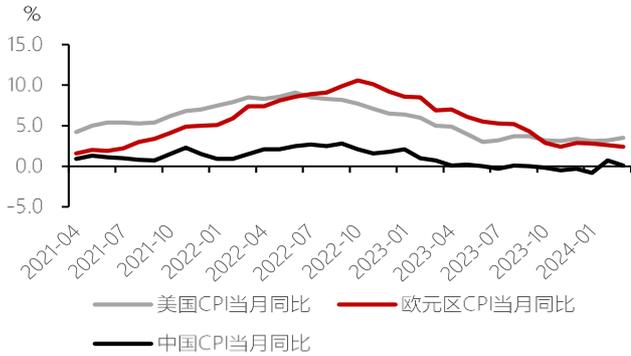


- **債市**：強勁的消費和勞動力市場進一步鞏固“通脹反彈風險”預期，美債收益率或有高位反覆，預計5月短期美國國債表現更佳。目前市場預測歐洲6月可能啟動降息，疊加歐債估值具有吸引力，尤其是主權歐債，可適當增加歐洲債券組合的存續期。中國5月債市的擾動因素或有所加大，但從基本面、資金面和供給面來看，行情急速反轉風險有限，較大機會維持區間震盪。中資美元債相對抗跌仍是值得關注、投資成功概率較高的重要品種。新興債券市場短期內仍面臨壓力，但投資機遇亦很明顯。
- **大宗商品**：短期來看，風險事件的任何轉變都可能削弱黃金的避險需求，同時近期強勁的美國經濟數據以及偏高的通脹推動降息預期越發鷹派，金價可能會失去近期的部分漲幅，需注意回調風險。展望2024年5月，原油受供應端推動，震盪上行。供應端持續發力，供應趨緊。OPEC+將減產延續至二季度，且履約執行力度相對較好，沙特發揮帶頭作用，俄羅斯產量控制預期向好。美國石油鑽機數下降，頁岩油產量增速放緩。需求端逐漸改善。二季度汽油季節性需求在上升，隨著主要經濟體製造業PMI數據的改善，為油價提供支撐。
- **外匯**：4月外匯市場表現為美元持續走強，非美貨幣走弱，主要原因在於3月公佈的美國就業數據持續向好，通脹數據也顯示美國有二次通脹的風險，使得市場對美聯儲首次降息時間的預期不斷推遲。展望5月，市場的焦點仍將放在主要經濟數據層面，投資者要時刻關注。具體幣種上看，美元：降息不斷推後支持美元走強，關注107阻力；歐元：歐央行提前美聯儲降息施壓歐元，歐元難有理想表現；英鎊：利差預期有所調整，謹防英鎊多頭調整風險；日圓：加息未能支撐日圓，短期或持續偏弱；加元：進入弱勢震盪格局；澳元：低位震盪，測試關鍵支撐；人民幣匯率方面：外部美元壓力較強，進出口對匯率提供支撐，政策呵護仍在，或繼續維持合理區間運行。



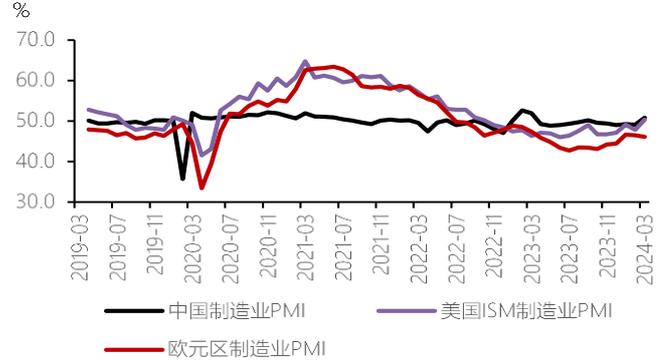
## 宏觀

圖表1：CPI當月（截至2024-3-31）按年



資料來源：Wind·中國銀行投資策略研究中心

圖表2：製造業PMI當月（截至2024-3-31）按年



資料來源：Wind·中國銀行投資策略研究中心

### 美國：敘事從“軟著陸”向“通脹反彈風險”切換

今年以來去通脹過程明顯受阻，3月CPI、核心CPI的季調後按月增速均為0.4%，連續第三個月超出市場預期，且年化數值遠超2%的政策目標。從分項看，因OPEC+減產及風險事件，原油拉動汽油價格攀升；美聯儲最為關注的去房租超級核心通脹按月從0.5%反彈至0.6%，近三個月年化增速高達8.2%，主要拉動項為運輸服務、汽車保險、醫療服務等。通脹預期也走高，5年CPI通脹互換從2.06%升至2.47%的近一年高位；3年和5年期紐約聯儲消費者通脹預期調查亦有升高，是去年秋季以來首次。全球耐用品進入補庫週期。摩根大通全球製造業PMI進入擴張區間創17個月新高，以原油、銅為代表的大宗商品價格也開始上揚，鋁、鎳等工業金屬亦同時上行，都在給美國壓制通脹增添難度。

就業方面整體數據亮麗，但暗藏隱憂。儘管3月非農就業人數增加30.3萬，連續4個月超預期，失業率維持3.8%的低位，但是增加的崗位多為低薪的兼職工作（許多是非法移民就業），集中在醫療（7.2萬）、政府（7.1萬人）、休閒和酒店（4.9萬人）等非週期性行業。反觀美國經濟的強項，科技、金融等高薪全職行業不是在裁員就是已經凍結招聘，所以就業市場並沒有整體數據看起來那麼強勁。

面對矛盾的信號，美聯儲內部關於貨幣政策如何調整的意見尚不統一，但市場定價在向“通脹反彈風險”靠攏，先於美聯儲上調了今年底的利率預期。芝商所（CME）的FedWatch顯示，美國利率期貨市場6月降息的隱含概率已降至20%，年內預期降息幅度則從年初的7次銳減至1次。有的人甚至開始擔心今年再度加息的可能性，美國前財政部部長勞倫斯·薩默斯表示下一次利率變動上調的可能性在15%到25%之間。

的確，要對利率的意外走勢做好準備。支持美元利率保持高位的論點：逆全球化及風險事件導致通脹中樞上移，人工智能的應用使經濟增速結構性提升，財政刺激停不下來，移民湧入美國提振就業和內在經濟增速。支持美元利率走低的論點：政府債務負擔不可持續，M2貨幣供給停滯，商業地產、銀行資產負債表等金融風險未消失。在多種結構性因素與週期性因素互相交織的影響下，利率路徑是遵循當前市場預期的小幅緩慢下降，還是遵循歷史經驗的大幅快速下降，抑或重啟上行之路，唯有時間可給出最終的答案。

### 歐洲：歐央行發出更明確的降息信號，六月降息有望實現

歐央行在四月的議息會議中一如市場預期連續第五次維持三大主要利率不變，但當中向市場發出更明確六月減息的信號。議息聲明表示，大多數潛在通脹指標正在放緩，若未來通脹前景、潛在通脹動態和貨幣政策傳導力度能進一步增強通脹邁向2%目標的信心，將適當降低當前貨幣政策水平的政策限制。同時行長拉加德亦表示不會等到通脹每一項目回到2%才作出決定，利率變動方向明確。市場亦逐漸反映歐洲央行的降息預期，從利率期貨市場顯示，六月開展降息週期的概率由四月議息前的八成上升至議息後約九成。與此同時，年底隔夜存款利率預期亦下降至約3%水平，預期整體減幅達1%，若在每次減息0.25%的基礎上，市場預期今年年內餘下的五次會議上將出現四次降息。

然而市場對歐央行預期仍需數據的配合，觀察歐元區3月通脹數據持續放緩，受能源價格下滑1.8%所帶動，消費者物價指數按年升幅由2.6%放緩至2.4%，同期核心CPI亦由3.1%放緩至2.9%，整體通脹放緩狀況持續為歐央行提供了降息的理據。但同時，服務業通脹連續五個月保持於4%的水平，國際油價仍有上漲風險，所以短期內仍需要關注六月議息前所公佈的兩組通脹數據，倘若歐央行所關注的薪酬變化能帶動服務業通脹回落令通脹放緩態勢得以確認，歐央行將超前美聯儲於六月進入降息週期。



## 英國：一季度經濟有望迎來增長，英國仍可能在上半年降息

通脹回落和降息預期升溫提升了英國經濟開年表現。英國2月經濟按月增長0.1%，符合市場預期，連續第二個月按月正增長。製造業產出按月增長1.1%，汽車行業增長較為顯著。服務業產出按月僅增長0.1%，運輸與倉儲業得到改善。受惡劣天氣影響，建築業產出按月下降1.9%。與此同時，英國將1月經濟按月增速上修0.1個百分點至0.3%。3月英國服務業PMI為53.1，連續5個月保持在50以上的擴張狀態。製造業PMI為50.3，高於2月的47.5，為2022年7月以來首次進入擴張區間。建築業PMI由2月的49.7升至3月的50.2。英國第一季度經濟將有望實現正增長。

英國經濟復甦的持續性受到考驗，第二季度降息仍有可能。經濟復甦之下也有裂縫。一是消費信心減弱。2月信貸數據顯示，居民信用卡借款由1月的18億英鎊下降至2月的14億英鎊，家庭存款進一步增加，表明利率下降並未有效刺激家庭消費。此外，GfK信心指數維持在負值區間。二是中小企業融資受限。中小企業銀行貸款增速下降，貸款成本走高，與大型企業形成分化。三是投資邊際走弱。Halifax房價指數按年增速由2月的1.6%放緩至3月的0.3%。因此英國經濟低速增長。瑞士央行打響發達經濟體降息的第一槍，歐洲央行6月降息概率上升，在歐洲主要央行降息信號的引導下，英倫銀行也可能在6月降息。

## 中國：一季度GDP超預期

中國一季度GDP按年增長5.3%，按月增長1.6%，按月增速表現更為強勁。但一季度GDP名義增速僅4.2%，依然處於偏低水平。3月工業增加值按年增長4.5%（前值7%），季調按月下降0.08%，上一次工業增加值按月增速為負還是2022年11月。3月社會消費品零售總額按年增長3.1%（前值5.5%），不過，考慮到社零中僅包含餐飲服務，其更多代表的是商品消費，而近年來服務消費增長更快。一季度居民消費支出按年增長8.3%，以2019年同期為基數的複合增長率為4.2%，消費仍在溫和修復中。1至3月固定資產投資按年增長4.5%（前值4.2%），其中製造業投資按年增長9.9%（前值9.4%），基建投資按年增長8.8%（前值9.0%），房地產開發投資按年下降9.5%（前值下降9.0%）。製造業投資維持強勁，在大規模設備更新政策支持下，預計製造業投資全年都將維持偏強格局；而房地產開工、銷售等數據目前弱勢不變，預計將繼續拖累投資整體增速。

3月美元計價的出口按年下降7.5%（前值增長7.1%），進口按年下降1.9%（前值增長3.5%）。出口增速的回落一定程度上和基數有關。我們維持此前2024年出口將恢復常態增長的判斷。3月CPI按年上漲0.1%（前值0.7%），3月核心CPI按年上漲0.6%（前值1.2%）。核心CPI漲幅回落，顯示消費的修復依然一波三折。我們維持後續CPI將維持溫和回升的判斷不變。3月PPI按年下降2.8%，按月下降0.1%，預計PPI的按年轉正要等到2024年三季度。

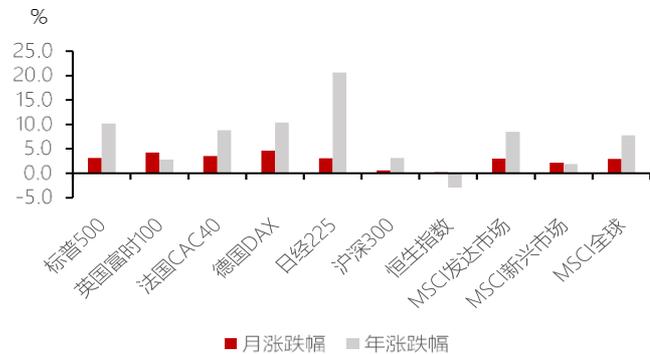
3月社會融資規模增量為48675億元，按年少增5192億元，3月社融存量按年增長8.7%，較上月下降0.3個百分點。高基數和政府債券發行較緩是社融按年增速下降的主要原因。3月新增貸款30900億元；其中居民貸新增9406億元，按年少增3041億元；企業貸新增23400億元，按年多增3600億元。信貸增量整體延續一季度平滑特徵，整體來看仍然呈現企業貸不弱、居民貸不強的狀況。3月M2按年增長8.3%，M1按年增長1.1%，M1增速依然處於歷史低位。

相對於一季度GDP的強勁，3月經濟數據總體偏弱。地產和CPI的弱勢顯示內需復甦仍有波折，而海外美元走強帶來的匯率壓力在一定程度上限制了中國政策空間。後續關注三方面問題：一是政府債發行的節奏和規模對中國經濟增長的支撐，二是PPI按年增速和工業企業利潤的修復情況，三是海外以美聯儲和日央行為代表的高利率環境對全球宏觀經濟預期的影響。



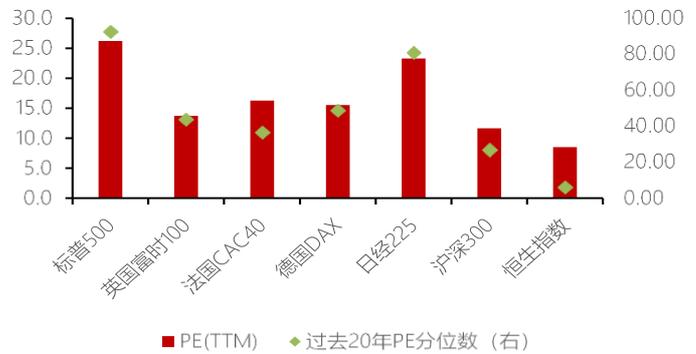
## 股市

圖表3：股票指數漲跌幅（截至2024-3-31）



資料來源：Wind，中國銀行投資策略研究中心

圖表4：股票指數估值水平（截至2024-3-31）



資料來源：Wind，中國銀行投資策略研究中心

### 美國：風險事件升級和美債收益率走高引發修正

近期風險事件升級引發了美股久違的回調。市場擔心風險事件可能引發更大範圍的衝突，造成油價暴漲，通脹飆升，增加經濟衰退風險，雖然目前來看這種可能性不大，畢竟對雙方都沒有好處而且大國也在勸說雙方保持克制。誠然，風險事件短期內會對美股市場形成一定干擾，但從歷史經驗看，美股市場通常能快速消化影響並收復失地，將關注點重新聚焦於公司盈利和經濟基本面。

盈利方面，市場預期標普500指數一季度EPS按年增長3.4%，如果實現將是盈利連續第三個季度按年增長。目前標普500指數的12個月遠期市盈率為20.6，高於近5年平均水平的19.1，也高於近10年平均水平的17.8。在無風險利率處於20年高位的背景下，股票風險溢價處於歷史最低水平區間。

宏觀經濟方面頗具韌性，失業率維持低位。美國3月零售銷售按月增長0.7%，遠超預期的0.4%，2月的數據也被上修0.3個百分點至0.9%。亞特蘭大聯儲GDPNow模型上修美國一季度實際GDP年化季按月預測增長率至2.8%，進一步高於長期趨勢水平，可以支撐美股盈利增長預期。不過，美股自去年10月以來的估值擴張已經透支了降息預期，而今年以來通脹率再度高企，導致降息預期銳減，市場開始擔憂不降息甚至重啟加息的風險，長期美債收益率也自然不斷走高，對美股估值形成壓制，不排除重演去年秋季的行情。

### 歐洲：市場流動性有望上升，預期將支持市場表現

歐元區通脹逐步回落加上全球經濟溫和增長的樂觀情緒下，歐洲Stoxx600指數再於4月初創出515點歷史新高及後有所回落並守在50天線以上。受益布蘭特期油急升並上升至5個月以來高位，支持歐洲能源板塊的表現，歐洲Stoxx600能源指數在4月首兩星期已上升超過6%，同時亦推動了英國富時指數上升表現更優於德國及法國兩大指數。

歐央行在4月議息會議中向市場更明確發出6月首次降息的信號，預期對歐股有兩個層面的影響，第一：由於市場正延遲美聯儲降息時點，情況正與歐央行相反，預期令歐元處於較低水平，加上全球經濟增長溫和，預期將支持以出口為主的歐洲大型企業。第二：當歐央行利率下降，預期將降低企業及消費者的利息成本。同時，通脹回落導致實質可支配收入有望上升，亦會推動消費，支持企業盈利。儘管歐央行最快於6月才有望減息，但隨著近日歐元區的經濟數據有所改善，加上通脹正朝向目標水平邁進及市場流動性有所上升的預期，預期將支持市場氣氛，利好歐股中線表現。然而兩項潛在風險將限制歐股表現，一為資金流向，截至4月10日那週，自年初至今，歐股繼續錄得資金淨流出，在這種情況未有改變時亦會對歐股上升動力有所限制。二為國際油價走勢，若油價急速上升而重燃歐央行對通脹的憂慮，一旦降息預期改變，或會為歐股帶來波動。



## 中國：A股市場或穩健上行，中國港股配置性價比有所增強

4月中國A股震盪企穩，3月中下旬小幅回調，次月反彈後震盪收窄。創業板指3月末跌幅加劇，次月短暫盤整後繼續下跌。行業方面多數板塊下跌，其中有色、公用事業和銀行板塊領跑市場，計算機、房地產和傳媒板塊跌幅居前。

展望5月，中國A股市場或穩健上行。宏觀層面，3月PMI上升至50.8%，企業生產經營活動加快，中國內地經濟景氣水平持續回升；市場層面，大宗商品指數按月小幅上升0.6%，穩經濟政策持續發力，下游消費逐步回暖，市場運行呈現恢復向好態勢；流動性層面，3月新增信貸、社融按月繼續回落，各分項新增規模均高於2月份，符合假期因素退去和季末信貸發力的季節性規律；風險層面，美聯儲年內降息安排、風險事件與中國內地穩經濟政策成效等都將對中國A股下月行情產生影響。

3月全球股市普漲，中國港股整體有所回落。行業表現方面，3月恒生綜合行業指數表現分化，其中原材料業、信息科技業、能源業表現出色；醫療保健業、綜合業、地產建築業跌幅居前。進入4月，中國港股延續震盪調整。

展望後市，中國港股配置性價比有所增強。一方面，中國內地一季度經濟數據表現超市場預期，國民經濟實現良好開局，經濟復甦進程延續，為中國港股市場注入上漲動能；另一方面，雖然近期美聯儲降息預期有所降溫，但中國港股的低估值和高股息對增量資金而言仍有較強吸引力，或將為中國港股提供底部企穩的資金面支撐。風險因素方面，當前國際局勢錯綜複雜，風險事件明顯，或影響中國港股市場整體走勢表現。

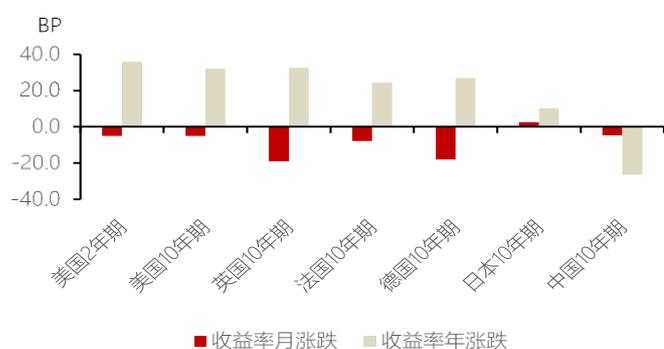
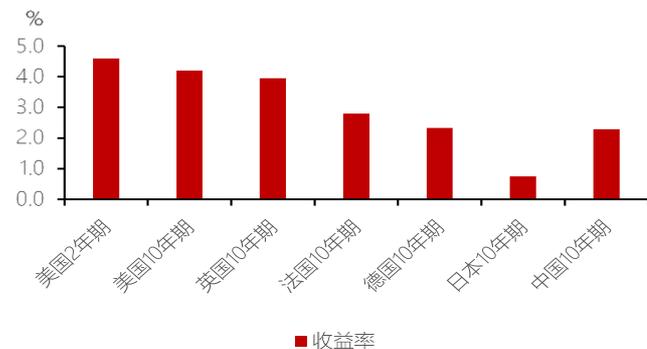
## 亞洲其他：日股高位調整仍具性價比，亞洲經濟基本面未變

日經225指數4月上半月受美聯儲加息預期消退、風險事件等影響震盪回落。日本央行終於在3月的貨幣政策會議上結束負利率政策，並停止買入ETF和REITS，但17年來首次加息卻無法阻止日圓的繼續貶值。即使官員們輪番警告必要時將採取措施支撐日圓，市場卻認為考慮到會引發對債務可持續性的擔憂，日央行不可能大幅加息，甚至有機構預期日圓將繼續貶值10%，令美元兌日圓上升至170水平。另一方面，最初由日圓貶值和風險事件導致大宗商品價格上漲引發的物價上漲，持續時間比很多人預期的更為持久，4月日本再次出現漲價潮，單是食品漲價品種即達2,806種以上，這也導致日本家庭消費支出連續12個月減少。隨著日本成為通貨膨脹正常的國家，日企將進入即使成本上升但收入也會增加的階段，仍有近三分之一的日經成分股交易價格低於賬面價值，遠高於標普500與歐洲Stoxx600指數，另外日經225指數的估值也處於中等水平。加上伯克希爾·哈撒韋公司正式申請發行日圓優先票據，引發市場對於巴菲特可能進一步增加日股投資的猜測。日股投資價值仍高。

誠如上月報提及亞洲股市在4月或出現波動，執筆時，MSCI亞洲（日本除外）指數突破3月的高位後有所回落並下跌至50天線約646點，大部分亞洲股市錄得不同程度下跌，但MSCI印度指數錄得約1.5%升幅。美元走強成為亞股下跌的其中一個原因，然而美元強勢是基於風險事件及美國經濟增長存在韌性導致降息延後所引致，所以隨著市場氣氛有所改善，相信投資者目光將重投於全球經濟溫和增長帶動亞洲出口以及企業盈利調升等基本面上。同時，亞洲部分國家推行刺激經濟及股市的政策仍然是亞股中線的推動力，例如：印度政府針對人工智能專案批准了12.5億美元的投資，有望支持當地人工智能發展推動經濟。另外，韓國政府承諾於2027年底前在人工智能和半導體領域投資超過70億美元等，可見亞洲地區亦致力發展人工智能範疇，預期這將支持相關產業發展並支持中長線經濟增長。

## 債市

圖表5、6：國債收益率（截至2024-3-31）



資料來源：Wind · 中國銀行投資策略研究中心

資料來源：Wind · 中國銀行投資策略研究中心



## 發達市場：降息預期收斂短債更佳；歐洲主權債券更具優勢

美債：近期美國國債多個期限收益率創下年內新高，美國10年期債息升穿4.6%，回到去年11月初的水平。主要因為美國“通脹反彈風險”風險持續發酵，美國3月通脹全面升溫，CPI按年增加3.5%，核心CPI增加3.8%，按月漲幅均為0.4%，顯示內生性通脹黏性較強，若持續保持按月增長，美國“二次通脹”將成為現實。美聯儲3月議息會議記錄顯示，美國通脹不足以支持推出降息舉措，市場對於美聯儲的降息預期加速下調。美國3月零售銷售數據亦超預期，強勁的消費和勞動力市場進一步鞏固“通脹反彈風險”預期。執筆時，據彭博利率期貨顯示，市場對今年降息幅度預期已跌至不足2次（以25基點計算），為美聯儲3月利率點陣圖預測的一半。下一輪公佈的美聯儲議息會議不會更新利率點陣圖，但可以預見會後聲明及主席鮑威爾言論將會備受市場關注，若通脹維持強韌，美聯儲態度或將更加鷹派。需要注意的是，3月會議記錄亦提及委員們普遍支持削減一半縮表規模，顯示美聯儲整體仍趨向寬鬆方向，加上核心通脹分項中的住房成本延續放緩趨勢，通脹仍有望在期中回落，年內啟動降息仍是大方向，美債利率在當前水位向上空間逐漸受限。在債息高位反覆的情況下，預計5月短期債券表現或更佳。

歐債：歐央行4月議息會議結果維持利率不變，符合預期。然而，會後聲明顯示，如果通脹繼續邁向2%的目標，降低目前貨幣政策的限制性水平將是合適的做法，這暗示著6月可能啟動降息。根據目前的隔夜指數掉期利率，市場預計歐央行在6月降息的概率超過90%。執筆時，德國2年期和10年期債息分別約為2.85%和2.36%，較年初的最低點2.36%和1.97%上升了近21.5%和19.6%。預計在歐央行降息的情況下，歐洲債券的收益率將逐步下降，帶來投資機會。彭博巴克萊泛歐洲綜合主權債券和彭博巴克萊泛歐洲投資級別企業債券的最低收益率分別處於過去10年的平均值約兩個標準偏差，估值具有吸引力。歐洲經濟前景仍然面臨不確定性，由於能對沖衰退風險，主權債相對於投資級別債券更具吸引力。因此，在短期內，主權債可能具有優勢，可適當增加債券組合的存續期，以捕捉歐洲債券的投資機遇。

## 新興市場：中國債市維持區間震盪，美元債相對抗跌，新興市場債券調整提供投資機會

中國債券市場：中國債券市場：4月以來，債市運行整體穩定，10年期國債收益率在2.3%下方位置盤整，短端受大體量理財資金進場驅動行情快速演繹，存單、短端信用債等收益率延續下行。短期看，5月債市的擾動因素或有所加大，但行情急速反轉風險有限，較大機會維持區間震盪。從基本面來看，一季度GDP按年增長5.3%，高於市場預測值，也高於2023年全年5.2%的增速表現，但主要來自工業貢獻，3月經濟按年數據普遍不及預期，部分數據指向與GDP背離，如社會消費品零售總額、房地產投資等，顯示出當下內需恢復仍然疲弱。後續需密切關注4月經濟數據對經濟修復的驗證。從資金面來看，4月央行縮量平價續作MLF，並無過多投放資金意圖，且近期人民幣匯率承壓是貨幣政策進一步寬鬆的外部掣肘。不過近期部分中小銀行宣佈進一步下調存款利率，負債成本下行的進程可能尚未結束，資金面平衡偏松仍是當下常態。從債券供給來看，供給壓力可能逐步釋放。需要關注二季度政府債放量及寬信用政策加碼對穩增長的拉動作用，尤其是超長期特別國債及地方專項債供給放量。長端品種短期將進入特別國債落地的窗口觀察期，市場預期特別國債的發行可能在5月或6月開啓，短期債市供給壓力增加可能對債市有一定壓制。在市場條件明朗之前，警惕超長端調整風險。綜上，5月債市將延續震盪行情，收益率上下空間不大。

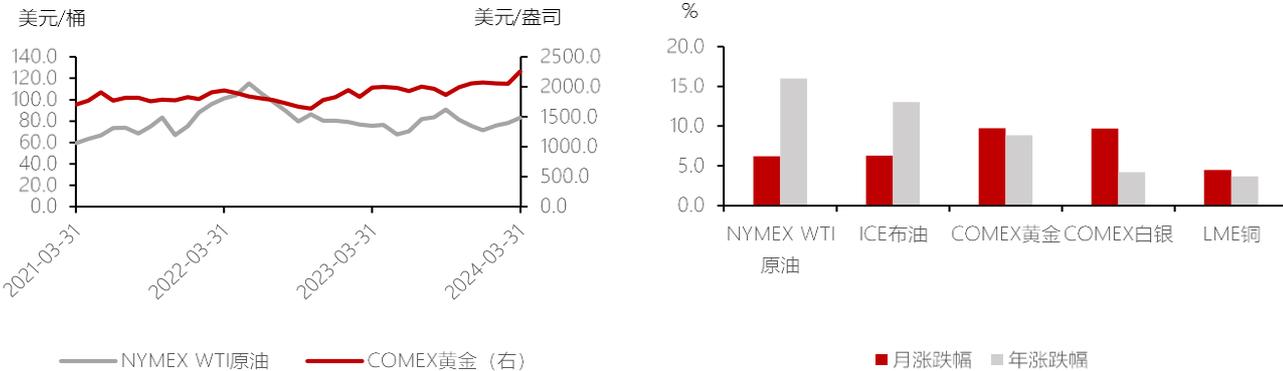
中資美元債市場：隨著市場對美聯儲降息預期的重新評估，近期美債普遍遭遇下跌，中資美元債今年以來的漲幅亦有所回吐，但下跌幅度有限，表現出相對較強的抗跌性。尤其是高收益和房地產相關的美元債受益於境內城市房地產融資協調機制不斷落地見效，利好中國地產板塊，令中資美元地產債逆勢表現，部分房地產美元債的漲幅甚至超過200%。此外，雖然城投美元債的收益率已經壓縮近100基點，但與境內債券相比，中資美元債的利差依然明顯，顯示出潛在的盈利機會。

環球新興債券市場：新興債券市場調整時提供了投資機遇。隨著市場對美聯儲降息預期進一步降溫，美元年初至今已上升約4.6%，創下年內高位，給新興債券市場帶來壓力。年初至今，新興市場錄得約76億美元的資金淨流出。彭博巴克萊新興市場投資級別債券總回報指數年初至今亦下跌約1.84%。然而，該指數的最低收益率目前約為5.72%，遠高於10年平均水平的3.9%，顯示目前具有投資吸引力。儘管美聯儲降息時點尚未確定，新興債券市場短期內仍面臨壓力，但美聯儲年內降息的大方向沒有改變，這為新興債券市場調整時提供了投資機遇。



## 大宗商品

圖表7、8：大宗商品價格（截至2024-3-31）



資料來源：Wind·中國銀行投資策略研究中心

資料來源：Wind·中國銀行投資策略研究中心

### 黃金：中長期仍有上漲動力，短期回調風險加大

4月以來，黃金價格屢破新高，月初風險事件提振避險需求，且美聯儲關於年內降息三次的言論也給予支撐，其間美國職位空缺和工廠訂單數據好，給金價帶來短暫壓力，但隨後追逐勢頭的投機者正加入散戶和各國央行對黃金的基礎買盤，空頭回補。

展望5月，金價走勢將受到多方面因素的影響，包括全球經濟狀況、貨幣政策走向以及風險事件。需要觀望黃金定價的三個重要邏輯：短期看全球局勢是否緩解（避險屬性），美國降息預期是否提升（貨幣屬性）；長期看黃金購買需求是否放緩（商品屬性）。

一是目前金價包含了風險事件和局部地區動盪以及世界經濟增長前景的不確定性帶來的溢價。目前風險事件仍在演繹，需要重新評估短期內的形勢，判斷風險事件是否升級，如果風險事件未有後續升溫，金價可能迎來修正。

二是美國通脹黏性減弱未被證偽，美國經濟面臨的“高通脹、高利率、高赤字”的三高情況將進一步延續，美聯儲維持高利率使得美國政府支付債務利息不斷增加，全球金融脆弱性高於以往。需要密切關注美聯儲動向，市場對美聯儲年底前三次降息的預期已經降低，尤其是6月降息的可能性幾乎被排除，但是降息前的諸多經濟數據的發佈都會影響市場對降息的預期並導致金價出現窄幅震盪。

三是從商品屬性上來說，黃金價格敏感性更多來自需求，2022年以來央行購金與亞洲個人投資者的需求支撐金價。鑒於風險事件等不確定性加大、疊加貨幣超發的大背景，多國央行為對沖美元未來可能的幣值不穩定，優化外匯儲備的結構，增加了對黃金的需求，所以央行購買黃金可能還是大趨勢。此外，隨著黃金ETF拋售放緩，可能轉向買盤，ETF持倉有望成為金價上漲新動力。截至3月，全球黃金ETF連續十個月持倉量延續淨流出態勢，但亞洲地區連續第13個月淨流入。除歐洲外，所有地區在3月份都出現了淨流入，北美的持倉量在2024年首次轉為淨流入。

短期來看，風險事件的任何轉變都可能削弱黃金的避險需求，同時近期強勁的美國經濟數據以及偏高的通脹推動降息預期越發鷹派，金價可能會失去近期的部分漲幅，需注意回調風險，逢低買入。

### 原油：供應端推動，油價震盪上行

回顧2024年4月，美油已連續上漲4個月，並突破80美元/桶重要點位，逐步走強，震盪重心持續上移。美國3月起預期的非農數據公佈和強勁的PPI數據，使得美聯儲6月降息的概率降低，市場預測的降息日期將繼續推遲，年內降息次數也將減少，但油價並未受太大影響。受風險事件影響，油價一路走高。

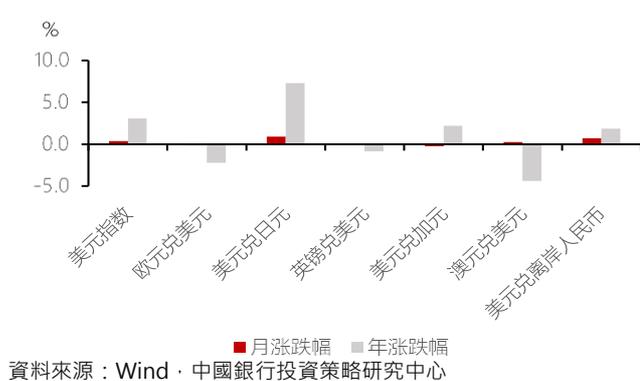
展望2024年5月，油價有望震盪上行。供給端，OPEC+自去年4月以來，一直通過控制產量來對價格形成支撐。但由於當時歐美銀行業危機，宏觀壓制需求，供給端發力不足。但隨著OPEC+逐步落實減產量，推動油價逐步提升。從當前執行上來看，沙特仍舊是減產的核心力量，自2023年7月以來產量維持在900萬桶/日附近。沙特還是願意犧牲產量獲得更有利的油價，因此會堅持在產量控制方面做好表率。同時，俄羅斯政府下令各公司在二季度減少石油產量，以兌現俄羅斯對OPEC+的承諾。美國高利率水平將繼續提升頁岩油企業生產成本，並進一步抑制企業上游投資活動，進而壓制美國原油產出，2024年增幅預計不足50萬桶/日，較去年預計下降一半。需求端，全球二季度的經濟活動表現，特別是主要經濟體的製造業PMI表現將對油價的漲幅起到關鍵作用。3月公佈的宏觀數據顯示，美國ISM製造業PMI在經過1年半的低迷之後首次上漲到50榮枯線以上，而中國製造業PMI也在經過半年的低迷之後站到了50以上，這兩大消費國PMI的表現，對需求端提振明顯。



總體來看，OPEC+和俄羅斯持續減產，都將使得今年石油市場面臨供應短缺，有望推動油價持續上漲。同時，隨著風險事件加劇，全球的地緣斷供風險目前看是更嚴重的，都將使得油價振幅加大。

## 外匯

圖表9、10：外匯價格（截至2024-3-31）



### 美元：降息不斷推後支持美元走強，關注107阻力

自4月開始至執筆時，美元反覆走強，主要是由於降息預期愈來愈遠所影響，美元指數在4月曾經觸及103.88低位，及後隨著經濟及通脹數據存在韌性令市場對降息時點又再延後，加上風險事件令美元指數突破106水平，創5個月以來新高。根據利率期貨，現時市場對6月及7月減息機會的預期已下跌至25%及60%以下，同時預期全年的減幅只有約0.5%，比3月時美聯儲公佈的利率點陣圖預測的0.75%小，意味著市場對於美聯儲今年減息3次（以每次25基點計算）已經沒有100%的信心。在經濟層面上，美國3月非農新增職位達到30.3萬，創下近一年來最高並超出預期，加上最新公佈的核心消費者物價指數（CPI）升幅連續第三個月高於預期，數據顯示美國經濟存在韌性，延後降息也屬市場合理的預期。在利率維持於高位的預期及風險事件未有緩和的背景，相信大方向會繼續支持美元處於偏高水平，預期去年11月初高位107為下一個阻力位。現時距離6月美聯儲議息會議還有兩組CPI數據，通脹數據的變化仍會影響降息的預期，但當市場對減息延後預期消化後或會令美元稍為回落，從而支持其他外幣在低位有所反彈。

### 歐元：歐央行提前美聯儲降息施壓歐元

經過4月歐央行的議息會議，市場對於歐美兩地的降息步伐存在不同的預期。歐央行在會議上為市場發出6月首次降息更明確的信號，會後聲明表示若未來通脹持續邁向2%目標，將適當降低當前貨幣政策限制水平。同時，行長拉加德更表示，不會等到每一項通脹指標回到2%才作出決定，相信6月將獲得更多決定利率走向的數據，亦不會依靠美聯儲的政策路徑。現時利率期貨對6月減息的概率已上升至近九成，可見歐央行對通脹「最後一公里」目標在望。由於美國通脹依然反覆，市場正延遲美聯儲減息時點，歐美貨幣政策的差異形成了歐元短期偏弱的基礎，執筆時歐元兌美元已下跌至1.07以下，並重返去年11月的位置，若歐元區經濟未有特別改善而支持歐元的基本面，預期歐元反彈的機會便要依靠美元回軟。

### 英鎊：利差預期有所調整

年初以來，英鎊走勢一定程度上與美元走勢保持同步，收益率同樣較高，且迄今為止受益於鴿派程度相對較低的英倫銀行貨幣政策。英鎊走強主要由於英鎊利率接近美元政策利率，且即使在英倫銀行保持貨幣政策不變的情形下，仍能維持其政策指引偏向鷹派風險偏好立場。然而，此種觀點已與近期數據和3月份英倫銀行會議政策信號相左。由於英鎊多頭倉位已似強弩之末，潛在的下行調整趨勢可能會進一步延續。據3月份英倫銀行會議透露，此前政策會議的兩名鷹派反對人士已放棄了呼籲加息的立場。唯一投反對票的委員是針對立即進行降息的觀點。國際貨幣市場（IMM）近期數據顯示，英鎊非商業淨多頭倉位已達到全球金融危機以來的最高水平。這表明，任何定價錯誤均可能導致大量淨多頭倉位面臨回調風險。



## 日圓：加息未能支撐日圓，短期或持續偏弱

儘管日本央行加息，日圓貶值的趨勢仍然沒有逆轉，美元兌日圓上漲至154上方，為1990年以來最低，突破前期高點後從技術面上來看，美元兌日圓有進一步上漲的空間。消息面上，消息人士稱，日本央行在制定政策時將轉向更加自由裁量的方式，而不再那麼強調通脹。繼3月份做出結束激進刺激計劃的歷史性決定後，日本央行正在規劃其貨幣政策路徑。三位知情消息人士表示，雖然日本央行預計通脹率一直到2027年初將保持在2%的目標附近，但僅憑這一預測並不能作為近期加息的有力暗示。

## 商品貨幣

### 加元：進入弱勢震盪格局

加拿大央行宣佈，將基準利率保持在5%的水平不變，並暗示在6月份利率決策會議上採取降息措施。就核心通脹而言，加拿大2月通脹率已經放緩至2.8%，其他潛在價格壓力指標也顯示出緩和迹象，核心通脹變緩為加央行利率決策提供依據。於此同時，加央行下調了對今年通脹率的預期，回歸年底2%的目標水平，貨幣政策預期的轉向，對加元均值的回歸提供依據。油價方面，風險事件仍存在極大的不確定性，緊張情緒繼續對油市形成支撐，油價繼續高位盤整，一定程度支撐加元。總體來看，加元在政策面利淡的背景下面具備一定潛在支撐，預計後市維持弱勢震盪格局。

### 澳元：低位震盪，測試關鍵支撐

在美元繼續走強的壓迫環境下，澳元節節敗退。根據澳儲行3月會議紀要，暗示貨幣政策將進一步轉向中性立場，市場同步開始預估澳聯儲首次降息將推遲時間。在美澳息差有望不被拉大的預期下，澳元兌美元穩住了下跌的脚步。總體來看，澳元兌美元雖然大跌，但整體上還是處在此前寬幅橫盤震盪區間內，目前匯價受阻於移動均線阻力位0.65保力加通道中軌線之下，走勢偏弱。後市預計澳元將於低位震盪，測試前期低點0.62一線支撐。

### 人民幣：維持合理區間運行，觀察央行政策態度

截至4月12日，CFETS美元兌人民幣匯率收於7.2232，較2月繼續小幅貶值，CFETS人民幣匯率指數100.05，較上月小幅上行。從4月前2週的外匯市場表現看，人民幣匯率呈現兌美元貶值，兌非美升值。我們在近期的幾次月報中提示，由於美國通脹再起，就業韌性持續，使得市場對於美聯儲年內降息預期的次數不斷下調，降息時間點不斷延後，而非美國數據總體偏弱，美元指數在4月一度上漲至106上方。短期看，人民幣面臨的外部壓力主要在美元端，兌非美貨幣總體壓力不大。內部層面，最新公佈的3月經濟數據整體未有超預期的表現，雖然3月出口數據按年下降-7.5%（美元口徑），但刨除掉高基數的影響後，3月出口表現不弱，兩年複合按年增長1.2%，高於1-2月的-0.9%，按月增速為27%。此外，中國央行在4月以來在貨幣政策上沒有再度寬鬆，一定程度上也是對於美元強勢的防禦，政策呵護匯率仍在延續。總體來看，人民幣匯率短期仍處於利好利淡因素交織期，美元兌人民幣7.3是關鍵位，如果美元指數持續強勢，觀察央行的政策態度。



## 大類資產配置

圖表 11：2024年大類資產配置一覽

股票	低配程度		標準配置		超配程度	
	看淡	保守	標配	推薦	積極推薦	
美國 ( 標普 500 )		●	●			
歐洲 ( DAX · CAC )		●				
英國 ( 富時100 )		●				
日本(日經225)				●		
中國A股 ( 滬深300 )				●		
中國港股 ( 恒生指數 )				●		
債券	看淡	保守	標配	推薦	積極推薦	
美國國債				●		
中資美元債				●		
中國：貨幣市場			●			
中國：利率債			●			
中國：信用債			●			
中國：可轉債			●			
貴金屬	看淡	保守	標配	推薦	積極推薦	
黃金				●		
白銀				●		
原油		● →	●			
銅		● →	●			
鋁			●			
外匯	看淡	保守	標配	推薦	積極推薦	
美元		● →	●			
歐元		●				
英鎊		● ←	●			
加元			●			
澳元			●			
日圓			● ←	●		
人民幣			●			

資料來源：中國銀行投資策略研究中心

註：灰色圓圈為預設條件擇機調整的方向，紅色圓點為二季度修正，黑色為年度觀點。



2024年一季度，在美元即將開啓降息週期的預期下，全球資產價格迎來曙光。全球權益方面，海外股市與中國股市繼續分化，海外股市慣性上沖，而中國股市“V”型反轉，內部結構分化，漲跌互現；全球債市整體表現為中強美弱，中債延續牛市，美債收益率在高位反覆折返而表現不佳；匯率方面，美元一枝獨秀，非美普遍走弱，人民幣保持穩定。黃金開啓主升浪屢創歷史新高，商品提前交易美元降息走出牛市行情。

2024年二季度，美國軟著陸可能性加大，歐元區經濟或有衰退風險，日本經濟預期走強。中國財政貨幣齊發力，部分數據開始回暖，復甦力度或超預期。權益方面，美股慣性上沖階段，降息或觸發調整；中國A股定位調整信心持續提振，“V”型反轉之後休整等待復甦，中國港股歷經滄桑，估值低估再低估，價值重估再啓航。債市方面，美債交易降息配置恰逢其時，中債短空中多或繼續超預期。外匯市場方面，美元步入中性區間寬幅震盪，人民幣或在區間震盪中等待轉機，其他非美貨幣與美元鏡向交易。黃金在美元降息週期開啓前夕進入主升浪，商品亦先行一步走牛。

投資者二季度面臨的機會與風險並存。首先，黃金進入主升浪，依然維持黃金收益型戰略資產定位和超配，追高、持有或部分逢高獲利了結，都有其合理性，取決於自己的風險偏好。後續需要觀察變局中美元地位衰減的速度與路徑，美國及主要經濟體債務規模增長情況，密切觀察央行後續的購金行動進展。第二，中國A股大盤“V”型反轉之後，建議加大權益產品配置。無論是紅利的價值，還是科技的成長；無論是指數增強的被動投資，還是主動管理產品，在風險偏好允許範圍內，權益倉位決定了未來資產配置的效果。最後，針對美股、日股，投資者應謹慎追漲。美國納斯達克和日經225從2023年初至一季度末累計分別上漲56.32%和54.71%。技術的創新效應在股市裏已經充分體現，後續將是應用產業化推廣和龍頭公司接受其他後起之秀挑戰的階段，龍頭公司或進入利潤率下行階段。

總編：程慧心

主編：屈剛、文曉波

責任編輯：

宏觀：朱啟兵、李振龍、蔡俊生、柳映堤、常珂

股市：張詩琪、王君、余超、柳映堤、趙媛

債市：洪鄭沖、孔君正、王寶鈞、萬潔、陳衛全

大宗商品：吳瑕、趙昕然、顏文輝

外匯：張詩琪、丁孟、潘劍鋒、劉暢

統編：李品章、蘇康苗、常珂、余超、洪鄭沖、劉暢、吳瑕

顧問：徐高、管濤



## ▶ 風險披露

- ▲ 投資涉及風險。買賣證券、商品、外匯、相關衍生工具或其他投資未必一定能夠賺取利潤，並有機會招致損失。投資者須注意證券及投資價格可升可跌，甚至會變成毫無價值，過往的表現不一定可預示日後的表現。海外投資附帶一般與本港市場投資並不相關的其他風險，包括（但不限於）匯率、外國法例及規例(如外匯管制)出現不利變動。本文件並非，亦無意總覽本檔所述證券或投資牽涉的任何或所有風險。客戶在作出任何投資決定前，應參閱及明白有關該等證券或投資的所有銷售文件，尤其是其中的風險披露聲明及風險警告。
- ▲ 外匯買賣的風險聲明：外幣/人民幣投資受匯率波動的影響而可能產生獲利機會及虧損風險。客戶如將外幣/人民幣兌換為港幣或其他外幣時，可能受外幣/人民幣匯率的變動而蒙受虧損。
- ▲ 人民幣兌換限制風險的風險聲明：人民幣投資受匯率波動的影響而可能產生獲利機會及虧損風險。客戶如將人民幣兌換為港幣或其他外幣時，可能受人民幣匯率的變動而蒙受虧損。
- ▲ (只適用於個人客戶)目前人民幣並非完全可自由兌換，個人客戶可以通過銀行帳戶進行人民幣兌換的匯率是人民幣(離岸)匯率，是否可以全部或即時辦理，須視乎當時銀行的人民幣頭寸情況及其商業考慮。客戶應事先考慮及瞭解因此在人民幣資金方面可能受到的影響。
- ▲ (只適用於企業客戶)目前人民幣並非完全可自由兌換，企業客戶通過銀行進行人民幣兌換是否可以全部或即時辦理，須視乎當時銀行的人民幣頭寸情況及其商業考慮。客戶應事先考慮及瞭解因此在人民幣資金方面可能受到的影響。

## ▶ 免責聲明及重要注意事項

- ▲ 本文件由中國銀行(香港)有限公司(「中銀香港」)刊發，只供參考。
- ▲ 本檔的內容並未經香港證券及期貨事務監察委員會審閱。
- ▲ 本檔無意向派發本檔即觸犯法例或規例的司法權區或國家的任何人士或實體派發，亦無意供該等人士或實體使用。
- ▲ 本文件僅供參考，並不構成，亦無意作為，也不應被詮釋為投資建議、專業意見，或對任何人作出買賣、認購或交易在此所載的任何投資產品或服務的要約、招攬、建議、意見或任何保證。客戶不應依靠本檔之內容作出任何投資決定。
- ▲ 本檔所載資料乃根據中銀香港認為可靠的資料來源而編制，惟該等資料來源未經獨立核證，故中銀香港不會就本檔及其所提供意見的準確性或完整性作出任何保證、陳述或擔保。在本檔表達的預測及意見只作為一般的市場評論，並非獨立研究報告及不構成投資意見或保證回報。所有意見、預測及估計乃中銀香港於本檔刊發日期前之判斷，任何修改將不作另行通知。中銀香港及有關資料提供者亦不會就使用及 / 或依賴本檔所載任何資料、預測及 / 或意見而負責或承擔任何法律責任。投資者須自行評估本檔所載資料、預測及 / 或意見的相關性、準確性及充足性，並作出彼等為該等評估而認為必要或恰當的獨立調查。



## ▶ 免責聲明及重要注意事項

▲本檔所述的證券、商品、外匯、相關衍生工具或其他投資可能並不適合所有投資者，且並未考慮本檔各讀者的特定投資目標或經驗、財政狀況或其他需要。因此，本檔並無就其中所述任何投資是否適合或切合任何個別人士的情況作出任何聲明或推薦，亦不會就此承擔任何責任。投資者須瞭解有關投資產品的性質及風險，並基於本身的財務狀況、投資目標及經驗、承受風險的意願及能力和特定需要而作出投資決定。如有疑問或在有需要情況下，應於作出任何投資前徵詢獨立專業顧問的意見。本檔無意提供任何專業意見，故投資者在任何情況下都不應依賴本檔作為專業意見之用。

▲中銀香港為中國銀行股份有限公司的附屬公司。中國銀行股份有限公司及其子公司及 / 或其高級職員、董事及僱員可能會持有本檔所述全部或任何證券、商品、外匯、相關衍生工具或其他投資的倉盤，亦可能會為本身買賣全部或任何該等證券、商品、外匯、相關衍生工具或其他投資項目。中國銀行股份有限公司及其子公司可能會就該等證券、商品、外匯、相關衍生工具和其他投資提供投資服務（無論為有關投資銀行服務或非投資銀行服務）、或承銷該等證券或作為該等證券的莊家。中國銀行股份有限公司及其子公司可能會就因應該等證券、商品、外匯、相關衍生工具或其他投資專案而提供的服務賺得傭金或其他費用。

▲除非獲中銀香港書面允許，否則不可把本檔作任何編輯、複製、摘錄或以任何方式或途徑（包括電子、機械、複印、攝錄或其他形式）轉發或傳送本檔任何部份予公眾或其他未經核准的人士或將本檔任何部份儲存於可予檢索的系統。

©中國銀行(香港)有限公司。版權所有，翻印必究。