

2024年7月

季度展望 2024年第3季度

应对波动

季度展望的主要内容

我们对全球市场的看法

- 把握经济软着陆的利好因素
- 保持敏捷投资策略，同时警惕政治风险

季度报告

- 经济增长：回归健康常态
- 概览：各地区主要经济数据
- 通胀：核心通胀压力挥之不去
- 利率：欧洲央行五年来首次降息
- 对估值的看法：专注精选领域
- 多元资产：资产配置观点

资产类别研判

股票

- 科技：聚焦赋能型企业
- 欧洲小盘股：“小而美”
- 亚洲：中国股市走势乐观，日本股市行情是否会持续走高？

固定收益

- 留意收益率曲线的陡化情况
- 市场分化中的机遇

多元资产

- 英国：回归平淡？
- 对欧洲银行的关注度上升
- 资产配置观点

我们对全球市场的看法

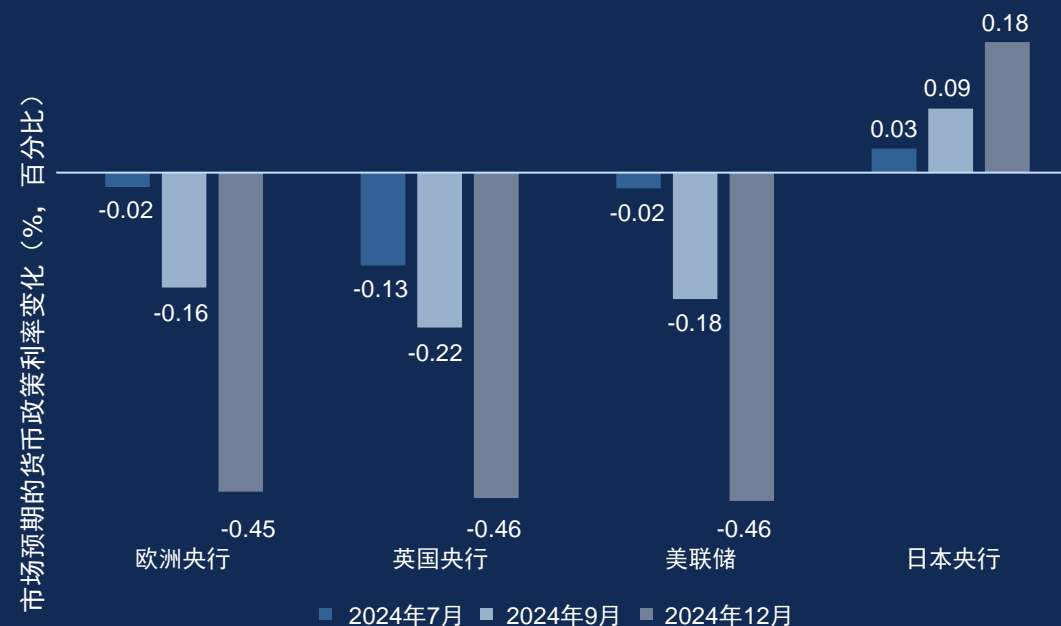
把握经济软着陆的利好因素

- **各市场呈现分化的发展趋势。**随着法国和英国的第3季度选举的临近，加之即将来临的美国11月大选，政治风险也随之上升，使得区域经济差异化的主题趋势更为显著。
- 越来越多的数据表明，**各地区的增长预期正在发生转变。**我们认为，这种步调不一的现象可能会在不同经济体和资产类别中创造投资机遇。
- 我们对美国和全球经济将实现软着陆的信心持续增强——在这种情况下，**经济增速将放缓，通胀水平也随之下降，且不会引发经济衰退。**这种情景很可能利好股市，因为股市有望从盈利增长中受益。然而，**我们仍需警惕市场波动情况以及政治新闻报道。**
- **市场预计，今年全球利率总计仅会下调40个基点，**这一数字较1月初降低了三倍。不同的经济增长和通胀情况，意味着全球各大央行在调整货币政策时的立场也各不相同。
- **我们目前的看法是，美国很可能在9月份开始降息。**我们认为，市场对于未来进一步降息的预期似乎过于保守，投资者或可利用这一认知差异，在收益率曲线陡化和久期策略方面加强布局。

本季度图表

各市场步调不一.....

欧洲央行(ECB)已于6月份开始降息，市场预期美联储(Fed)和英国央行(BoE)也将紧随其后，但其降息步调可能各不相同。日本央行(BoJ)则预计会反其道而行之。



我们对全球市场的看法

保持敏捷投资策略，同时警惕政治风险

- **整体经济和市场环境依然利好股票和债券。**低通胀风险下的经济软着陆能为央行提供降息空间。此外，企业盈利能力依然稳定。
- **政治风险尤为显著。**法国大选可能会在短期内引起欧洲投资者的谨慎态度。美国11月份即将迎来大选，如果唐纳德·特朗普(Donald Trump)再次当选，其政策可能在关税等方面产生深远影响，而欧洲内部在该问题上的分歧已显而易见。
- 抑制通胀方面已有所进展，但最后的阶段往往最为艰难。虽然这并非我们的核心预测情境，但我们仍意识到，经济有可能出现“不着陆”的情况（即经济持续过热），这可能对债券市场带来负面影响，并可能最终对股票市场造成不利。
- **然而，现在并非保持观望的时刻。**两年半以来，美国通胀水平首次逼近目标水平，而美联储政策指导的改善使得市场关注点转移至政治形势和经济增长。
- 即使在全球经济增速普遍放缓的背景下，**各地区经济增长预期的有序轮动**仍不失为一种健康、稳定的发展趋势，有助于延续当前的经济扩张态势。

关注以下机会

- **股票：**我们看好推动人工智能应用的赋能型企业（如数据中心、云服务供应商）及绿色转型领域。欧洲部分小盘股企业因其优质的资产负债表而脱颖而出。我们认为，英国股票市场估值偏低且政治环境稳定。
- **亚洲：**日本市场或得益于公司治理水平的改善。在A股的部分，投资者可以利用市场波动性，专注于中国市场中更具创新性和更高收益的部分。此外，我们也看好中国政府债券。
- **固定收益：**就市场分歧主题而言，我们更青睐收益率曲线和跨市场相对价值策略，包括美国和欧元区（如德国）的曲线陡化策略。鉴于英国的相关基本面和政治前景，我们对其利率持乐观态度。

→ 有关我们资产类别研究的更多详情，请参阅第10-14页。

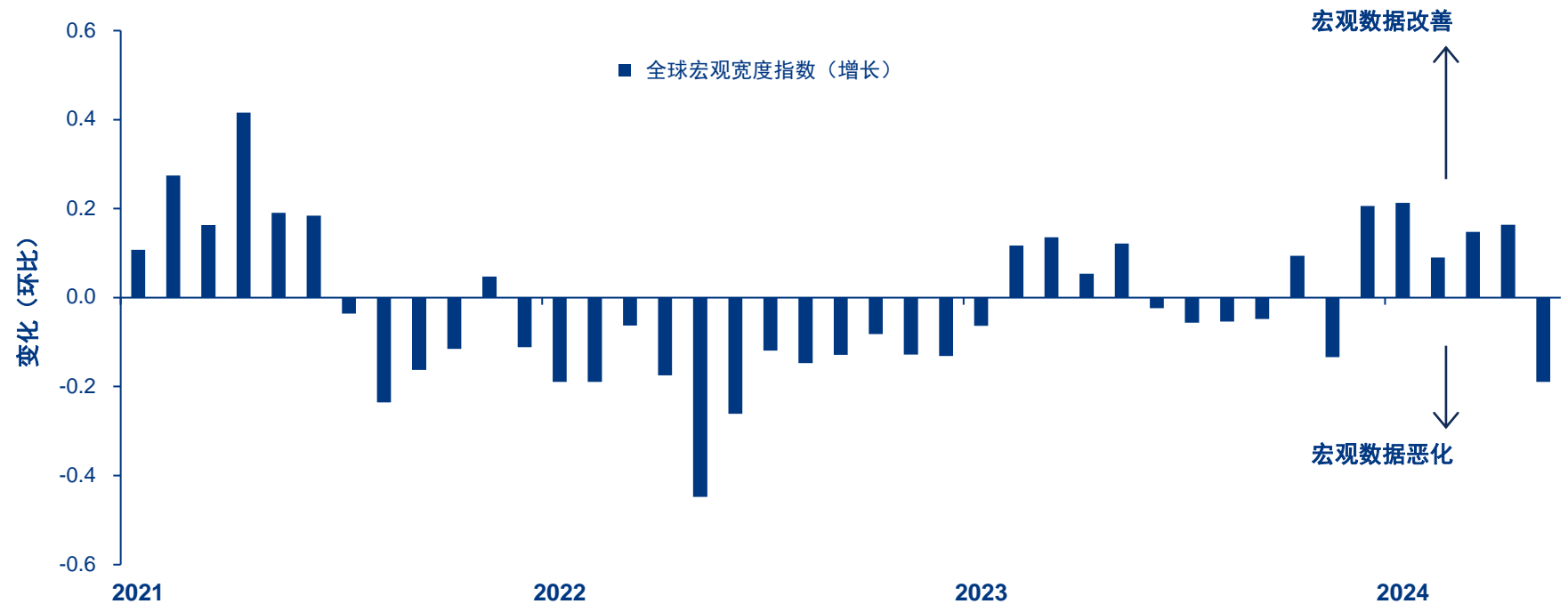


全球不同的经济增长和通胀背景将为各国中央银行提供不同的政策调整空间。这样的市场环境可能为主动的投资者提供丰富的投资机遇——但我们仍需警惕政治风险。

经济增长：回归健康常态

我们的宏观宽度增长指数¹（衡量全球各地的宏观经济数据）六个月来首次出现下滑：

- 5月份，大多数发达国家的宏观数据均有所恶化，其中美国的情况尤为明显，这反映了全球市场动能正在消退。但是，我们认为，这种情况表明全球经济正在回归健康常态，而非陷入更严重的衰退。
- 美国经济增长数据出现4年来最严重的跌幅。欧元区和瑞典则成为例外，因其经济保持了持续的增长态势而受到关注。
- 中国经济数据九个月来首次出现下滑，而其他新兴市场也遭遇类似的挫折。这些数据进一步证实了我们的观点，即制造业尚未开始反弹。



¹我们专有的宏观宽度增长指数跟踪354项全球、区域和国家月度宏观经济数据走向。该指数月度变化范围为-1到1，数值1（-1）表示所有相关指标上升（下降）。这些指数关注变化的方向而不是幅度，因此能够评估潜在宏观趋势的广度，并且不太可能受底层数据的任何历史修订的影响。数据来源：安联投资全球经济与战略研究部门，彭博社，路孚特（数据截至2024年5月31日）。

概览：各地区主要经济数据

美国

随着市场动能开始减弱，美国经济离成功实现软着陆仅有咫尺之遥。在接下来的几个季度，生产力和劳动力供应预计会出现疲软，但我们不会过于悲观：我们认为，美国经济将继续在发达国家中保持优异表现，陷入衰退的可能性微乎其微。鉴于通胀问题的持续存在，我们目前预计，美联储将在9月份开始降息，2024年可能降息25至50个基点。

欧洲

在经历一段增长停滞期之后，欧元区经济出现初步复苏迹象，提振了前景展望。较低的利率应该会产生额外的推动作用：欧洲央行已在6月份降息25个基点，我们预计，年底前仍有可能再进行一到两次同等幅度的降息。随着英国通胀压力的减轻，我们认为英国央行可能会在8月份开始降息。

亚洲

尽管房地产市场的挑战依然存在，但凭借制造业和工业领域的实力，中国的制造业和工业实力将有助于经济实现2024年约5%的增长目标。近几个月来，日本经济逐步呈现复苏迹象。我们预计，在放弃长期维持的负利率政策后，日本央行将进一步上调政策利率，并缩减其债券购买计划规模。

经济增长：近几个月来，2024年经济前景展望有所改善
实际GDP，同比%

	2023	2024年 彭博市场预测 ¹
全球	3.0	3.0
美国	2.5	2.4
欧元区	0.5	0.7
德国	-0.1	0.2
英国	0.3	0.6
日本	1.9	0.4
中国	5.2	4.9

通胀：物价压力正在逐渐缓解
通胀，同比%

	2023	2024年 彭博市场预测 ¹
全球	6.0	4.4
美国	4.1	3.2
欧元区	5.4	2.4
德国	6.0	2.5
英国	7.3	2.5
日本	3.3	2.4
中国	0.2	0.7

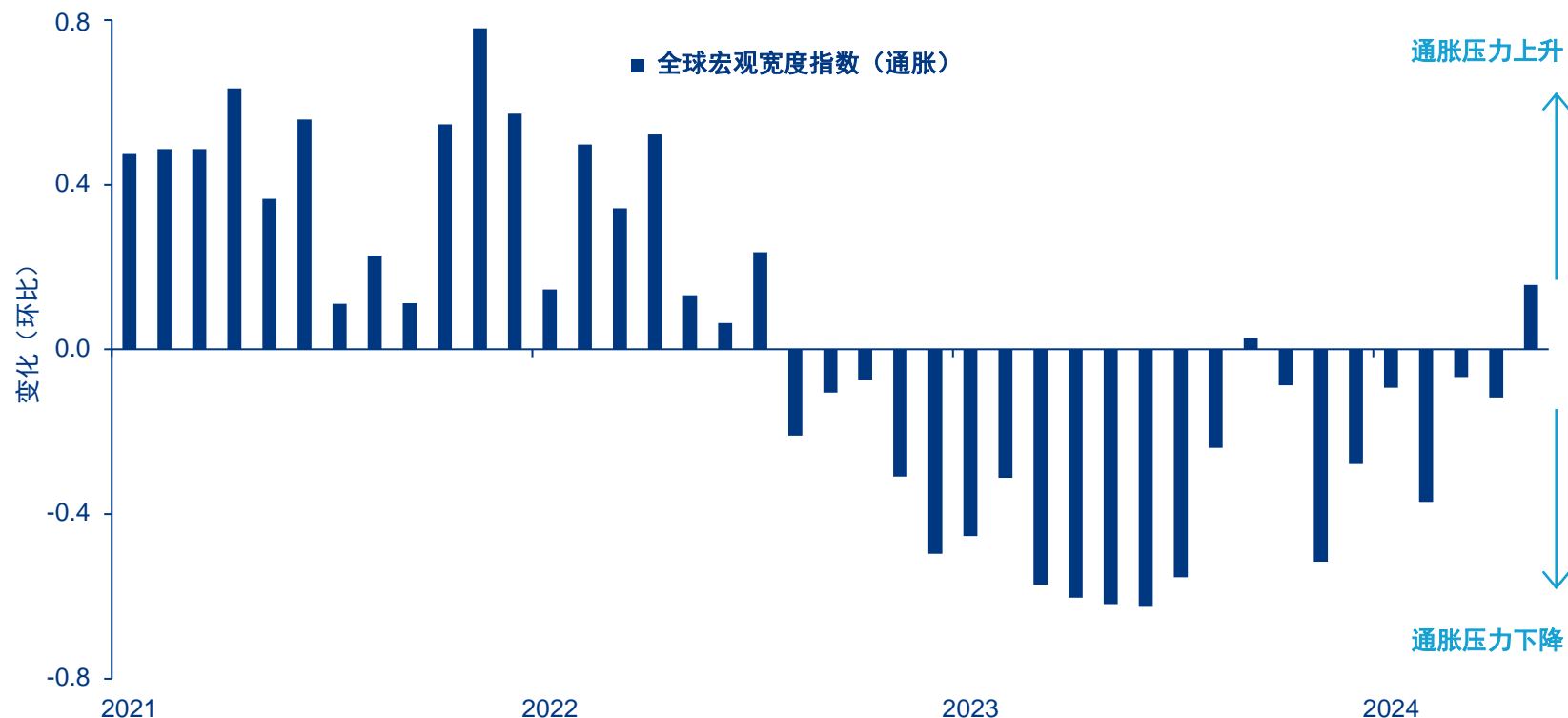
¹安联投资2024年预测与共识基本一致，但我们对德国、欧元区和英国的GDP增长较为乐观。所示2023年预测代表彭博共识。数据截至2024年5月31日。

通胀：核心通胀压力挥之不去

通胀势力仍未得到遏制。

我们的宏观宽度通胀指数²显示，通胀压力跳涨幅度达到两年来的最高水平：

- 过去两年多的时间里，各国央行一直在对抗通货膨胀。尽管已取得重大进展，但我们的数据提醒我们，这场通胀抗击战还未赢得最终胜利。顽固的通胀是导致美联储决定将降息推迟到7月以后的因素之一，而我们（和市场）原本预计7月份将会开始降息。
- 全球数据显示，自2024年初以来，去通胀趋势已经停滞，核心服务业通胀（涵盖从医疗服务到机动车保险等各个领域）呈现粘性。对于这是否仅仅是持续去通胀进程中的暂时性障碍，我们将保持观望态度。
- 中长期来看，我们预计全球核心通胀率将高于全球各国央行目标水平。导致这一现象的因素包括供应链区域化、脱碳化以及人口老龄化。

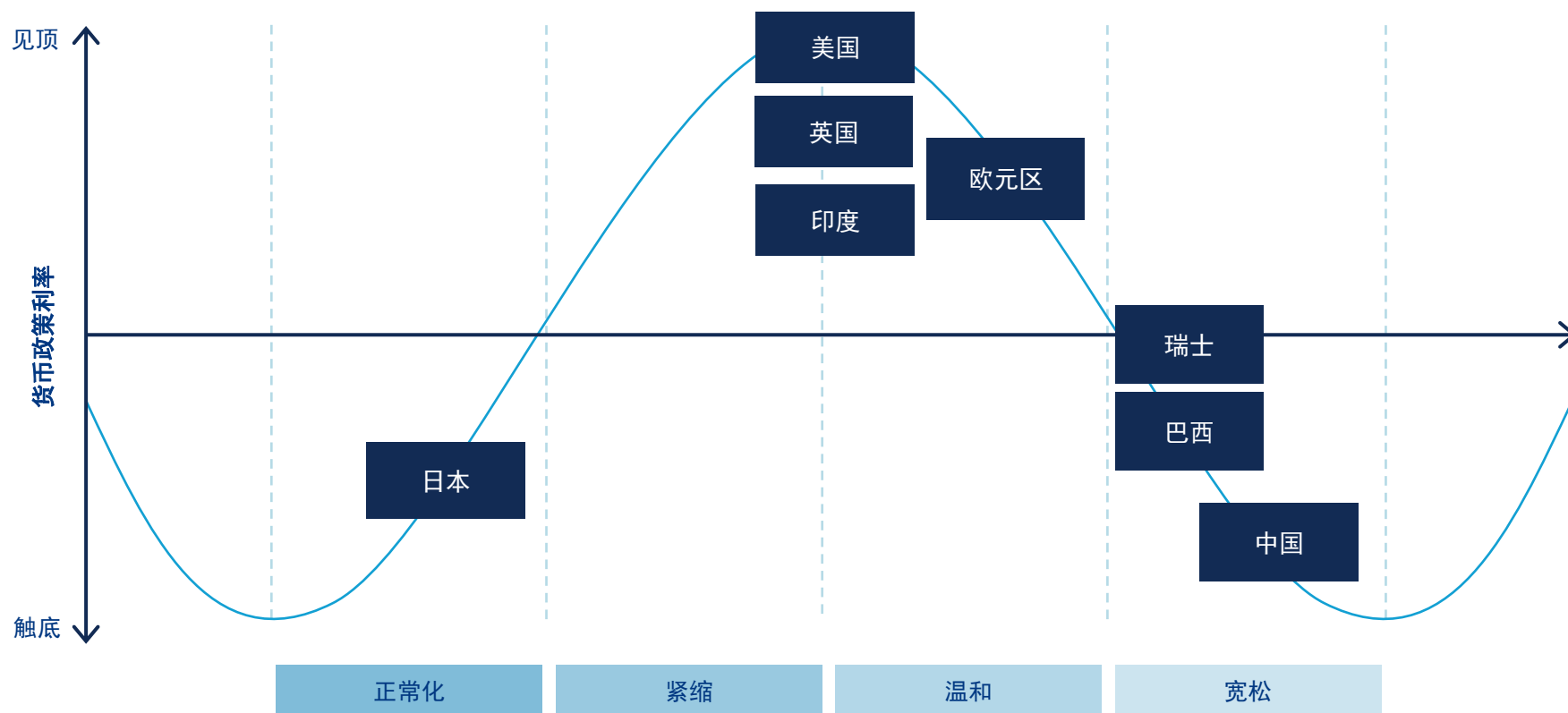


²我们专有的宏观宽度通胀指数跟踪354项全球、区域和国家月度宏观经济数据走向。该指数月度变化范围为-1到1，数值1（-1）表示所有相关指标上升（下降）。这些指数关注变化的方向而不是幅度，因此能够评估潜在宏观趋势的广度，并且不太可能受底层数据的任何历史修订的影响。数据来源：安联投资全球经济与战略研究部门，彭博社，路孚特（数据截至2024年5月31日）。

利率：欧洲央行五年来首次降息

美联储和英国央行预计将紧随其后——但我们预计，其降息周期并不会立即启动

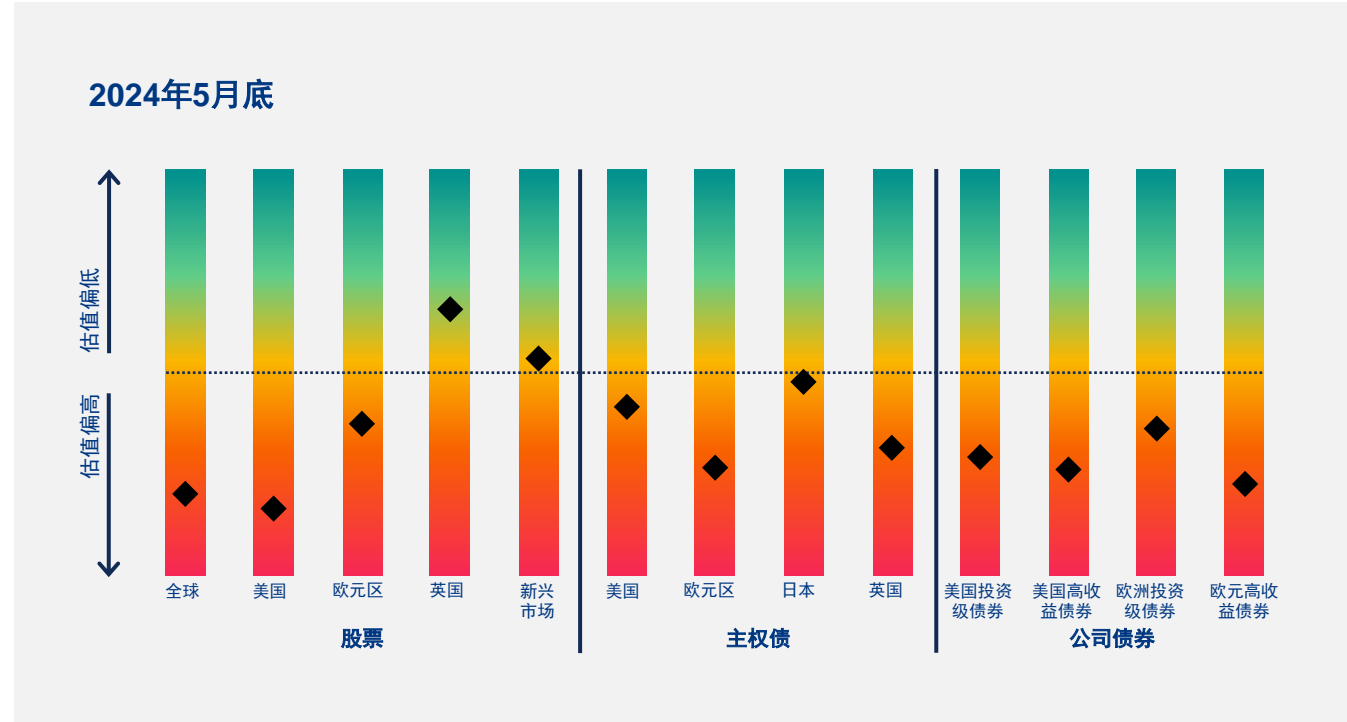
- 随着全球通胀水平的回落（尽管各地幅度并不均衡），越来越多的央行开始降息。5月份，在我们考察范围内的央行中，降息央行数量连续7个月超过加息央行数量。近期采取降息行动的银行包括瑞士央行、欧洲央行和加拿大央行。
- 我们预计，美国和英国也将紧随其后，而日本目前仍然是一个特例。
- 然而我们认为，利率不会出现螺旋式的骤然下降。我们预计，不同政策制定者将采用不同的降息速度。总体而言，未来两年内，由于通胀问题持续存在，利率仍会长时间保持在高位。



对估值的看法： 专注精选领域

更多买入机会或将涌现

- 我们认为，按历史标准来看，许多资产的估值相对偏高。然而，我们已经观察到一些精选的投资机会，以及我们认为，随着全球主要经济体和资产的增长步调愈发不一致，更多的机会或将涌现。
- 在当前美国和全球股票投资溢价看似可观的股票市场中，英国和新兴市场股票估值偏低的情况尤为突出。经济增速放缓可能会创造更多的买入机会。
- 美国和日本主权债的估值并未严重偏离其公允价值。我们认为，由于选举事件和步调不一的利率变动可能引发市场波动，其他主权债的估值也有可能进行调整。



计算结果来自安联投资经济与战略研究部门。估值评分=当前评分相对于历史评分的分布。股票估值基于席勒市盈率、市净率和12个月远期市盈率。主权债估值基于10年期实际利率和期限溢价。公司债券估值基于隐含违约概率和相应的主权债估值。数据来源：安联投资全球经济与战略研究部门，彭博社，Datastream（数据截至2024年5月31日）。过往表现并不代表未来结果。此处陈述可能包含基于管理层当前看法和假设而对未来所做的预期和其他前瞻性陈述，其中包含的已知和未知风险及不确定性可能会导致实际结果、表现或事件与此类陈述表达或暗含的结果、表现或事件存在重大差异。我们不承担更新任何前瞻性陈述的义务。估值基于对经济增长前景的最近的展望。

资产类别研判：

股票

政治周期与经济周期： 市场波动凸显质量的重要性

2024年是选举的关键之年，约有全球一半的人口将参与选举投票。然而，这一年的政治形势仍时有变数，比如法国突然提前举行大选。对于市场而言，地缘政治已成为无所不在的影响因素。

这一情况尚且发生于更为温和的宏观经济背景之下。美联储近期会议使得其货币政策的透明度有所提升。投资者应当谨记：虽然经济周期至关重要，但对不断演变的环境具有更清晰的认知后，关注焦点可以转向政治周期。美国在这方面的信息最为明显，因为美国11月份即将迎来大选，唐纳德·特朗普如果再次当选，则可能产生全球性的影响。

政治周期与经济周期的相互影响将导致投资者面临更多的市场波动。尽管这种波动可能提供入场时机，但它也凸显了注重投资组合质量以及审慎构建投资组合的必要性。在评估公司的增长、价值和收入风格时，我们将重点关注质量指标，如强劲的资产负债表和公司领导力。

在此背景下，我们目前青睐以下几类投资主题。

科技：聚焦赋能企业以及人工智能的第二波浪潮

科技领域依然引人注目。部分股票的价格颇高——“七巨头”公司的情况更是如此，尤其在人工智能(AI)的蓬勃发展下，它们一直是美国股市的主要推动力。因此，我们将在该领域寻找更长远的机会，特别是那些专攻人工智能热潮背后的赋能技术型公司，如云计算、数据中心和应用程序编程接口(API)——这些均属于人工智能“管道架构”的关键部分。

此外，虽然人工智能生态系统的发展仍处于初级阶段，但应用型人工智能通过提高生产效率对企业产生的影响将是资本市场接下来认可的下一阶段——即人工智能的第二波浪潮。

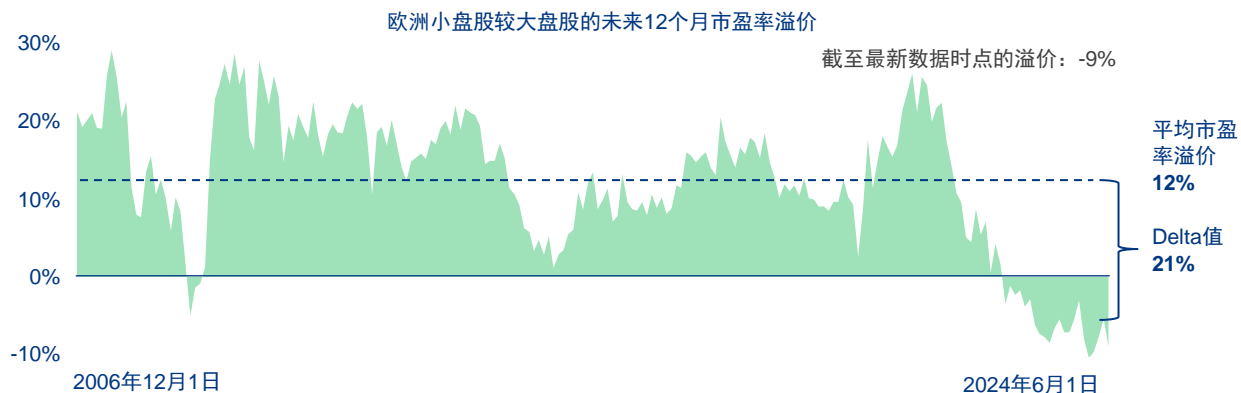
资产类别研判： 股票

欧洲小盘股：“小而美”

欧洲约有5,000家上市小盘股公司，其中不乏颇具吸引力的成长型领域中的全球领先企业。小盘股公司在资本货物和运输等行业占有较高权重，因此它们通常比大型企业更具周期性，并且也更趋于本土化。这意味着，在欧元区经济增长加速的情况下，它们通常会取得出色表现。因此，当增长势头触底而采购经理人指数开始反弹之时，则可能是对小盘股持乐观态度的最佳时机。

由于被认为过度依赖信贷，在信贷环境趋紧的情况下，小盘股未能参与近几个月的周期性复苏。但随着欧洲央行开始降息，市场环境可能逐渐转向利好它们的一面。此外，我们认为，卖方分析师的覆盖程度相对较低，这可能会给主动寻求优质股票的投资者提供获取超额回报的机会。

欧洲大盘股与小盘股的当前相对价值



数据来源：安联投资；9%的估值折价基于12个月远期市盈率与历史溢价（+12%）。

亚洲：中国股市走势乐观，日本股市行情是否会持续走高？

我们认为，从长远的角度来看，我们有理由对中国股市保持乐观态度。中国A股市场在经历了三年的熊市表现后，今年迄今已呈现上涨趋势。股票估值虽然处于历史低位，但盈利增长预期却在加速上升。中国股票市场目前处于“被低估”的状态。此外，中国政府在提振经济和推动就业方面采取了鼓舞人心的积极措施。然而，关于经济增长的可持续性以及深陷困境的房地产市场的前景，依然存在不确定性。

对中国股市采取精挑细选的投资策略方为谨慎之举，尤其是考虑到在美国11月份大选及其后阶段，市场波动可能加剧。这意味着，我们应当关注市场上收益较高的部分，即能够提供更高股息并执行股票回购计划的公司。那些通过降低资本支出需求来增加自由现金流的企业将颇具吸引力。我们也在关注那些由自给自足、人工智能渗透和创新因素所支撑的关键增长领域，其中可能包括在电网基础设施、半导体供应链、人工智能相关领域以及核电领域运营的企业。

我们对日本市场同样保持乐观态度。日本股市经历了重大的结构性改革，要求“优质”公司必须满足流动性、经营绩效和公司治理等方面的上市新规定。我们认为，在央行持续努力刺激经济发展的背景下，日本股市具备有利的增长环境，不仅展现出合理的估值，近期的盈利表现亦十分强劲。

资产类别研判：

固定收益

留意收益率曲线的陡化情况

近年来，在通胀和利率上升的同时，经济格局也发生了巨大转变。然而，美国国债收益率曲线（以及其他曲线）并未反映出这种变化；与历史趋势相比，该曲线依然维持在相当平坦的状态。我们认为，这种情况即将有所改变。

我们预计，在2024年剩下的时间里，美国和德国的收益率曲线将会更为陡峭。其中的催化因素在于各国央行开始降息，这将促成前端收益率的重新定价。因此，我们预计，“期限溢价”（即投资者持有长期债券相对于短期债券所要求的额外收益）将有所上涨，从而对超长期债券构成压力。

美国和德国收益率曲线的陡化交易应当会从中受益。相比之下，对于日本而言，我们预计，面对日益上升的通胀预期，政策利率将在未来几年内回归正常，这一变化可能会导致政府债券收益率曲线趋于平坦。

平坦曲线与陡峭曲线对比：美国（5年期与30年期）和日本（7年期与30年期）；单位：基点



数据来源：安联投资，彭博社，2024年5月31日。

市场分化中的机遇

近年来，由于主要发达政府债券市场的步调几乎完全一致，因此我们不难理解市场参与者为何偶尔对其失去兴趣。然而，如今的情况已经不再如此。

随着不同国家和地区的发展步调不一，机遇也随之涌现。我们观察到，货币和财政政策的差异正在浮现，并且随着政治动荡而愈发显著。此外，政府债务负担也各不相同。未来数月内，这些转变可能带来相对价值仓位方面的可观回报。

举例来说，美国经济的强劲表现已导致市场对2024年降息的预期大幅降低。英国经济的发展动态则有所不同。低于趋势水平的增长、财政方面的约束以及在实际利率受限情况下颇具吸引力的估值环境，均有利于在跨市场基础上配置英国政府债券。

我们观察到，其他类似的机会正在涌现，这为市场参与者提供了许多值得考虑的投资选项。

资产类别研判：

↕ 多元资产

英国：回归平淡？

在经历脱欧、利兹·特拉斯(Liz Truss)短暂的首相任期以及多次的首相更迭之后，英国市场最终可能回归其平淡状态。目前，与其他市场的动荡形势相比，英国市场相对稳定的状态更为有利。

这种新发现的可预测性，加上其作为全球估值最低的市场之一的地位（即便已按行业进行调整），或许会让英国成为值得谨慎重估的市场，尤其是在盈利修正开始好转的情况下。其他利好因素包括：

- 宏观数据向好，呈现出比其他地区更积极的意外上行趋势。
- 商业与消费者信心的提升开始转化为零售销售额的增长。
- 许多投资者当前对英国市场的投资比重偏低，因此随着经济增长持续改善，加之7月选举的政治干扰逐渐消退，投资者可能会重新调整投资布局。

对欧洲银行的关注度激增

高额正利率的重新出现为欧洲银行业带来了颠覆性的变革。在经历了十年的下降趋势，并于两年前几乎触底归零之后，利率差额目前有望回归历史“正常”水平。

这种机制的转变带来了极其强劲的盈利增长，2023年的利润达到前十年平均水平的三倍。只要利率保持在大约2%以上，银行即足以捍卫自身的利润率，从而有可能维持类似的利润水平——这将形成结构性投资依据。

当然，也存在需要密切关注的风险因素，包括超出预期的贷款损失、法国的政治局势以及对“意外利润”进行征税的可能性。

尽管如此，我们相信，总体而言，这可能提供颇具吸引力的投资机会。虽然市场动能强劲（今年迄今增长23%），但欧洲银行的估值仍远未达到过高水平：其市盈率不到7倍（美国银行：12倍）。这意味着它们有广阔的重新估值空间，尤其是考虑到当前欧洲经济数据有所改善的情况下。

多元资产



资产配置观点：



谨慎 乐观

整体风险

- 经济实现软着陆的前景、经济增长回归健康常态以及通胀指标趋于下降，均可能形成市场的最佳投资契机。“不着陆”情景将对政府债券构成风险，但对股票的影响则较为轻微。
- 鉴于市场动能、企业盈利等关键驱动因素以及央行降息举措的支撑效应，我们对风险资产持乐观态度。



谨慎 乐观

股票

- 我们对股票持乐观立场。我们依然看好日本股市，因为其估值颇具吸引力，且资本市场正转向更加以股东为中心的模式；此外，我们也关注持有量过低的英国股市。科技板块已成为美股的推动力量。
- 虽然欧洲的基本面强劲，但在法国的形势更为明朗之前，我们仍保持观望态度。



谨慎 乐观

新兴市场股票

- 从多项指标（尤其是估值方面）来看，新兴市场股票都显得颇具吸引力，但其盈利趋势尚不足以令人信服。
- 中国股市近期表现如过山车般跌宕起伏。虽然估值向好，政府也已采取重要措施稳定房地产市场，但市场情绪依然低迷。我们对该市场的长期前景持乐观态度。



谨慎 乐观

政府债券

- 美国经济数据疲软及温和的通胀预期为全球主权债券提供了支撑。
- 从基本面角度而言，我们看好欧元区政府债券，但仍在观望欧洲央行是否会释放更多信号。大部分市场的动能呈现负向趋势，日本政府债券的情况尤其如此，其在未来几个季度可能会走弱。



谨慎 乐观

信用债

- 尽管利差颇具吸引力，但考虑到估值情况，我们对信用债普遍持中立态度。
- 投资级债券比高收益债券更受青睐，在欧洲市场尤为如此。受益于坚实的基本面以及特定领域的可观息差，新兴市场得以提振。美元的强势地位是该地区面临的风险因素。



谨慎 乐观

大宗商品

- 总体而言，我们对大宗商品市场的前景展望仍然较为乐观。基于长期的积极因素，我们进一步巩固了原本已相当可观的黄金持仓。
- 持续的地缘政治紧张局势预计会导致贵金属市场波动加剧。



谨慎 乐观

美元

- 虽然收益率差异在短期内仍将利好美元，但我们基于估值原因削减了美元相对于欧元的偏高配置。尽管短期内仍面临风险，但从12个月以上的时间跨度看，不同的利率前景可能令日元比美元更受青睐。

此处陈述可能包含基于管理层当前看法和假设而对未来所做的预期和其他前瞻性陈述，其中包含的已知和未知风险及不确定性可能会导致实际结果、表现或事件与此类陈述表达或暗含的结果、表现或事件存在重大差异。我们不承担更新任何前瞻性陈述的义务。

风险提示

本文内所载的资料于刊载时均取材自安联投资相信是准确及可靠的来源。安联投资保留权利于任何时间更改任何资料，无须另行通知。本文并非就内文提及的任何证券提供或邀请或招揽买卖该等证券。阁下不应仅就此文件提供的数据而作出投资决定，并向财务顾问咨询独立意见。

本文包含的部分信息（包括任何意见或预测表达）基于安联投资认为在发布之日是可靠的来源获得的，任何人士依据该信息采取行动或以其他方式改变其观点需自行承担风险，安联投资不承担任何有关责任。投资涉及风险。尤其是投资于新兴及发展中国场所附带的风险。过往表现并非未来表现的指引。

本文内容均受版权保护，未经同意，本文不得转载或给第三方传阅。本文件并未经监管机关审核。

发行人为安联寰通海外投资基金管理（上海）有限公司，是安联寰通管理咨询（上海）有限公司全资控股子公司。