



更多信息，請致電 95555，或登錄 [cmbchina.com](http://cmbchina.com)





招商銀行

CHINA MERCHANTS BANK

因 您 而 变

# 私人银行季度投资观点

二零二四年 第二季度







## 东方欲晓

美联储货币政策由紧转松是境外市场的全年交易主线，这将利多境外风险资产。不过一季度以来，无论是美国经济，或是通胀数据均表现出了较强的粘性，市场对美联储降息预期的博弈一直有所反复，这个趋势结束之前，将导致投资者在交易降息预期时可能会面临较多的波折。境内而言，国内经济已出现改善信号，二季度在政策托底、投资端发力的背景下，经济动能仍有望边际提升，资本市场已回到年初位置，但风险偏好的改善需要更长时间。

境内外宏观经济将如何演变？政策将如何调整？又将如何影响资本市场？各大类资产分别蕴含哪些风险与机会？带着这些思考，与您分享我们对2024年二季度资本市场的最新观点。

### ► 2024年一季度大类资产表现回顾：境内股票震荡，境外股强债平

境外市场方面，3月以来美元指数震荡，美债利率持平，黄金大幅上涨并创新高，美股整体及科技股上涨。境内市场方面，3月以来中国国债利率震荡小幅下行，人民币汇率偏弱震荡，A股震荡，各资产变化不大（见表1）。

表1：一季度市场回顾

大类资产	名称	现价	今年以来 (%)	过去6个月 (%)	本月以来 (%)
权益	MSCI发达市场	2701	9.7%	20.1%	3.2%
	MSCI新兴市场	64013	4.0%	9.4%	2.7%
	道琼斯工业平均指数	39807	5.6%	18.8%	2.1%
	标准普尔500指数	5254	10.2%	22.5%	3.1%
	纳斯达克综合指数	16379	9.1%	23.9%	1.8%
	上证综合指数	3041	2.2%	-2.2%	0.9%
	伦敦金融时报100指数	7953	2.8%	4.5%	4.2%
	巴黎CAC40指数	8206	8.8%	15.0%	3.5%
	法兰克福DAX指数	18492	10.4%	20.2%	4.6%
	东京日经225指数	40369	17.0%	22.9%	3.1%
	韩国综合指数	2747	3.4%	11.4%	3.9%
	恒生指数	16541	+3.0%	+7.1%	0.2%
	台湾加权指数	20294	5.8%	24.1%	7.0%
	圣保罗IBOVESPA指数	128106	-3.8%	9.9%	-0.7%
俄罗斯RTS指数	1137	4.0%	12.8%	0.9%	
大类资产	名称		今年以来 (BP)	过去6个月 (BP)	本月以来 (BP)
利率	美国10Y	4.20	32	-39	-5
	中国10Y	2.29	-27	-39	-5
	英国10Y	3.96	34	-49	-18
	法国10Y	2.80	24	-61	-8
	德国10Y	2.33	27	-54	-18
	日本10Y	0.75	10	-2	3
大类资产	名称		今年以来 (%)	过去6个月 (%)	本月以来 (%)
贵金属	黄金	2234	8.3%	20.9%	9.3%
	白银	25	5.0%	12.6%	10.2%
大类资产	名称		今年以来 (%)	过去6个月 (%)	本月以来 (%)
汇率	美元	104.51	3.1%	-1.6%	0.4%
	人民币	7.22	-1.8%	1.1%	-0.4%
	日元	151.34	-6.8%	1.3%	-0.9%
	英镑	1.26	-0.9%	3.5%	0.0%
	欧元	1.08	-2.2%	2.1%	0.1%

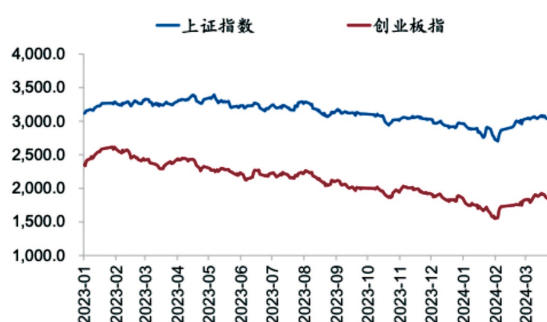
数据来源：Wind，招商银行研究院，截至2024年03月29日



**境内资产方面**，今年以来中国国债利率震荡明显下行，人民币汇率偏弱震荡，A股收复春节前失地，总体看各资产价格变化不大，政策托底下基本面预期出现边际好转。中国国债走势反映出投资者对未来经济预期偏弱，A股市场历经反弹后进入震荡，说明缺乏继续上行的动能（图1）。从结构来看，成长板块和创业板涨幅居前，属于超跌修复。红利板块涨幅居前，说明中期风格依然偏防御。

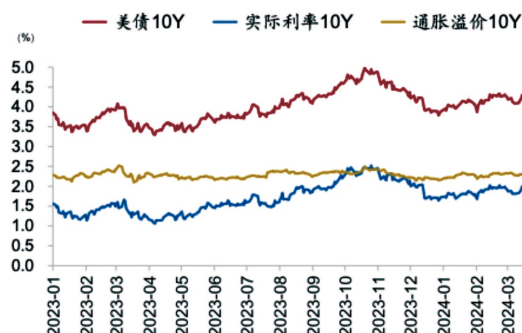
**境外资产方面**，今年以来美元指数偏强震荡，美债利率持平（图2），黄金大幅上涨并创新高，美股整体及科技股上涨。美元指数、美债和美股走势共同反映出美国经济基本面强于预期，美联储降息预期反复。其中，黄金受到地缘政治风险情绪支撑较强，覆盖了降息预期反复带来的影响。美股中，纳斯达克表现强于道琼斯指数，反映出以人工智能为代表的科技行业继续引领美国经济。

图1：A股市场反弹



数据来源：Wind，招商银行研究院

图2：美债利率走平



数据来源：Wind，招商银行研究院

## ► 2024年二季度大类资产配置展望：境外降息预期仍将反复，境内风险偏好上升动能不足

对于2024年二季度的大类资产配置逻辑，境外境内分别阐述如下：

**境外方面**，美股震荡上行，布局人工智能应用。美债利率仍将有所反复，可分批进行配置。黄金仍处牛市，无需畏高。

**境内方面**，国内利率下行节奏放缓，波动增多，固收产品持有但不追涨。A股大盘震荡有压力，结构上红利为先，科技白马均衡配置。市场中性和商品期货策略震荡为主。

根据市场研判与分析，我们对未来6个月的大类资产配置做如下建议（见表2）：

表2：主要资产配置建议汇总表

资产类别	配置建议（未来6个月）					配置变化
	高配	中高配	标配	中低配	低配	
固收	中国国债			●		
	中国信用债			●		
	可转债			●		新增
	美元债	●				
权益	A股		●			
	—消费		●			
	—周期				●	
	—成长		●			
	—高股息		●			
	港股—科技		●			
	美股			●		
	—纳斯达克		●			
另类	黄金		●			
	市场中性			●		新增
	CTA			●		新增

定稿日期：2024/03/31

招商银行私人银行部、招商银行研究院联合出版



# 正文目录

## 2024年二季度主题：境外降息预期仍将反复，境内风险偏好上升动能不足

- 境外：美联储降息预期仍将有所反复 ..... 5
- 境内：政策未超预期+基本面偏弱，风险偏好进一步上行动能不足 ..... 6
- 境内固收：利率下行节奏放缓，波动增多 ..... 7
  - (一)资金：同业存单利率低位震荡 ..... 7
  - (二)利率债：利率中枢下行空间收窄，速度减缓 ..... 8
  - (三)信用债：信用利差小幅向上 ..... 9
  - (四)可转债：策略上防御为主 ..... 10
  - (五)固收投资建议：适度调节，继续持有 ..... 11
- 境内股票：大盘震荡有压力，结构上关注红利、科技和白马 ..... 12
  - (一)A股大盘：上行动力不足 ..... 12
  - (二)A股结构：红利为先，科技白马均衡配置 ..... 13
  - (三)港股策略建议：脱离底部尚需等待 ..... 14
  - (四)投资建议：控制仓位，均衡配置 ..... 15
- 美股：震荡上行，布局人工智能应用 ..... 16
- 美元债：利率仍将有所反复，可分批进行配置 ..... 17
- 另类：黄金无需畏高，标配CTA和市场中性 ..... 18

## 大类资产配置策略：股债均衡配置，重视结构性机会

## 2024年二季度主题：境外降息预期仍将反复，境内风险偏好上升动能不足

### ► 境外：美联储降息预期仍将有所反复

美联储货币政策由紧转松是境外市场全年交易的主线，这将利多美元债、黄金和美股成长股。不过一季度以来，无论是美国经济，或是通胀数据均展现出了较强的粘性（图3），市场对美联储降息预期的博弈一直有所反复，这个趋势尚未结束，这也将导致投资者在交易降息逻辑时可能会面临较多的波折。

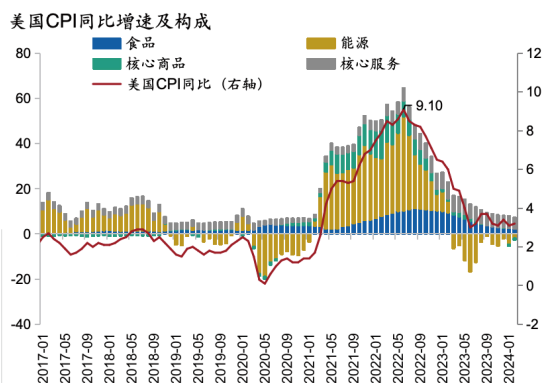
目前，对境外市场有三点判断：

**第一，美联储降息仍是大概率事件。**尽管1-2月美国通胀数据超预期，但并没有改变鲍威尔对去通胀进程的乐观态度。另外，鲍威尔在3月议息会议中强调“仅凭就业强并不会影响降息的决定”。这继续给市场传递了今年会降息的信号。只要降息的方向确定，我们会持续看好黄金和美元债的表现。

**第二，点阵图所传递的“全年降息3次”的信号存在不及预期的风险。**一方面，美联储已经上调对经济、通胀数据的预测，软着陆概率进一步上升，这与全年降息3次的结论并不匹配。另一方面，点阵图仅是险守降息3次的结果（支持降息3次及以上的委员10人，支持降息2次及以下的委员9人），未来但凡有委员转鹰，点阵图随时存在降息次数下调的风险。也就是说，未来市场在交易降息逻辑的时候大概率还是会面临很多波折和反复，这一点会影响交易降息所获益的幅度。

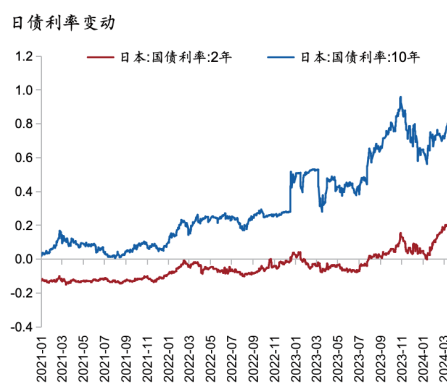
**第三，除美联储之外，欧日央行同样处在货币政策的拐点期。**对于欧洲来说，考虑到经济相对美国更差，通胀的去化程度也已经赶超了美国，欧洲货币政策的由紧转松将更具确定性，且在节奏上也会更加流畅。目前瑞士央行已经打响了降息的第一枪，欧央行向市场传递的信号为今年6月大概率会开启首次降息。在“美国宽松，欧洲更宽松”的货币政策差异下，预计美元走势偏强，欧系货币偏弱。另外，日央行步入了货币政策由松转紧的阶段（图4），在3月开启加息并终结了长达8年的负利率时代。不过对于全球市场来说，整体影响有限。一方面，全球其他重点央行早已处于高息政策当中，日央行此次加息属于“掉队”的一方。因此，尽管日本将政策利率上抬至0-0.1%，但放到全球来看，日元仍然属于低息货币，预计通过低息借入日元，投资境外高息货币的套息交易模式无法出现趋势性逆转。另一方面，日央行对本轮货币政策正常化的态度偏鸽，不存在快速、大幅加息的逻辑基础，日本长端利率仅为缓慢上行，预计对市场造成的扰动较为有限。

图3：美国抗通胀进程在3%位置遇阻



数据来源：Macrobond，招商银行研究院

图4：日债利率的上行较为克制



数据来源：Macrobond，招商银行研究院



## ► 境内：政策未超预期+基本面偏弱，风险偏好进一步上行动能不足

3月境内市场风险偏好保持了上个月修复的态势，这主要归结于两个因素：一是对两会的政策预期上升，二是1-2月数据显示国内经济略超预期。

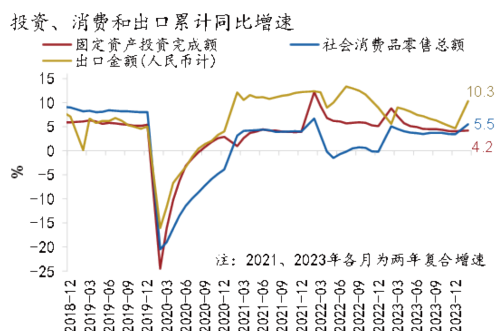
一季度我们提示出现“政策超预期+基本面偏弱”组合的概率比较大，此时股、债资产都会呈现震荡走势，而后续则还需要基本面改善，才能推动风险偏好进一步上升。目前将组合修正为“政策符合预期+基本面偏弱”，原因是政府在两会上公布的政策符合市场预期，而在经济方面（图5），尽管1-2月经济数据总体表现略超预期，但是市场对地产的担忧进一步加剧，包括房企债务压力、商品房销售收缩（图6）和居民住房贷款增长乏力等情况没有明显好转。

**总体而言，市场风险偏好继续上行需要足够多的动力，例如强政策预期和强基本面的推动，但现在暂不具备足够有力的条件，所以预计市场风险偏好缺乏上升动力，表现为短期有顶的状态。**

展望未来，房地产行业有望迎来新一轮政策支持，包括限购的放松、进一步推动城市房地产融资协调机制落地见效等，这都将有利于稳定市场预期。不过，这虽可以短期推动市场风险偏好回升，但较难持续，原因在于房地产销售可以阶段性放量，但要实现量价齐升，确认地产底部，则需要较长的时间。

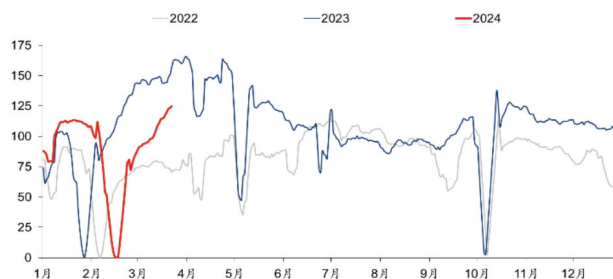
**中期而言，政策有望加大托底经济的力度，二季度在投资端发力的背景下，经济动能仍有望边际提升。在政策和经济均托底的支撑下，市场风险偏好向下调整的空间也不会太大。**

图5：1-2月经济表现略超预期，一季度经济总体趋稳



数据来源：Wind，招商银行研究院

图6：二手房日度复苏指数在逐步上行，但仍弱于2023年



数据来源：（基于26城二手房销售日度数据计算，2019日均=100），华泰证券，招商银行研究院

## ▶ 境内固收：利率下行节奏放缓，波动增多

### (一) 资金：同业存单利率低位震荡

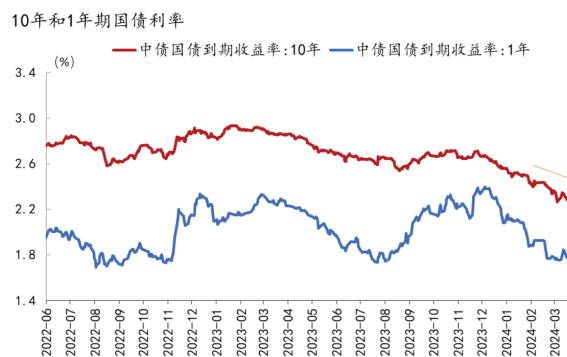
3月同存利率震荡（图7，图8），由于受到资金利率的约束，同业存单利率下行空间收窄，1年期同业存单（AAA）震荡在2.25%。展望二季度，受汇率影响，降息的空间受到限制，预计1年期同业存单（AAA）在低位震荡。当降息预期逐步明显之后，1年期同业存单（AAA）仍有20bp的下行空间，极限水平可能会下探至1.8-1.9%。

图7：同业存单利率短期低位震荡为主



数据来源：Wind，招商银行研究院

图8：3月债券利率下行，长债利率下行更多



数据来源：Wind，招商银行研究院



## (二)利率债：利率中枢下行空间收窄，速度减缓

基于债券利率的三因素分析框架（名义GDP、货币信贷和银行间资金），预计债券利率短期下行空间收窄，中途伴随小幅调整。

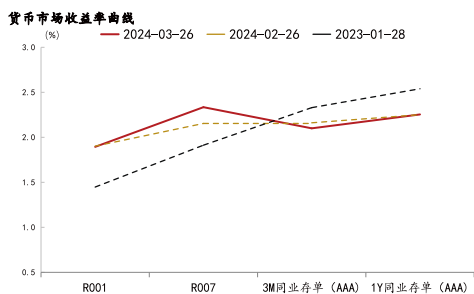
**银行间流动性方面**，3月银行间流动性整体平稳（图9，图10）。下一阶段关注4月缴税和发债供给上升，是否会推动资金利率中枢小幅上移。预计对债券市场影响中性略偏空。

**信贷市场方面**，1-2月信贷扩张基本稳定，但是居民住房抵押贷款增长较为乏力，企业中长期增速有所放缓。预计对债市影响中性偏多。

**经济增长方面**，1-2月经济数据表现略超预期，但3月高频数据显示经济动能边际有所下滑。二季度在投资端发力的支撑下，预计经济动能边际改善，但幅度或不高。预计对债市影响偏中性。

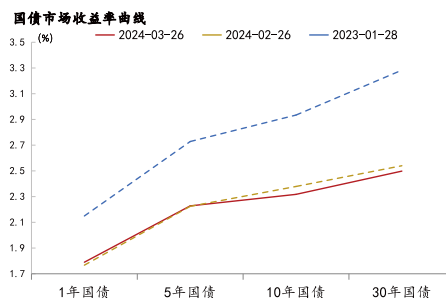
**综上，利率债市场未来受到银行间流动性中性偏空、信贷扩张中性偏多、经济基本面中性的影响，预计债券利率震荡为主。**结构上，由于汇率约束了降息的空间，因此短债利率呈现出低位震荡走势。但从中期来看，货币宽松的方向确定，因此短债利率下行仍有空间，只是需要时间等待。另一方面，3月由于资产荒在长期限资产上更加明显，推动长债利率下行幅度偏多。这一因素将在二季度有所变化，发债规模的上升将减缓长债利率下行的速度，限制长债利率下行的空间。债券利率更有可能呈现震荡走势，中途伴随小幅调整。相比之下，持有短债更具备安全性。

图9：3月资金利率曲线更为平坦



数据来源：Wind，招商银行研究院

图10：3月国债利率曲线更为平坦



数据来源：Wind，招商银行研究院

### (三)信用债：信用利差小幅向上

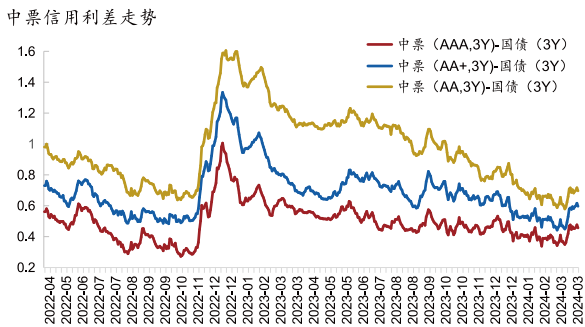
二季度资金会有波动，资金利率中枢有可能小幅上移，带动信用利差震荡向上，不过幅度不大（图11）。信用债收益率或较一季度的低位小幅向上，但考虑到幅度不大，票息仍有利于覆盖净值的波动，仍可以持有信用债。

**城投债：**地方化债工作仍在进行中，且化债力度有所加大，预计对城投债形成支撑，违约风险会有一定程度下行。但二季度资金利率的波动会影响到城投债，尤其是在当前利率比较低的位置，波动在所难免（图12）。

**产业债：**产业债可以挖掘政策提振和景气处在修复通道上的国企，例如汽车、电力、高端制造业、双碳等板块。地产债方面，地产行业还处在筑底期，地产债净融资在收缩，信用分化加剧。尽管融资端的政策在不断松动，但最关键的还是需要关注地产销售的情况。

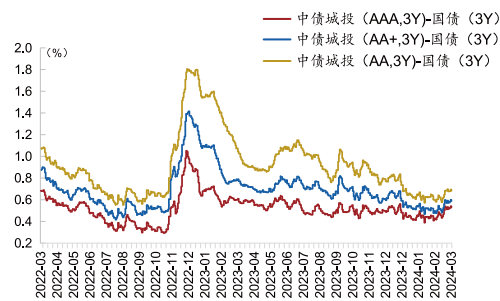
**金融债：**债市配置需求较强，且当下缺乏“高”收益资产，可能会推动机构向金融债配置，利好高评级金融债。不过后续还是需要注意，中小银行参与地方化债，资本消耗加大，净息差压力加大，发行二级永续债补充资本的需求在上升。在供需不匹配的情况下，中小银行的二级资本债可能会面临更多考验。

图11：3月中票信用利差震荡向上



数据来源：Wind，招商银行研究院

图12：3月城投信用利差震荡向上



数据来源：Wind，招商银行研究院

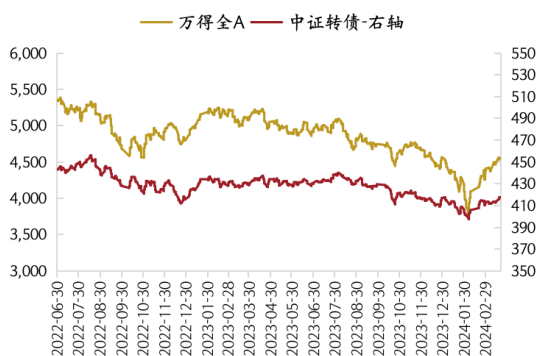
## (四)可转债：策略上防御为主

**转债结构分化**，一季度以来金融板块转债、高评级转债、低价转债表现较好，近一个月高价转债和低评级转债则有所反弹。

**估值方面**，虽然转债价格上涨，估值修复，但纯债溢价率偏低，转股溢价率也还在较高的位置，显示当前可转债整体债性偏强，防御性较高。转债价格的向上空间将受高转股溢价率制约，进攻性可能不足（图13）。未来转股溢价率较高的转债可能要通过下修来降低（图14），下修博弈机会仍在。供需端方面，如果基金、年金等资金进场配置也会推动转债价格上涨，但转债市场现处于偏左侧的位置，所以资金进场意愿可能不足。预计二季度转债市场偏震荡。

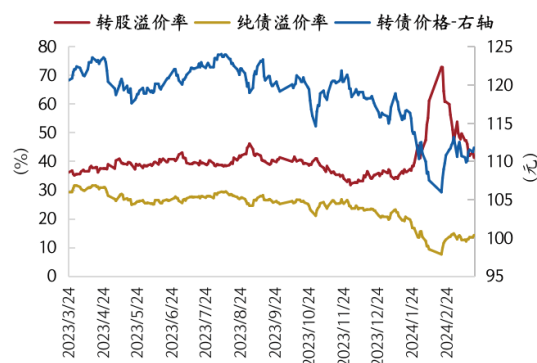
**策略上**，部分转债的价格接近纯债价值，可以关注偏债型转债、高YTM转债作为信用债替代，但它们信用等级不高，存在信用风险，整体防御为主。

图13：转债近期跟涨动能趋弱



数据来源：Wind，招商银行研究院

图14：转股溢价率、纯债溢价率中位数



数据来源：Wind，招商银行研究院

## (五) 固收投资建议：适度调节，继续持有

利率债方面，短债利率还有下行空间，但时间有延迟，建议持有，或少量增配。长债利率下行节奏放缓，空间受限，可逐步降低进攻的程度，等利率上行至偏高位置后再继续拉久期和增配。信用债方面，票息收益仍是主要策略，可继续持有。仓位方面，建议过高的仓位调整至合适的范围之内，渡过波动期之后再选择增配。

需结合风险偏好选择适配产品（见表3）：

**(1) 满足流动性管理需求上**，对赎回时间要求不高的，优选稳健低波策略理财。对赎回时间有要求的，选择T+1现金类理财、货币基金。

**(2) 对于稳健型投资者**，预计二季度债市的机会和风险都不大，同业存单类产品抗跌性显著优于其他类型的债券产品，从防御角度看可适度配置。如果货币政策在三季度有进一步宽松操作落地，将催化新一轮债市行情，在此之前建议持有纯债产品、减少操作频率。从目前市场利率和政策利率的利差水平看，短期限债券的确定性和稳定性相对更优，建议优选短债基金或1年左右持有期的期限匹配策略理财。

**(3) 对于稳健进阶型投资者，可以关注固收+类产品**。理财上，建议以低波稳健策略理财为底仓+差异化策略产品，分散投资。公募基金上，固收+基金业绩分化，踩对行情热点的固收+即便权益仓位不高，业绩表现也较为亮眼，二级债基发行也频现火热募集的情况，基民信心得到提振。随着股市进入震荡行情，预计二季度固收+的涨势弱于2-3月，但投资者情绪较去年有显著改善。

表3：债券型基金池风险收益表现

类型	标签分类	标签名称	近一个月 回报	近三个月 回报	今年以来 回报	近一个月 最大回撤	近三个月 最大回撤	今年以来 最大回撤
债券基金	同业存单指数基金		0.18%	0.77%	0.60%	-0.00%	-0.01%	-0.01%
	短债基金		0.22%	1.03%	0.84%	-0.05%	-0.05%	-0.05%
	中长期债券基金	利率债为主	0.33%	1.43%	1.14%	-0.21%	-0.24%	-0.24%
		配置均衡	0.28%	1.46%	1.17%	-0.17%	-0.17%	-0.17%
		信用债为主	0.24%	1.22%	0.98%	-0.09%	-0.09%	-0.09%
固收+	固收+转债		0.28%	1.45%	1.09%	-0.17%	-0.25%	-0.25%
	固收+权益(股+ 转债平均仓位)	[0-10%)	0.24%	1.26%	1.01%	-0.12%	-0.13%	-0.13%
		[10-20%)	0.50%	1.44%	0.89%	-0.29%	-0.90%	-0.90%
		[20-30%)	0.53%	1.68%	0.95%	-0.46%	-1.90%	-1.90%
	固收+权益(行业 配置特征)	核心+卫星	0.62%	0.93%	0.33%	-0.51%	-2.71%	-2.71%
		均衡	0.61%	1.63%	1.03%	-0.43%	-1.77%	-1.77%
		灵活进攻	0.59%	1.30%	0.64%	-0.41%	-1.73%	-1.73%
中期偏好稳定		0.36%	2.12%	1.27%	-0.37%	-1.25%	-1.24%	

数据来源：Wind，招商银行研究院



## ► 境内股票：大盘震荡有压力，结构上关注红利、科技和白马

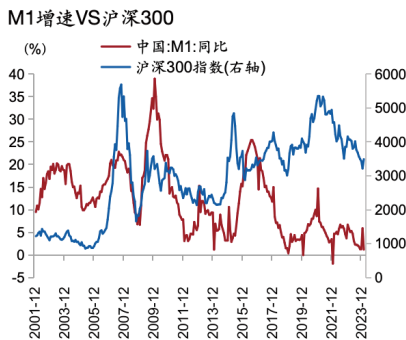
### (一) A股大盘：上行动力不足

**回顾大盘一季度V型走势的原因。**2月5日之前，A股普遍下跌，主因是预期疲弱下的资金面踩踏。2月5日之后，市场快速回升，这一反弹并非源于基本面改善，而是由于增量资金的驱动。增量资金来源有三：第一，中央汇金等救市资金；第二，市场大跌期间撤出而反弹时又回流的资金，如北向资金和两融余额等；第三，资本市场改革带来的资金，如分红回购力度加大，减持规模缩小，IPO和再融资放缓等。

**当前增量资金已放缓，反弹动力在衰减。**稳定资本市场的任务已基本完成，市场大跌期间撤出的资金也已大部分回流，其对市场的正面影响逐渐减弱；此外，在近期人民币汇率贬值的背景下，外资流入也面临一定压力。尽管如此，资本市场改革的深入推进，仍然对市场构成正面支撑。总体上，增量资金呈边际递减趋势，这也是大盘2月以来反弹力度逐周递减的原因。

**展望二季度，市场的主导因素或将由资金面回归基本面。**从估值层面来看，虽然当前估值水平较低，但考虑到M1增速和中长贷增速等基本面领先数据仍在下行（图15，图16），经济动能仍然不强，后续估值扩张仍有难度。从业绩层面来看，4月份是年报和一季报的密集披露期，预计业绩普遍不佳（图17）；二季度名义经济增速由于基数原因将有所修复，预计二季度业绩将呈个位数增长（图18）。综合考虑估值和业绩，估值压力可能超过业绩修复，二季度大盘或难以形成明显趋势，整体以震荡为主。

图15：M1增速下行将影响估值扩张



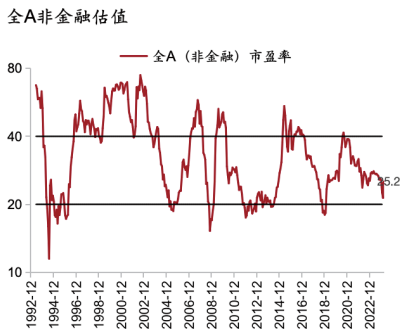
数据来源：Wind，财政部，招商银行研究院

图16：中长贷增速下行将影响估值扩张



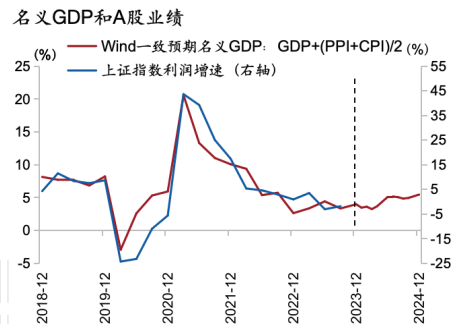
数据来源：Wind，招商银行研究院

图17：全A非金融市盈率处于较低水平



数据来源：Wind，财政部，招商银行研究院

图18：业绩预期一季度筑底，二季度好转



数据来源：Wind，招商银行研究院

## (二)A股结构：红利为先，科技白马均衡配置

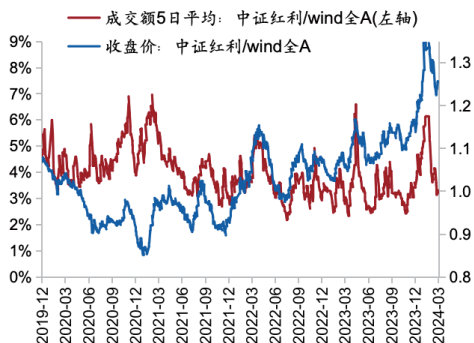
一季度行业结构的显著特征是，高股息板块如银行、煤炭、石油石化、家电、电力及公用事业等实现绝对收益，与此同时，其他板块普遍下挫，科技和医药等成长型板块跌幅相对较大。在此背景下，上证指数一季度的收益接近零，高股息板块成为主要的正向贡献者，其他板块则成为拖累项。

下面从宏观逻辑出发，来推演未来的结构配置。当前中国最大的宏观背景是，从高增速时代转向高质量发展新时代。预计未来多数传统行业的资本开支将有不同程度的收缩，而新增的资本开支将主要集中在高技术含量的重点行业。这一宏观趋势在股票市场中体现为三大投资方向：一是传统行业中的高股息红利股（图19）。随着传统行业资本开支的减少，市场供给有望得到优化，从而改善行业竞争格局。尽管资本开支的减少可能导致产业增速放缓，但提高投资效率、改善现金流和增加分红力度，将有助于提升传统产业中那些低估值、高分红、能够持续为投资者带来回报的龙头企业的投资价值。二是新兴产业中的高景气科技股（图20）。科技行业作为具备长期产业政策支持的增长性行业，尤其是新质生产力的方向，将成为投资的重要领域。具体而言，计算机、电子、通信、传媒、创新药等新兴成长行业将是主要关注对象。三是消费行业中的高ROE白马股。随着经济增速放缓，稳定高ROE愈加稀缺。传统的大行业，如食品饮料，提供的赛道级机会正在减少。当前环境下，投资者应从行业角度转向策略角度，深入挖掘市场中那些ROE高稳且毛利率持续提升的公司。

聚焦到二季度的结构配置，高股息板块仍可作为底仓配置，而高景气科技股和高ROE白马股也可适当均衡配置。高股息板块因其逻辑较为稳固，且之前的拥挤度问题已有所缓解，在经济动能未明显改善前，其稳健特性有望继续吸引资金。科技股需权衡利弊。正面因素包括人工智能的快速发展、半导体行业的销售周期回暖以及库存水平处于低位。然而，中美关系的反复可能对A股科技股持续构成压力，且许多科技股仍处于概念炒作阶段，当拥挤度偏高时股价波动加大。白马股同样有利有弊。有利的一面是二季度名义经济增速将有所回升，业绩增速将有好转，且经过三年多的调整估值和拥挤度都较低，不利的一面是经济动能不强将压制其估值修复。综上所述，二季度结构配置可关注传统行业中的高股息红利股、新兴产业中的科技股，以及消费行业中的高ROE白马股，实现三者的均衡配置，并适当向红利方向倾斜。

图19：红利指数拥挤度已调整到合理水平

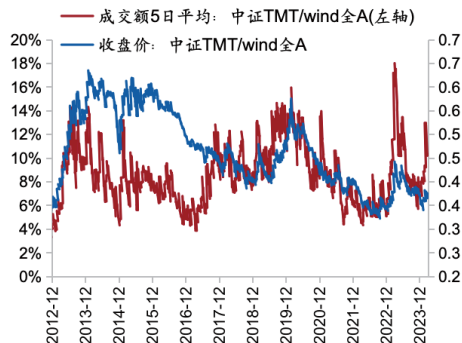
红利指数的拥挤度



数据来源：Wind，招商银行研究院

图20：当前科技股拥挤度偏高

科技指数的拥挤度



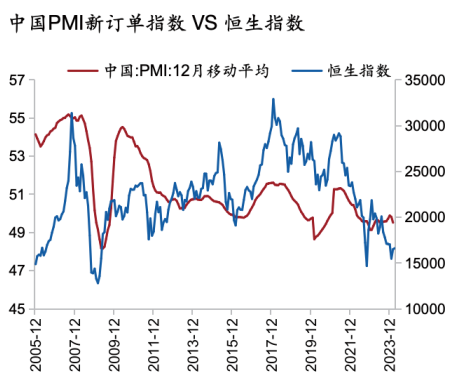
数据来源：Wind，招商银行研究院

### (三) 港股策略建议：脱离底部尚需等待

一季度，恒生指数与上证指数走势大体相似，均呈现V型反转形态，但整体收益仍为负值。港股偏弱，主要有两大原因：一是中国经济的增长动能不足（图21）；二是美债利率和美元指数的上升影响跨境资本流入（图22）。

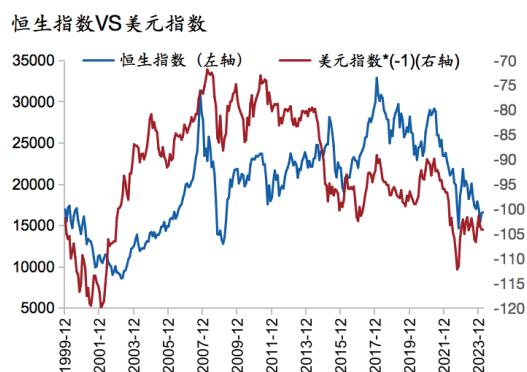
展望未来，在中国经济动能增强和美联储政策转向宽松之前，港股大盘仍将以震荡为主。恒生科技，现阶段和A股消费股类似，和总量经济强相关，在经济预期好转之前弹性有限。

#### 图21：恒生指数和中国经济走势高相关



数据来源：Wind，招商银行研究院

#### 图22：恒生指数和美元指数负相关



数据来源：Wind，招商银行研究院

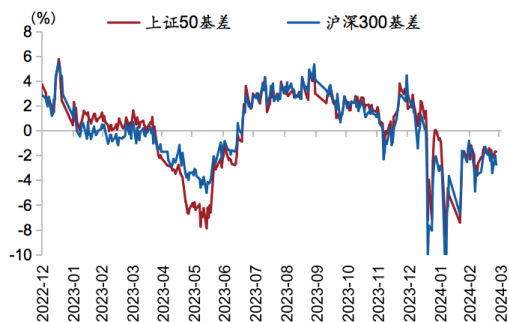
## (四)投资建议：控制仓位，均衡配置

权益仓位：长期战略型配置，基于当前较低的估值可维持中高配（图23，图24）。短期战术性配置，仍需保持保守型仓位，待国内经济动能好转和美联储政策转向宽松后再加大配置。

权益产品：可聚焦于高股息、高景气和高ROE三种策略，精选各领域表现卓越的管理人。在均衡配置这三大方向的产品时，短期更关注高股息策略。此外，指数增强型基金也是一个值得关注的投资选项。

### 图23：上证50和沪深300对冲成本仍偏高

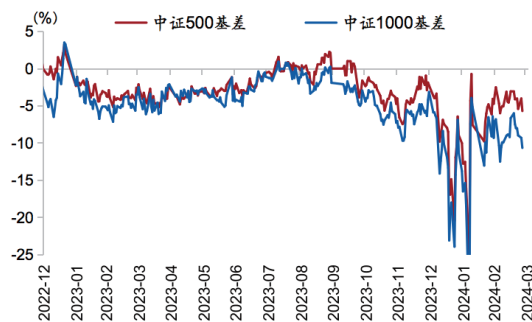
基差年化收益（三远期合约均值）



数据来源：Wind，招商银行研究院

### 图24：中证500和中证1000对冲成本仍偏高

基差年化收益（三远期合约均值）



数据来源：Wind，招商银行研究院



## ► 美股：震荡上行，布局人工智能应用

判断美股中期震荡上行的趋势不变。整体来看，美国经济韧性较强，且美联储释放降息预期，宏观环境对美股有利，但是美股估值较高，制约了上行空间。

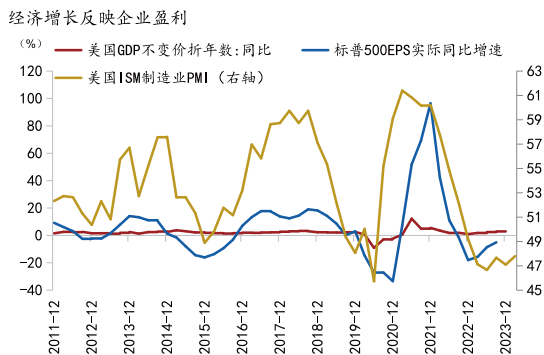
**美股基本面改善，盈利将小幅增长（图25）。**预计2024年美股企业盈利增速在4%左右。从领先指标ISM制造业PMI来看，2024年2月份下降至47.8，仍低于荣枯线。但是美联储上调2024年GDP增长预期至2.1%（此前为1.4%），领先经济指标（LEI）意外上涨0.1%，而市场预期为下降0.1%，这是自2022年2月以来LEI首次录得正增长。

**当前美股估值处于高位（图26），但未到极高，不会构成实质性利空。**在中长期流动性宽松的主线逻辑下，预计美股估值可以保持在当前水平。标普500市盈率（TTM）26倍，处于过去10年的84%分位数。股债相对估值方面，股票相对债券的估值吸引力极低，标普500风险溢价（1/市盈率-美国10年期国债利率）下行至过去10年1%分位数。

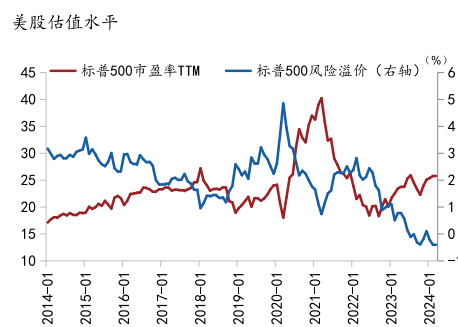
**结构上，科技板块将继续占优，可以布局人工智能应用领域。**首先，人工智能领域在持续快速发展，一旦其效率超过人力成本拐点，其价值将呈现非线性增长。其次，市场预期美联储货币政策将从紧缩转向宽松，这有利于高估值的成长股，尤其是科技股。从近期行业动向观察，随着人工智能技术的快速进步，上游英伟达，中游OpenAI等核心公司正在围绕自身核心技术构建生态圈，包括医药、法律、会计、机器人等，例如新发布的机器人Figure01。下游中小初创公司利用核心公司提供的平台和技术，打造行业解决方案，在各自的垂直应用领域深耕发展，从概念阶段进入商业化阶段。预计行业龙头仍能继续上行，但是市场反映已经比较充分，更大的机会在投资美股人工智能应用领域的中小公司。

**策略上建议标配美股，继续高配美股科技板块，如纳斯达克100指数等。**

### 图25：美股盈利增速将小幅增长



### 图26：美股估值处于高位



## ► 美元债：利率仍将有所反复，可分批进行配置

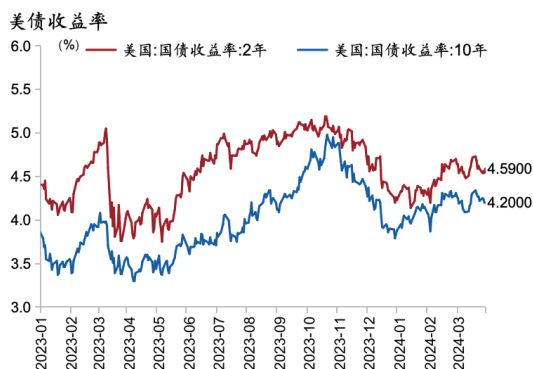
美元债仍处于震荡期（图27），投资者可继续进行布局，但需控制仓位和入场节奏。

美国国债方面，从趋势上看，今年美联储降息仍然是一个基准情形，美债利率将会趋于下行。从节奏上来看，美国的通胀粘性仍然超出预期，加上美国经济仍有韧性，美国劳动力市场供不应求的格局也难以迅速改变，降息应该不会太快到来，市场对于降息的博弈也还会有所反复，美债利率的回落可能并不会非常流畅，幅度也将有所受限。短期来看，10年期美债预计还是会在4.0-4.5%的区间当中波动。另外，从点位上来看，若10年期美债利率上行至4.3%以上，可以进行配置。不过考虑到未来仍可能面临降息预期进一步推迟的风险，在加仓时需要控制仓位比例和入场节奏，建议可分批进行配置。若利率进一步上冲至4.4-4.5%区间，则可考虑加大配置力度。

美元信用债方面，投资级债券拥有更高的确定性，高收益债可部分配置但需控制比例。美国经济仍然具备韧性，这对投资高收益企业债来说是一件好事。但是，在高息政策下，中小企业利息支出压力增大，盈利扩张面临一定的阻力，信用风险可能会有所上行（图28），需适度控制债券投资组合中高收益债的配比。

中资美元债方面，投资级确定性更强。高收益债则受到地产行业低迷的影响，投资风险较高。板块上，建议关注金融、城投债，中低等级地产债则需相对谨慎。另外，也建议关注部分头部科技企业、以及石油行业的央国企所发行的美元债，安全性相对较高。

### 图27：美债利率处于震荡期



数据来源：Wind，招商银行研究院

### 图28：美国企业债利差下行



数据来源：Wind，招商银行研究院

## ▶ 另类：黄金无需畏高，标配CTA和市场中性

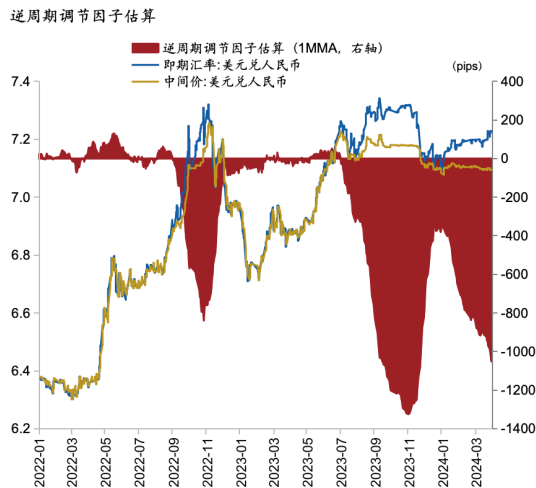
**黄金：市场未到过热的程度。**黄金目前对美联储降息预期的反应呈现“非对称性”——跌得少但涨的多。主要是因为黄金下方支持较足，比如说地缘政治风险带来的情绪支撑，央行购金带来的中长期支撑等等。综合来说，黄金仍处牛市。实际上，大多数投资者目前并不质疑黄金的基本面。但投资者普遍产生了“恐高”的心理，认为黄金价格太贵不敢入场，在“观望还是买入”中纠结。那么，黄金市场现在过热了吗？

客观来讲，黄金已经上涨了一年有余，从估值角度来看的确已经进入了贵价区域。按照招商银行研究院的模型测算，伦敦金估值已经达到历史89%分位数的水平。

但是，还不需要“恐”，因为从各项指标来看，市场还未到过热的程度。第一，COMEX黄金期货的净多头持仓近期虽有所上行（图29），但是距离峰值仍有一段距离。第二，SPDR黄金ETF持有量仍处于相对低位（图30），说明部分投资资金尚未入场。第三，根据招商银行研究院的模型测算，伦敦金本轮极值位为2530美金，目前也仍有一段距离。因此，综合来说，估值贵并不是黄金牛市结束的标志，黄金基本面处于顺风局面，未来仍有进一步上涨的空间，伦敦金在今年或有望突破2300美金，上海金或有望突破540元。

投资策略上，对黄金维持中高配的配置建议不变。对于已经有黄金持仓的投资者来说，建议继续持有。对于暂无持仓或是想要加仓的投资者来说，建议逢黄金出现回调就进行分批配置，若出现大幅回调，可酌情加大配置力度。

**图29：COMEX黄金期货的净多头持仓距离峰值仍有一段距离**



**图30：SPDR黄金ETF持有量仍处于相对低位**



**原油：震荡偏空。**虽然OPEC+选择了延长减产，但由于2月减产执行率不佳，原油市场供应端的影响有所减弱。中国主营炼厂的补库暂时未能大幅提振中、重质酸油市场，尽管轻质甜油的资源趋紧，SC原油在近期强于外盘后或逐步阶段性弱于外盘。趋势上来看，二季度全球宏观面下行压力临近，油价上方的压力正在逐渐积蓄，未来走势预计偏弱。

**商品期货（CTA）：**三月以来，商品市场板块间出现明显分化，CTA强势复苏，主要获利来源于贵金属、有色、股指板块的多头头寸以及黑色板块的空头头寸。

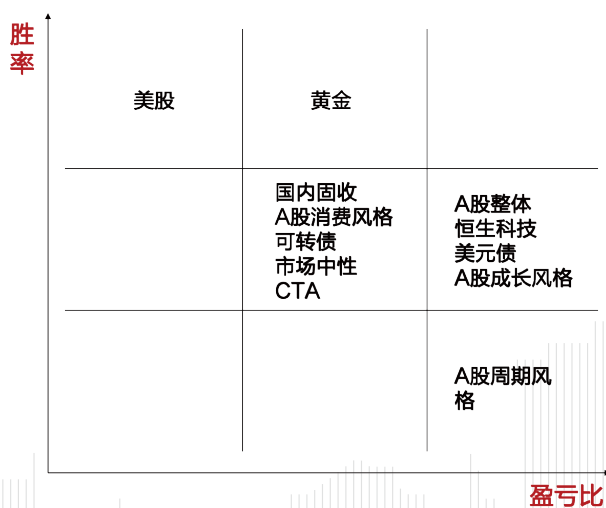
考虑到后续国内外宏观分歧较大，国内整体需求不足，欧洲经济转弱而美国则好于预期，部分获利资金可能在前期趋势较强的板块如贵金属、有色、黑色等对应品种上获利了结，行情可能会进入一段时间的无序震荡，对于中短周期的CTA容易产生净值磨损；同时，前期表现较好的股指CTA随着指数反弹到位后，市场波动率重回低位，或将进入横盘阶段，建议中低配中短周期CTA、中低配股指CTA。

**市场中性：**一季度对冲基金最大回撤大多在5%附近，至3月中旬仍普遍亏损1%左右。评估市场中性对冲基金时，需考虑对冲成本和超额收益。目前对冲成本已有所改善，但与历史均值相比仍偏高。超额收益方面，对冲基金并未实现完全中性，仍然略微偏向小盘成长。随着极端行情过去，此类风格至少将回归理性水平。对于已持有对冲基金的投资者，建议保持耐心，等待资产净值逐渐回升；而对于潜在投资者，建议等待对冲成本进一步下降后再做投资。

## 大类资产配置策略：股债均衡配置，重视结构性机会

根据市场研判与分析（图31），我们对未来6个月的大类资产配置做如下建议：**高配美元债。中高配黄金、A股、A股的成长风格、A股的消费风格、A股高股息策略、港股科技股、美股纳斯达克。标配中国国债、信用债、可转债、美股、市场中性、CTA。中低配A股的周期风格。**

图31：“胜率—盈亏比”九宫格



数据来源：招商银行研究院





## 重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，本公司力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保，据此投资，责任自负。

本报告版权归本公司所有，未获得本公司事先书面授权，任何机构和个人不得对本报告进行任何形式的复制、发表或传播。如需引用或获得本公司书面许可予以转载、刊发时，需注明出处为“招商银行”。任何机构、个人不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

本公司以往报告及本报告的内容及其准确程度不应作为日后任何报告的样本或担保。

招商银行版权所有。保留一切权利。

PRIVATE  
BANKING  
助您家业常青  
是我们的份内事

成立16年来，招商银行私人银行持续创新，打造极致的金融服务体验，以全球化视野和本土化洞察，整合招行内外部资源

搭建 **人 > 家 > 企 > 社** 综合服务体系

为您个人、家族和企业提供财富管理、家业传承、企业投融资、慈善公益等优质服务。

更多信息，请致电 **40066-95555** 微信服务号：招商银行私人银行



了解更多私行服务  
敬请垂询

 **招商銀行**  
CHINA MERCHANTS BANK

**Private Banking**  
私人銀行