

中銀香港 2024年市場展望與投資策略

6月版





中銀香港 2024年市場展望與投資策略

6月版

報告摘要

- **宏觀：**美國就業市場走軟，降息預期重燃。一是非農就業下滑，四月非農就業增加17.5萬，為六個月以來的最小增幅。二是工資增速及離職率下降。四月平均每小時工資按月漲0.2%，低於預期及前值的0.3%；離職率降至2.1%，回落至2020年的水平。三是初請失業金人數保持低位或夸大了就業市場的韌性。就業市場走軟，幫助解釋了為什麼在連續高於預期的通脹數據背景下，5月FOMC美聯儲主席鮑威爾的態度比市場預料的要明顯鴿派。另一方面，美國通脹可能並非流行敘事所描述的那樣“頑固”，根據克利夫蘭聯Inflation Nowcasting模型預測，受益於汽油價格下跌，5月CPI按月將為0.11%。經過年初以來降息預期的冷卻，現在交易降息的空間又再度打開，利率曲線下行的導火索或只是再多幾個經濟走軟的數據。市場及歐央行在五月份處於觀察期，觀察整體經濟數據走向能否支持歐央行6月開展減息的可能性。利率期貨市場已反映了央行6月開展減息的預期，而年底隔夜存款利率預期處於3.25%水平。倘若減息的憧憬能在6月得以確認，較寬鬆的貨幣政策將有望支持歐元區經濟動能，但同時歐央行或選擇偏謹慎的後續減息步伐，以降低通脹在經濟溫和增長下或出現反彈的風險。英國一季度經濟按季增長0.6%，超過市場與英倫銀行預測的增長0.4%。5月英倫銀行的利率決議雖然維持5.25%的基準利率不變，但釋放了較多鴿派信號。英倫銀行預計二季度經濟增速將低於一季度，持續高利率令需求走弱。如果通脹按照英倫銀行預期進一步下行，並且就業市場維持寬鬆，英倫銀行或追隨歐洲央行的步伐，在6月的會議中啟動降息。中國4月製造業PMI為50.4，維持在擴張區間。4月出口2,924.5億美元，按年增長15%，目前全球經濟維持復蘇態勢，在外需帶動以及基數走低影響下，後續出口預計延續修復，但風險事件等因素仍構成未來出口增長的不確定性。4月社會融資規模下降1,987億元，為2005年11月以來首次。4月社融存量按年增長8.3%，較上月下降0.4個百分點。4月社融的異常一定程度上體現了地產基建鏈條融資的偏弱，隨着後續政府債券發行加速，社融較大機會回歸正常。總體看，4月已公布經濟數據延續分化格局。出口繼續好轉，CPI體現了消費需求仍在復蘇，但融資數據偏弱，體現地產基建鏈條仍待回暖。在政策偏暖帶動下，預計後續中國經濟維持復蘇態勢，關注財政落地力度和地產復蘇狀況。
- **股市：**美聯儲超預期鴿派、大型企業盈利表現良好、上市公司開啟新一轮股票回購等利好因素助推美股快速收復前期失地，但美好背後也有隱憂，代表經濟微觀主体的小企業陷入掙扎，未來就業前景勢將弱化。就業市場降溫，消費者顯露疲態，美國就業-收入-消費-企業盈利的閉環已經出現裂痕，若進一步發展，最終也將影響到大型企業。受經濟復蘇及流動性支持，歐股5月再創歷史新高，所有行業、規模、風格上市公司均普漲。歐元貶值使得大型企業首先受益，但隨着經濟改善，小型企業後來居上。預計6月隨着流動性提升、融資成本下行，歐元區經濟將持續改善，有望支持歐股中長線表現，資金有望在大小型板塊輪動。一季度中國A股上市公司業績疲弱，營收按年負增1.04%，淨利潤按年負增4.07%。預計隨着中國內地經濟回升向好，“以舊換新”政策刺激工業設備、消費需求釋放，加快發展新質生產力，成長板塊景氣度有望逐步改善，預計中國A股上市公司盈利有望逐級回升，中下游行業業績表現較優帶動市場預期改善，對中國A股6月整體表現不悲觀。中國港股4月下旬以來展現出凌厲上攻攻勢。中國內地經濟復蘇有所加速，中國港股近期表現吸引外資關注，南向資金持續加碼，流動性將持續改善，共同助推中國港股強勢表現。日本2023財年製造業淨利潤大幅增長，大型製造企業出色業績為中小企業加薪和就業提供支持，員工工資提升，消費欲望增長，一旦形成工資增長-物價提升的良性循環，日本經濟將持續向好。但日圓過度貶值導致部分海外投資者轉向中國股市，日股陷入調整。中國股市上漲帶動亞洲股市整體上行。當市場預期全球降息周期已經開始，亞洲高股息股票的吸引力即使有所下降，但在美債息下行邏輯中仍有吸引力，同時有利於科技等成長股占比較多的亞洲市場。

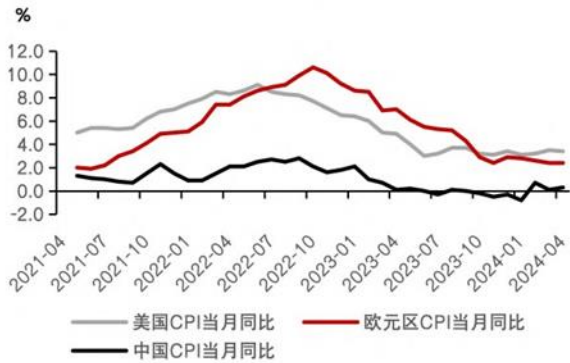


- **債市：**美債仍屬減息周期來臨下的受惠資產，債息波動提供了較低配置機會，短期美元債券表現將較受惠於仍處高位的債券。短期歐洲主權債券將因降息而受益，中長線可以利用經濟改善的契機，增加投資級別企業債券的配置。債市仍處於利好利淡交織的環境影響下，預計延續區間震盪行情，短端表現或優於長端。中資美元高收益及地產板塊或將繼續受益於中國相關政策延續漲勢。新興債券市場仍存在投資機會。當市場再次對美聯儲降息預期升溫時，可以適時增加新興債券市場的配置。
- **大宗商品：**展望2024年6月，原油受供應端推動，震盪上行。歐美煉廠陸續結束檢修，美國夏季出行旺季也即將到來。預計2季度中下旬開始全球原油庫存將開始回落，供需平衡將逐步改善。黃金中長期來看，鑑於美國貨幣政策正朝寬鬆方向發展，易漲難跌，央行穩定購買以及中東事件中的避險資金流增加了黃金需求，將持續支撐金價。降息預期差異變化或導致金價短期調整，但長期上漲趨勢依然不變，每一次回調都是布局好時機；短期來看，由於前期金價漲幅過大，且美聯儲降息時點懸而未定，國際金價短期維持震盪調整概率較大，投資者可適時分批配置，但需理性投資、注意控制倉位。
- **外匯：**5月外匯市場主要貨幣中，波動最大的當數日圓，日央行的加息未能阻止日圓走弱，盤中一度創下1990年以來的新低。美元指數方面，上漲勢頭有所放緩。展望6月，市場的焦點將集中在主要國家央行的議息會議，以及會議前關鍵的經濟數據。具體币种上看，美元：或維持區間徘徊，關注英歐央行表態及美國通脹數據；歐元：歐央行6月降息已被市場預期，關注後續經濟數據的邊緣變化；英鎊：英倫銀行6月或啟動降息，關注1.25關鍵支撐；日圓：美日利差有望縮窄，關注160關鍵支撐；加元：下行中震盪企穩；澳元：寬幅震盪中反彈乏力；人民幣匯率方面：外部壓力減弱，進出口回暖，在政策持續呵護下，人民幣匯率短期如沒有超预期變量發生，有望繼續維持在合理區間運行。



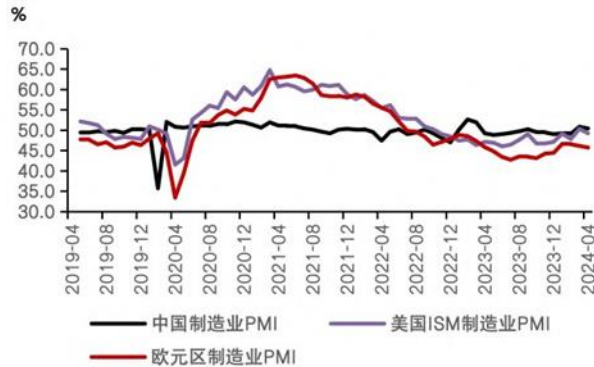
宏观

图表1：CPI当月（截至2024-4-30）按年



资料来源：Wind·中国银行投资策略研究中心

图表2：制造业PMI当月（截至2024-4-30）按年



资料来源：Wind·中国银行投资策略研究中心

美国：就业市场走软，降息预期重燃

近期一系列数据交叉印证显示，美国就业市场正在冷却。一是非农就业下滑。四月非农就业增加17.5万，为六个月以来的最小增幅，失业率意外上升到3.9%，是2022年1月以来的最高水平。更为全面的U6失业率为7.4%，创下2021年11月以来的最高，U6失业包括没有积极寻找工作的人，和那些想要寻找全职工作的兼职工人。二是工资增速及离职率下降。四月平均每小时工资按月涨0.2%，低于预期及前值的0.3%。职位空缺报告（JOLTS）显示，职位空缺数量降至848.8万个，进一步靠近疫情前720万的水平；离职率降至2.1%，回落至2020年的水平。离职率走低表明员工对找到更高薪水的工作信心下降，折射出就业市场景气度下降。离职率与失业率存在高度负相关。上次离职率处于当前水平时，失业率在4.5%至5%之间，暗示当前失业率可能继续上升。三是首次申领失业救济金人数保持低位或夸大了就业市场的韧性。过去，首次申领失业救济金人数一直是劳动力市场状况的可靠指标，但目前恐怕并非如此，因为现在失业者中有资格领取福利的人比例只有78%，而过去通常接近85%。此外，人们宁愿兼职多份工作，因为失业救济金跟不上生活成本上涨。例如加州四月份失业率达到5.3%，自2022年8月的3.8%大幅上升，为美国最高，但申领失业救济人数一直持平。

就业的市场走软，帮助解释了为什么在连续高于预期的通胀数据背景下，5月FOMC美联储主席鲍威尔的态度比市场预料的要明显鸽派。虽然鲍威尔如期承认了通胀下行不畅，但他不仅没有给出再加息的警告，而且还基本排除了再加息的可能。该信号暗示，美联储的工作重心已经从过去两年的“压通胀”转向通胀与就业的平衡。

另一方面，美国通胀可能并非流行叙事所描述的那样“顽固”。5月CPI按月有望大幅降低，根据克利夫兰联储Inflation Nowcasting模型预测，受益于汽油价格下跌，5月CPI按月将为0.11%。更远地看，占CPI三分之一的房租通胀几乎确定性的会下行，因新租约的租金按年升幅已经是0%，这是CPI内房租的领先指标。CPI房租增速一旦开始下滑，将大大拉低CPI每月的按月值，为降息铺平道路。

综上，经过年初以来降息预期的冷却，现在交易降息的空间又再度打开。利率曲线下行的导火索或只是再多几个经济走软的数据。毕竟，现在的美联储心里想降息，开启行动只欠等待足够合理的依据。此前，美联储将今年末的失业率预测调低至4.0%，而现在已经达到3.9%。若年中突破4%，或可触发美联储的降息门槛。

欧洲：预期欧央行6月将开启减息周期，但后续步伐仍偏谨慎

市场及欧央行在五月份处于观察期，观察整体经济数据走向能否支持欧央行6月开展减息的可能性。然而，最新通胀数据为欧央行提供更多减息的理据，占欧元区通胀比例最高的服务业通胀4月增幅放缓至3.7%，是自去年11月以来首次低于4%。倘若服务业通胀持续放缓，将有助于降低未来薪资成长并降低欧元区整体通胀压力，为欧央行提供了更多减息的理据。观察利率期货市场已反映了央行6月开展减息的预期，而年底隔夜存款利率预期处于3.25%水平，显示市场预期于6月开展减息后，年内仍有两次的减息的机会。

预期欧元区货币政策将逐渐朝向宽松，在减息的憧憬下欧元区经济也呈现回稳迹象，当中欧元区最大经济体德国首季经济重回正增长，迭加法国及意大利的首季经济亦出现了0.2%及0.3%的按季增长，协同效应拉动欧元区首季经济按季增长0.3%，当中服务业仍然是拉动经济的主要因素。欧元区4月服务业采购经理人指数上升至53.3，服务业扩张态势抵销了制造业持续收缩的状况，拉动综合指数连续两个月处于扩张水平。倘若减息的憧憬能在6月得以确认，较宽松的货币政策将



有望支持欧元区经济动能，但同时欧央行或选择偏谨慎的后续减息步伐，以降低通胀在经济温和增长下或出现反弹的风险。

英国：经济增速优于预期，六月降息依旧可期

英国一季度经济按季增长0.6%，超过市场与英伦银行预测的增长0.4%。通胀回落与居民可支配收入回升带动了娱乐休闲、交通、医疗等领域消费，英国服务业产出按月增长0.7%。工业产出增长0.8%。其中，受汽车业增长带动，制造业产出按月增长1.4%。潮湿天气影响了建筑业表现，该行业下滑0.9%。英国一季度经济按季增速超过了同期的美国和欧元区，分别为0.4%和0.3%。在前两个季度负增长之后，英国经济出现反弹，4月PMI预示第二季度经济开局良好。尽管如此，疫情之后的英国经济复苏疲弱。今年一季度经济产出水平仅较2019年第四季度增长了1.7%，美国与欧元区分别增长8.7%和3.4%。

5月英伦银行的利率决议虽然维持5.25%的基准利率不变，但释放了较多鸽派信号。英伦银行预计二季度经济增速将低于一季度，持续高利率令需求走弱。在3月会议中，仅一人支持降息，投票结果为8比1。在此次会议上，两人支持降息，负责市场与银行业监管的副行长转向降息阵营。近期英伦银行不断向非银金融机构发出风险提示，维护金融稳定可能是触发英伦银行降息的重要原因之一。英伦银行行长贝利表示，英国接近降息并且幅度可能超出市场预期。此番言论旨在增强与市场沟通的透明度，为经济预测模型重检报告提出的建议。市场将密切关注英国通胀与就业市场变化，如果通胀按照英伦银行预期进一步下行，并且就业市场维持宽松，英伦银行或追随欧洲央行的步伐，在6月的会议中启动降息。

中国：经济数据分化，关注政策落地

中国4月制造业PMI为50.4，维持在扩张区间，季节性略强于历史同期，制造业景气仍在复苏中。

4月出口2,924.5亿美元，按年增长1.5%（前值下降7.5%）；进口2,201亿美元，按年增长8.4%（前值下降1.9%）。出口维持偏强态势。目前全球经济维持复苏态势，在外需带动以及基数走低影响下，后续出口预计延续修复，但风险事件等因素仍构成未来出口增长的不确定性。我们维持此前2024年出口将恢复常态增长的判断。

4月CPI按年增长0.3%（前值0.1%），按月增长0.1%，4月核心CPI按年增长0.7%，涨幅较前值0.6%有所扩大。服务价格上涨带动CPI涨幅略超预期，后续关注公用事业价格调整对CPI的影响。我们维持后续CPI将维持温和回升的判断不变。4月PPI按年下降2.5%，按月下降0.2%，随着基数影响减弱，PPI按年降幅预计延续收窄态势，但按年转正要到2024年三季度。

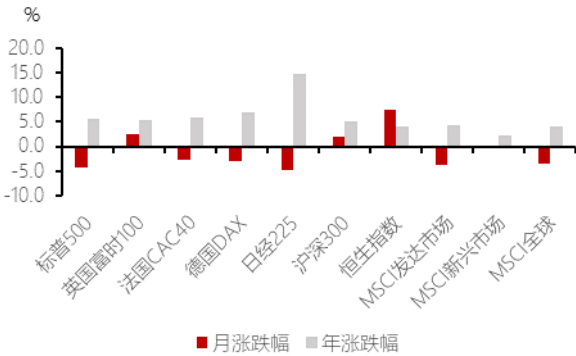
4月社会融资规模下降1,987亿元，为2005年11月以来首次。4月社融存量按年增长8.3%，较上月下降0.4个百分点。从社融分项看，社融口径下新增信贷3,306亿元，表现尚可；但企业债融资仅新增493亿元，政府债券融资净减少984亿元，二者是拖累社融下降的主要因素。4月社融的异常一定程度上体现了地产基建链条融资的偏弱，随着后续政府债券发行加速，社融较大机会回归正常。4月M1按年下降1.4%，M0按年增长10.8%，企业活化程度依然明显较弱。

总体看，4月已公布经济数据延续分化格局。出口继续好转，CPI体现了消费需求仍在复苏，但融资数据偏弱，体现地产基建链条仍待回暖。4月底政治局会议明确“避免前紧后松”，“保持必要的财政支出强度”，“灵活运用利率和存款准备金率政策工具”，打消了市场对政策回收的疑虑。近期各地地产限购陆续放开，超长期特别国债发行落地。在政策偏暖带动下，预计后续中国经济维持复苏态势，关注财政落地力度和地产复苏状况。



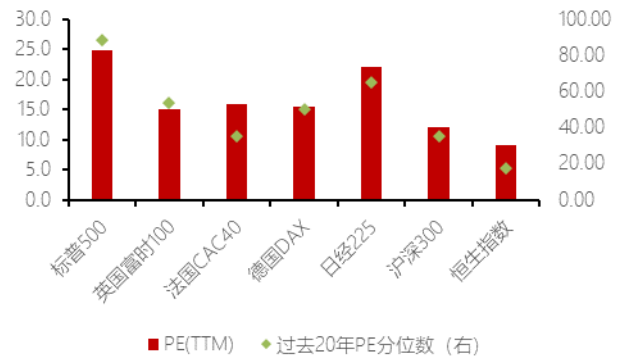
股市

图表3：股票指数涨跌幅（截至2024-4-30）



资料来源：Wind，中国银行投资策略研究中心

图表4：股票指数估值水平（截至2024-4-30）



资料来源：Wind，中国银行投资策略研究中心

美国：大小企业盈利分化，消费者显露疲态

3月末至4月中旬，美股因中东风险事件以及通胀居高不下等因素出现了一波5%左右的回调。随后中东风险事件缓解，油价回落，美股如期迅速收复失地，三大股指距离历史新高都只差1%左右。目前支撑市场的利好因素还包括：一，美联储超预期鸽派。面对连续三个月的超预期通胀率，美联储主席鲍威尔在5月FOMC不仅没有给出再加息的警告，而且还基本排除了再加息的可能，此外还开始缩减QT的规模，流动性预期进一步改善。二，大型企业盈利表现良好。92%的标普500企业公布了2024Q1业绩，营收平均增长4.1%，连续14个季度增长；净利润平均增长5.4%，是2022Q2以来的最高按年增幅。三，上市公司新一轮大规模股票回购已经开启，仅苹果和字母表就分别公布了1,100亿美元和700亿美元的回购计划。高盛预计2024年美股回购规模将达9,340亿美元，按年增长13%，是2018年以来规模最大。

虽然美股看似无近忧，但美国经济的基本面已经出现裂痕。一，大企业表现良好的同时，数量更多、更能广泛代表经济微观主体的小企业却陷入挣扎。3月美国 NFIB 小企业乐观指数连续第三个月下降至 88.5，为 2012 年 12 月以来的最低水平，企业主表示更高的投入和劳动力成本是经营最大的挑战，暗示企业将成本上涨转嫁给消费者的能力下降，进一步推演则意味着普通美国人的就业前景弱化。代表美国小型上市公司的罗素2000指数2024Q1营收按年-1%，盈利按年仅增0.7%，远逊于代表大型企业的标普500指数。二，就业市场降温，消费者显露疲态。从就业数据看，非农、JOLTS、5月4日当周初请失业金人数的骤升交叉印证了就业市场近期的弱化。从消费者信心数据看，4月咨商会消费者信心指数连续三个月下滑至97，大幅低于前值104.7，现况及预期指数都大幅低于前值和预期；5月密歇根大学消费者信心指数也意外大幅不及预期，较4月大跌，创下六个月新低。从消费金融数据看，消费贷款的拖欠率2023Q4就已升至2.61%，为2012年以来的新高，预计2024Q2将进一步升高。三，从上市公司财报看，在标普500指数ETF(SPY)YTD上涨近10%的背景下，非必需品板块ETF (XLY) 却下跌了0.29%，星巴克 (SBUX)、百胜餐饮 (YUM)、麦当劳 (MCD) 和耐克 (NKE) 等主要消费晴雨表股票均表现不佳，增添了美国消费者进入疲弱期的信号。总之，美国就业 - 收入 - 消费 - 企业盈利的闭环已经出现裂痕，若进一步发展，最终大型企业恐怕也难独善其身，主要消费股业绩表现不佳，揭示消费进入疲弱期信号。

欧洲：融资成本有望下跌，预期将继续支持欧股中长线表现

欧洲Stoxx 600指数再于5月初创出历史新高，同时英法德三大指数亦突破历史高位。由于三大指数行业分布各有特色，以近期表现作参考，可见本轮欧股的升势较平均。不论是不同行业、不同规模的企业及风格普遍均录得升幅，这主要受到经济层面及流动性有望上升所支持。

早前月报提及一些以出口为主欧洲大型企业将先行受益于欧美货币政策差异下令欧元偏弱的行情。欧元兑美元已由年初时1.1下跌至1.07附近，带动MSCI 欧洲大型企业指数录得近9%的升幅，领先小型企业指数5个百分点。但近日随着欧元区的经济改善，包括3月零售销售录得18个月以来最大升幅，以及4月服务业采购经理人指数上升至53.3，并创11个月以来的高位，均带动了以当地业务为主的小型企业，MSCI 欧洲小型企业指数近3个月亦录得近8%的升幅，表现与大型企业指数不遑多让。展望6月，欧央行有望开始降息，预期流动性上升，加上融资成本有望下跌，将有助于欧元区的经济改善，预期将继续支持欧股中长线的表现。不过，由于现时欧股已再创新高，预期资金在大型与小型企业之间轮动的机会较大。



中国：A股6月整体乐观，中国港股配置性价比有所增强

24Q1上市公司整体经营业绩承压，整体看2024年一季度数据的中国A股上市公司业绩表现转弱，盈利能力逊色于2023年同期。从营收情况看，全部中国A股上市公司一季度营收按年减少1.04%；从利润水平看，全部中国A股上市公司一季度归母净利润按年减少4.07%。展望后市，随着中国内地经济继续回升向好，在一系列“以旧换新”政策推动下，下游行业工业设备、消费品领域需求有望释放；同时，中国内地加快发展新质生产力，培育新增长动能，成长板块景气度或将逐步改善。预计中国A股上市公司盈利能力有望逐季回升，中下游行业整体业绩表现以及盈利质量表现相对较优有望带动市场预期改善，因此对6月中国A股整体乐观。

风险方面，国际局势错综复杂；美众议院推出对涉AI模型实施出口管制法案，全球大模型竞争壁垒将会大幅提升。

4月全球股市涨跌不一，中国港股整体表现出色。行业表现方面，4月恒生综合行业指数同样表现亮眼，其中资讯科技业、原材料业、金融业，及能源业表现出色。进入5月，中国港股延续震荡上行。

展望后市，中国港股流动性或将持续改善。一方面，中国内地经济数据开局良好，经济修复势头加速，为中国港股市场注入上涨动能；另一方面，虽然美联储降息预期有所降温，但目前中国港股估值仍在底部，迭加政策积极出台，中国港股对增量资金而言仍有较强吸引力，随着中国港股指数不断上扬，南下资金保持规模净流入，中国港股资金面或将持续改善。

风险因素方面，当前国际局势错综复杂，同时也需留意中国内地经济复苏、政策宽松力度状况，影响中国港股市场整体走势表现。

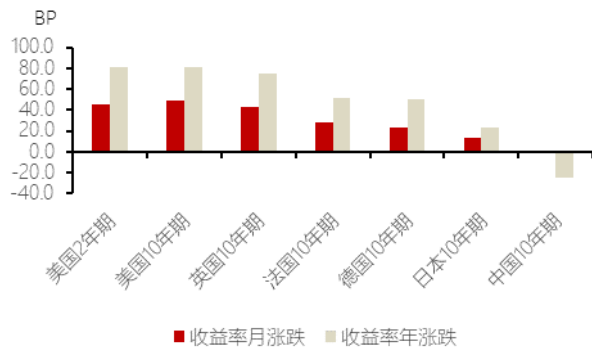
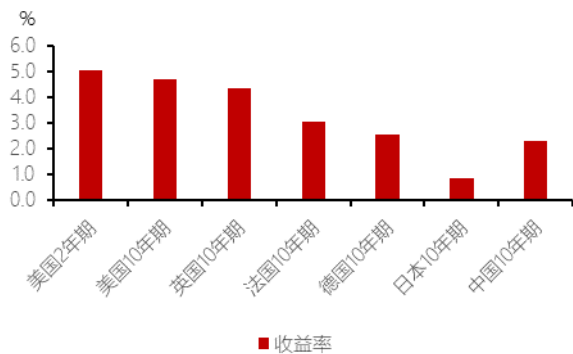
亚洲其他：日股陷入调整，亚洲高息股吸引力未变

日经225指数4月前两周震荡回落，下旬起探底回升。日本上市制造业企业2023财年净利润按年增长二成，提价、销量增加和日元贬值推高制造业利润，销售净利润率达6.7%创新高，并成为推高ROE的原因之一。汽车和机械行业表现强劲，丰田净利润翻一番，接近5万亿日元；工程机械领域提价带来利润增长约1,300亿日元；食品领域龟甲万在北美等地连续11年创出利润新高。制造业复苏，特别是大型制造企业的出色业绩，为中小企业加薪和就业增长带来东风。而当企业将利润分享给员工，将提升工资水平，刺激消费，进而形成正反馈，日本经济将会持续向好发展。与此同时，日元近期过度贬值对日本经济带来沉重打击，日元快速贬值迫使日央行两次出手干预。同时也导致投资日股的海外投资者意兴阑珊，部分已将资金转移至低估的中国股市。这导致日股上涨暂缓，呈现调整状态。

受中国股市带动亚股延续4月中的涨势，执笔时，MSCI亚洲（日本除外）指数上升3.5%正测试去年年初的高位约690水平，当中MSCI中国指数5月初至今更上升超过7.5%，表现一枝独秀。随着市场认为全球央行降息可能性将逐步兑现，在过去一年亚洲高息股指数表现已经一直领涨亚洲整体指数，虽然在5月初差距曾有所收窄，但其后再度拉宽，年初至今领涨近1.6%。目前MSCI亚洲（日本除外）高息股指数的预测股利率为5.22%，估值上升令预测股利率已由过去10年平均两个正标准差下跌至一个正标准差以下，不过仍高于10年平均。基于降息支持美债息下行的逻辑下，预期亚洲高息股仍具吸引力。同时，在美债息下行的大方向下，预期亦支持以科技股为首的增长型行业占比较多的亚洲地区/国家。

债市

图表5、6：国债收益率（截至2024-4-30）



资料来源：Wind，中国银行投资策略研究中心

资料来源：Wind，中国银行投资策略研究中心



发达市场：债息波动提供逢低配置美债机会；增加投资级别欧洲企业债券配置

美债：在刚过去的一次议息会议，美联储连续第6次维持利率不变，认为通胀回落缺乏进一步进展，并重申在通胀持续回落至2%目标之前不认为适合减息，但同时亦强调下一次政策利率调整不太可能是加息。本次声明被市场解读为偏鸽派。主因是除了美联储同时宣布了放慢量化紧缩计划外，亦因市场早已就较早前公布的强劲经济数据而超前调低对今年的减息预期，故议息结果公布后，国债息不升反跌，美国债息由4月底高位辗转回落至4.5%水平。以美国现时经济趋势，6月份美联储议息会议上公布的利率点阵图能够维持3月份预测（即全年减息3次共75基点）的机会是近乎不可能的，但相信仍将保持年内启动减息的预测。除非6月公布的经济数据再令市场大幅感意外，否则在现时背景下，美债息上行空间有限仍是核心观点，整体上美债仍属减息周期来临下的受惠资产，债息波动提供了逢低配置机会；惟近期债息走势仍较反复，短期债券表现将较受惠于仍处高位的债息。

欧债：欧元区4月的通胀按年升幅仍然维持在低位的2.4%，而核心通胀则进一步放缓至2.7%。欧央行4月份的会议纪要显示，如得到更多证据证实通胀放缓情况正朝向央行目标，央行已准备好在6月降息。随着通胀逐渐接近央行的目标水平，市场预计欧央行在6月降息的机会超过90%，并且今年可能会有三次降息机会。现时，德国两年期和十年期债息已从今年的高位约3.03%和2.64%回落至2.94%和2.49%，但仍然与年初的低位2.35%和1.97%存在一定差距。此外，考虑到降息的预期，欧债仍有潜在的下行空间。现时，彭博巴克莱泛欧洲综合主权债券总回报指数最低收益率高于过去十年平均值的正两个标准差，在估值上显示主权债具吸引力。与此同时，欧元区第一季度GDP呈现0.3%的按季增长，成功扭转了上季的负增长情况。如果经济持续改善，投资级别企业债券有望从经济增长中受益。短期内，主权债券将因降息而受益。然而，在中长线，可以利用经济改善的契机，增加投资级别企业债券的配置。

新兴市场：中国债市维持区间震荡，美元债相对抗跌，新兴市场债券调整提供投资机会

中国债券市场：4月下旬至5月，债市波动加大，10年期国债收益率围绕2.3%宽幅震荡，中短端品种受益于资金仍相对宽松的影响，表现优于长端。下阶段债市或仍处于利好利淡交织的环境影响下，但债市经过4月末的快速调整后，收益率上下空间有限，较大机会延续区间震荡。从基本面看，已公布的4月经济数据显示总体延续温和复苏，但结构分化。其中4月PMI数据为50.4，持续处于景气区间，进出口总值按年增长8%，按月增长2.3%，好于市场预期，与欧盟、美国等传统市场维持年初以来的回暖态势。但4月金融数据增速明显放缓，其中社融月内新增转负，社融、M2增速按年下滑，M1与M2间剪刀差持续走阔。具体来看，既受到需求偏弱的影响，也与近期资金空转治理密切相关，后续对债市的影响仍需基本面复苏持续性验证。从资金面来看，5月资金平稳偏松，央行对到期MLF等量平价操作，迭加4月末大额逆回购投放的操作，虽然降准降息预期再次落空，但央行呵护资金面的态势未发生明显变化，资金面对债市仍有较强支撑。从债券供给看，超长期国债发行落地，采取5-11月少量多次的发行方式，较前期市场预计的集中供给压力明显减缓，对流动性短期冲击也将低于预期，同时，随着超长期国债供给规模回升，长端品种收益率或趋于平衡，下行空间有限。综上，6月债市预计延续区间震荡行情，短端表现或优于长端。

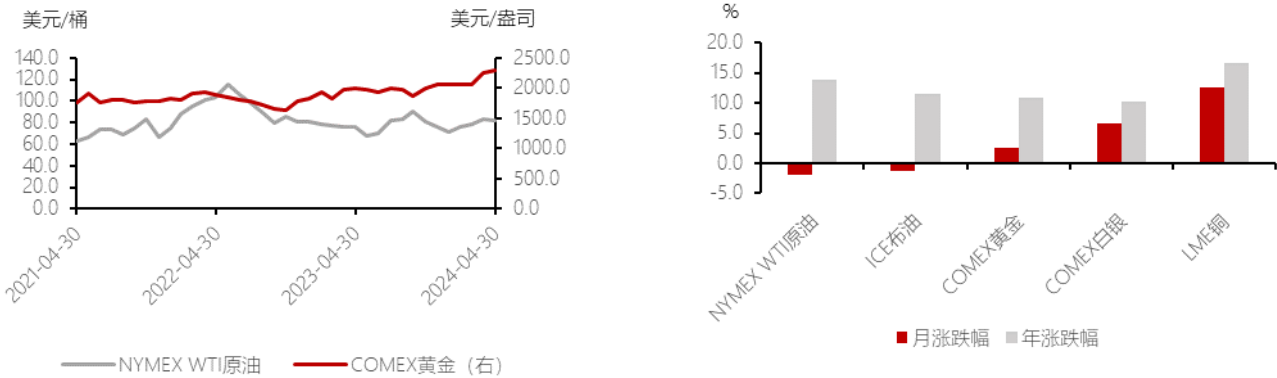
中资美元债市场：美联储在最近一期议息会议表态鸽派，美债收益率趋势下行，中资美元债止跌回升，截至5月15日，iBoxx亚洲中资美元债指数月内上涨0.91%，创年初以来最高月内涨幅。地产相关美元债持续受益于中国地产支持政策释放，表现亮眼，截至5月15日，iBoxx亚洲中资美元房地产债券指数上涨4.1%，自2023年11月以来连续7个月上涨。6月中资美元债表现仍将与美联储降息路径密切相关，高收益及地产板块或将继续受益于中国相关政策，延续涨势。

全球新兴债券市场：自5月初至执笔日，美元轻微回落了0.87%，而彭博巴克莱新兴市场投资级别债券总回报指数则上升了1.37%。然而，由于市场对美联储降息的预期推迟，该指数从年初至今仍然下跌了1.25%，同时新兴债券市场仍录得约89亿美元的资金净流出。展望6月，美联储将公布最新的利率点阵图，但由于降息路径尚待确定，这使得新兴债券市场在短期内仍然面临压力。然而，考虑到美联储在今年内仍可能降息，以及目前彭博巴克莱新兴市场投资级别债券总回报指数的最低收益率处于约10年平均值的正两个标准差，估值上，新兴债券市场仍存在投资机会。当市场再次对美联储降息预期升温时，可以适时增加新兴债券市场的配置。



大宗商品

图表7、8：大宗商品价格（截至2024-4-30）



资料来源：Wind，中国银行投资策略研究中心

资料来源：Wind，中国银行投资策略研究中心

黄金：国际金价震荡上行，长期上涨趋势不改

回顾5月，月初，受美国初请失业金的走高及中东事件等因素的影响，国际金价小幅上涨摆脱了4月下旬以来的窄幅震荡区间。月中，美联储主席鲍威尔发布言论称降息时点未定，但不考虑继续加息，美元走软助推金价上行，其间，美国4月PPI数据公布显示涨幅超预期令金价承压。及后，美国公布4月CPI数据按年上升3.4%，符合市场预期，美债收益率下跌，美元回落，国际金价受提振走高。

展望6月，美国经济数据强劲，但通胀持续高企，将侵蚀货币购买力，降低企业出口竞争力，美联储在强经济与降通胀间再次陷入两难境地，市场推迟降息押注并下调预期。短期降息预期变化仍将主导国际金价走势。美联储若维持高利率，短期金价将继续承压。国际金价自2023年四季度低点1,810美元/盎司涨至2024年4月最高2,431美元/盎司，涨幅约34.31%，后回落调整。5月以来，市场投资者在历史高位附近购买意向有所减弱，但央行稳定购买以及中东事件中的避险资金流增加了黄金需求，将持续支撑金价。目前国际金价处在震荡休整区间，休整结束后，如有效突破震荡区间上行，仍有望继续走高。

综上，从中长期来看，鉴于美国货币政策正朝宽松方向发展，黄金易涨难跌，降息预期差异变化或导致金价短期调整，但长期上涨趋势依然不变，每一次回调都是布局好时机；短期来看，由于前期金价涨幅过大，且美联储降息时点悬而未定，国际金价短期维持震荡调整概率较大，投资者可适时分批配置，但需理性投资、注意控制仓位。

原油：需求边际回升，油价有望震荡上行

回顾2024年5月，美油震荡下行，在80美元/桶附近获得支撑并持续震荡盘整。风险事件有所缓和，对油价的影响逐渐弱化。美国通胀数据超出预期，市场对美联储短期内降息预期减弱，美元指数强劲，油价上行仍然承压。

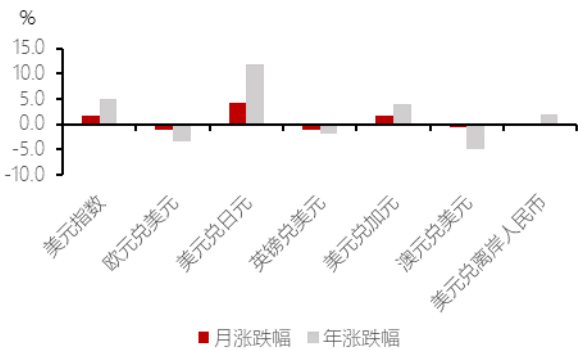
展望2024年6月，原油需求边际回升，油价有望震荡上行。供应端，OPEC减产执行情况不佳。5月份OPEC宣布伊拉克和哈萨克斯坦将开始削减产量。但消息放出后，油价表现较为平淡，显示市场对额外减产的执行力度仍然存疑。市场对两国执行效果的担忧十分合理，后期仍需关注生产和出口情况。此外，6月OPEC即将召开部长级会议，考虑到近期油价回调幅度显著，市场已经开始预期未来OPEC+将延长自愿减产。但延长减产只是第一步，更重要的是实际执行情况。另一方面，美国大选在即，低油价以及可控的通胀水平仍是美国的核心诉求，即便OPEC通过主动收紧供应的方式抬升油价，美国也可以通过不同调节手段来增加原油供应。页岩油上游上市企业仍然受到资本开支的限制，继续以偿还债务以及提高股东回报为首要目标。目前来看2024年美国原油产量增速将较2023年明显放缓。需求方面，成品油需求短期调整，欧美炼厂陆续结束检修，美国夏季出行旺季也即将到来。此外，沙特对于亚洲地区需求的乐观。按照目前的需求预期，考虑到OPEC+的额外减产承诺，预计2季度中下旬开始全球原油库存将开始回落，供需平衡将逐步改善。

总体来看，OPEC将尽可能收缩原油供应，美国虽然自身短期增产空间有限，但在油价过高时也将通过产油国等国来向市场释放供应。成品油需求短期调整，未来有望再度回升，推动油价震荡上行。



外匯

图表9、10：外匯價格（截至2024-4-30）



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

美元：區間徘徊，關注英歐央行表態及美國通脹數據

美聯儲主席在5月初議息會議中雖然表達出近數個月通脹缺乏進一步進展，並重申在通脹持續回落至2%目標之前不認為適合降息，但是由於同時表達出不太可能加息，這令市場對於再加息的預期消退，加上就業市場增長放緩，市場對於降息預期升溫，令美元指數從高位106.50曾下跌至50天線約104.50。展望6月，三件事將動態影響美元的走勢。第一，歐央行及英倫銀行會否早於美聯儲開始降息；由於歐元及英鎊分別占美元指數約57%及12%的比例，歐央行的利率決策將對美元指數將形成較大的影響。歐央行的會議早於美聯儲，由於市場早對歐央行降息已有一定預期，若歐央行在降息後對於未來再降息的途徑釋出較為偏鷹的取態，便會導致歐元上升，這將會令美元指數有所回落，相反若釋出較鴿的取態，導致歐元走弱，美元指數便會有所上升。第二，影響降息預期的數據；在議息前尚有就業及通脹數據將公布，一旦數據放緩，便會令降息預期升溫，美元指數將有所回落。第三，美聯儲將公布最新利率點陣圖；近日美聯儲官員對通脹回落進度有一定憂慮，不排除將調高對2024年底利率中位數（3月時為4.6%），這代表未來降息幅度將較年初預期少，在息差的優勢下，將支持美元處偏高水平，預期美元指數6月將受以上三因素動態影響，並在104.50至107的區間徘徊。

歐元：歐央行6月降息已被市場預期，關注後續經濟數據

相比美聯儲，歐央行給予市場較確切的降息預期。從4月的議息會議到近日大部分管委的言論亦表達出降息的必要性，值得留意兩個重點。一是工資增長走勢反復已被考慮，就業市場強韌往往是阻礙利率決策的因素，然而在會議紀要中，央行有提及工資下跌不會是線性的，這描述反映管委已對工資反復情況存在一定心理準備，同時強調關注的不單是最新的數據而是大趨勢。二是行長早前表達出不會依靠美聯儲的政策路徑，這代表歐央行降息是基於歐元區的個別情況。從以上兩個重點可見，歐央行不擔心早於美聯儲開始降息而且只要具有足夠數據表現出通脹趨勢性下行至目標水平，便可以開始降息。現時市場普遍預期歐央行將於6月開始降息，不過就第一次降息後的途徑，相信仍要觀察降息後對經濟的影響。對於歐元而言，降息會令利差收窄降低短期歐元的吸引力，但同時由於降息對經濟增長有一定的幫助，而且預期歐央行較低機會因為經濟不濟而很快連續降息，故此，在第一次降息後，預期歐元能受惠於經濟面改善而出現反彈，考慮到息差因素影響下，歐元兌美元1.10為重要阻力位。

英鎊：區間波動

英倫銀行最新貨幣政策會議指引出現轉向，英國消費者物價指數（CPI）低於前值，同時失業率有所抬頭，均指向鴿派的事態發展。話雖如此，始終居高不下的服務業通脹水平仍為以可持續方式去通脹帶來阻力。相較於整個貨幣市場格局而言，歐央行與英倫銀行的貨幣政策定價已朝着有利於英鎊的方向發展（得益於歐央行鴿派政策的助力）。就近期的交叉貨幣走勢而言，歐元兌英鎊匯率似乎將維持區間波動並小幅走低。如通貨再膨脹主題進一步占據主導地位，歐央行降息表態將面臨更大阻力，而上述風險仍然存在。在此種情形下，市場普遍預計英鎊將表現不佳。在英倫銀行採取鴿派立場後，英鎊兌美元匯率已跌至近期區間的下限。然而，該匯率較難徹底跌破1.25的水平，除非英倫銀行更為積極地採取分化的貨幣政策，或風險情緒及全球復蘇動力逆轉走低，而這在近期可能不會出現。因此，我們預計區間波動走勢將在近期占據主導地位。



日圓：利差有望縮窄，關注160關鍵支撐

美元兌日圓在日本央行進場干預後短暫大幅下跌，但隨後反彈，目前重新回到155上方。由於日本央行並不是公開承諾捍衛某個匯率水平，也不公開宣布干預，顯示其保持匯率在某個水平的決心可能較弱，故也促成了美元兌日圓匯率的較大幅度反彈。但由於美國和日本未來貨幣政策的走向更可能指向美日利差收窄而非擴寬，加上有央行隨時可能出手阻止貶值的不確定性，未來市場押注日圓走弱的力量很可能減弱。預計美元兌日圓難以大幅高於160的水平。

商品貨物

加元：下行中震盪企穩

強勁的就業數據為加元提供短暫支撐。數據顯示，加拿大4月增加了9.04萬個工作崗位，遠超市場預期，為2023年1月增加15萬個就業崗位以來的最大增幅。但需要注意的是，加拿大工資增長低於前值，市場預計加拿大央行仍有可能在6月調整政策利率，加元的上行空間依舊受限。油價方面，儘管近期中東局勢未出現根本性好轉，但原油市場對此的反應日漸趨弱，市場關注的注意力重回世界經濟前景上。目前主要國家經濟數據均顯示出經濟放緩跡象，燃料需求處於較為低迷狀態，預計在需求端影響下，後市國際原油價格或延續低位震盪。整體來看，加元在震盪中逐步走弱，進入整體下行通道之中，短線料震盪企穩，振幅收斂。

澳元：寬幅震盪中反彈乏力

澳儲行決定維持利率中性立場，利率政策大方向為澳元托底。目前來看，反復頑固的通脹已逐步降低澳儲行今年降息的 가능성이。並且澳儲行強調，工資的潛在增長和就業的顯著復蘇可能會增加9月份加息的可能性，在“不降有升”市場預期下，澳元短期從中受益。後市來看，若配合美國反映通脹的數據有呈現下降、美聯儲降息預期提升，則澳元將會獲得進一步的支撐，且繼續得以延續反彈的走勢，但反彈空間受限且振幅仍將處於較大區間內。

人民幣：外部壓力減弱，保持合理區間運行

截至5月10日，CFETS美元兌人民幣匯率收於7.2227，較上月小幅回升。美聯儲5月議息會議上，美聯儲主席鮑威爾否認了美聯儲再次加息的可能，美國4月非農就業人口僅新增17.5萬人，新增人數創年內最低值，薪資增速按月增速也僅新增0.2%，低於市場預期，勞動力需求或開始有所放緩。此外，歐元區和英鎊6月或開啓降息，人民幣短期面臨的外部壓力有所降低。進出口方面，按美元計，中國4月出口按年增長1.5%，增速由負轉正，貿易順差也較上月回升，顯示進出口逐步回暖，內需復蘇更為明顯。人行1季度貨幣政策執行報告提出，繼續保持人民幣匯率在合理均衡水平上的基本穩定。總體看，外部壓力減弱，進出口回暖，政策持續呵護下，人民幣匯率短期如沒有超預期變量發生，有望繼續維持在合理區間運行。



大类资产配置

图表 11：2024年大类资产配置一览

| 股票 | 低配程度 | | 标准配置 | | 超配程度 | |
|------------------|------|-----|------|----|------|--|
| | 看淡 | 保守 | 标配 | 推荐 | 积极推荐 | |
| 美国 (标普 500) | | ● | ● | | | |
| 欧洲 (DAX · CAC) | | ● | | | | |
| 英国 (富时100) | | ● | | | | |
| 日本(日经225) | | | | ● | | |
| 中国A股 (沪深300) | | | | ● | | |
| 中国港股 (恒生指数) | | | | ● | | |
| 债券 | 看淡 | 保守 | 标配 | 推荐 | 积极推荐 | |
| 美国国债 | | | | ● | | |
| 中资美元债 | | | | ● | | |
| 中国：货币市场 | | | ● | | | |
| 中国：利率债 | | | ● | | | |
| 中国：信用债 | | | ● | | | |
| 中国：可转债 | | | ● | | | |
| 贵金属 | 看淡 | 保守 | 标配 | 推荐 | 积极推荐 | |
| 黄金 | | | | ● | | |
| 白银 | | | | ● | | |
| 原油 | | ● → | ● | | | |
| 铜 | | ● → | ● | | | |
| 铝 | | | ● | | | |
| 外汇 | 看淡 | 保守 | 标配 | 推荐 | 积极推荐 | |
| 美元 | | ● → | ● | | | |
| 欧元 | | ● | | | | |
| 英镑 | | ● ← | ● | | | |
| 加元 | | | ● | | | |
| 澳元 | | | ● | | | |
| 日圆 | | | ● ← | ● | | |
| 人民币 | | | ● | | | |

资料来源：中国银行投资策略研究中心

注：灰色圆圈为预设条件择机调整的方向，红色圆点为二季度修正，黑色为年度观点。



2024年一季度，在美元即将开启降息周期的预期下，全球资产价格迎来曙光。全球权益方面，海外股市与中国股市继续分化，海外股市惯性上冲，而中国股市“V”型反转，内部结构分化，涨跌互现；全球债市整体表现为中强美弱，中债延续牛市，美债收益率在高位反复折返而表现不佳；汇率方面，美元一枝独秀，非美普遍走弱，人民币保持稳定。黄金开启主升浪屡创历史新高，商品提前交易美元降息走出牛市行情。

2024年二季度，美国软着陆可能性加大，欧元区经济或有衰退风险，日本经济预期走强。中国财政货币齐发力，部分数据开始回暖，复苏力度或超预期。权益方面，美股惯性上冲阶段，降息或触发调整；中国A股定位调整信心持续提振，“V”型反转之后休整等待复苏，中国港股历经沧桑，估值低估再低估，价值重估再启航。债市方面，美债交易降息配置恰逢其时，中债短空中多或继续超预期。外汇市场方面，美元步入中性区间宽幅震荡，人民币或在区间震荡中等待转机，其他非美货币与美元镜向交易。黄金在美元降息周期开启前夕进入主升浪，商品亦先行一步走牛。

投资者二季度面临的机会与风险并存。首先，黄金进入主升浪，依然维持黄金收益型战略资产定位和超配，追高、持有或部分逢高获利了结，都有其合理性，取决于自己的风险偏好。后续需要观察变局中美元地位衰减的速度与路径，美国及主要经济体债务规模增长情况，密切观察央行后续的购金行动进展。第二，中国A股大盘“V”型反转之后，建议加大权益产品配置。无论是红利的价值，还是科技的成长；无论是指数增强的被动投资，还是主动管理产品，在风险偏好允许范围内，权益仓位决定了未来资产配置的效果。最后，针对美股、日股，投资者应谨慎追涨。美国纳斯达克和日经225从2023年初至一季度末累计分别上涨56.32%和54.71%。技术的创新效应在股市里已经充分体现，后续将是应用产业化推广和龙头公司接受其他后起之秀挑战的阶段，龙头公司或进入利润率下行阶段。

总编：程慧心

主编：屈刚、文晓波

责任编辑：

宏观：朱启兵、李振龙、蔡俊生、柳映堤、常珂

股市：张诗琪、王君、余超、柳映堤、赵媛

债市：洪郑冲、孔君正、王宝钧、万洁、陈卫全

大宗商品：吴瑕、赵昕然、颜文辉

外汇：张诗琪、丁孟、潘剑锋、刘畅、Kai Lim

统编：李品章、苏康苗、常珂、余超、洪郑冲、刘畅、吴瑕

顾问：徐高、管涛



▶ 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。客戶應事先考慮及了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。客戶應事先考慮及了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构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。



▶ 免责声明及重要注意事项

▲本档所述的证券、商品、外汇、相关衍生工具或其他投资可能并不适合所有投资者，且并未考虑本档各读者的特定投资目标或经验、财务状况或其他需要。因此，本档并无就其中所述任何投资是否适合或切合任何个别人士的情况作出任何声明或推荐，亦不会就此承担任何责任。投资者须了解有关投资产品的性质及风险，并基于本身的财务状况、投资目标及经验、承受风险的意愿及能力和特定需要而作出投资决定。如有疑问或在有需要情况下，应于作出任何投资前征询独立专业顾问的意见。本档无意提供任何专业意见，故投资者在任何情况下都不应依赖本档作为专业意见之用。

▲中银香港为中国银行股份有限公司的附属公司。中国银行股份有限公司及其子公司及 / 或其高级职员、董事及雇员可能会持有本档所述全部或任何证券、商品、外汇、相关衍生工具或其他投资的仓盘，亦可能会为本身买卖全部或任何该等证券、商品、外汇、相关衍生工具或其他投资项目。中国银行股份有限公司及其子公司可能会就该等证券、商品、外汇、相关衍生工具和其他投资提供投资服务（无论为有关投资银行服务或非投资银行服务）、或承销该等证券或作为该等证券的庄家。中国银行股份有限公司及其子公司可能会就因应该等证券、商品、外汇、相关衍生工具或其他投资专案而提供的服务赚得佣金或其他费用。

▲除非获中银香港书面允许，否则不可把本档作任何编辑、复制、摘录或以任何方式或途径（包括电子、机械、复印、摄录或其他形式）转发或传送本档任何部份予公众或其他未经核准的人士或将本档任何部份储存于可予检索的系统。

©中国银行(香港)有限公司。版权所有，翻印必究。