

私人银行季度投资观点

二零二四年 第四季度



拨云见日

今年以来，海内外宏观与政策环境的变化高度不一，这使得全球大类资产交易呈现出高波动的特征。三季度，随着国内外诸多不确定性逐渐落地，市场预期开始修正，政策共振下资本市场拨云见日。对于境外市场，美联储已正式进入降息周期，美国经济表现与政治局势成为后续影响资产价格的关键。境内而言，政策端全面转向积极发力，对经济运行加以支持和推动，尽管当前内需仍偏弱制约着基本面的快速改善，但预期的修复正在显著促进风险偏好的上行。

境内外宏观经济如何演变？政策如何调整？又如何影响资本市场？各大类资产分别蕴含哪些风险与机会？带着这些思考，与您分享我们对四季度以及明年的资本市场展望。

► 2024年三季度大类资产表现回顾：境内股票反弹，境外利率下行

回顾2024年三季度，境内外市场表现并不一致，股票全面上涨，而债券境内强于境外。境外市场方面，呈现“股强债弱”格局，黄金走强，美元走强。境内市场方面，前期在基本面持续下行扩散阶段，股市弱势下跌，债市上涨，人民币汇率小幅贬值。但可喜的是九月末一系列超预期政策的推出，有效扭转了未来经济与市场前景的预期，A股、中国国债利率触底反弹，人民币汇率小幅上涨。

表1: 今年以来市场回顾

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	2892	17.4%	7.1%	1.4%
	MSCI新兴市场	71543	16.3%	12.1%	5.7%
	道琼斯工业平均指数	42313	12.3%	6.3%	1.8%
	标准普尔500指数	5738	20.3%	9.2%	1.6%
	纳斯达克综合指数	18120	20.7%	10.6%	2.3%
	上证综合指数	3088	3.8%	2.6%	8.6%
	伦敦金融时报100指数	8321	7.6%	4.6%	-0.7%
	巴黎CAC40指数	7792	3.3%	-5.0%	2.1%
	法兰克福DAX指数	19474	16.2%	5.3%	3.0%
	东京日经225指数	39830	15.5%	-3.8%	3.1%
	韩国综合指数	2650	-1.2%	-3.5%	-0.9%
	恒生指数	20632	21.0%	24.7%	14.7%
	台湾加权指数	22823	24.2%	13.3%	2.5%
	圣保罗BOVESPA指数	132730	-1.1%	3.6%	-2.4%
	俄罗斯RTS指数	971	-15.5%	-13.9%	6.1%
大类资产	名称	现价	今年以来 (BP)	过去6个月 (BP)	本月以来 (BP)
固收	美国10Y	3.75	-13%	-45%	-16%
	中国10Y	2.17	-38%	-13%	0
	Wind长期纯债型基金	2465	2.9%	1.7%	0.2%
	Wind短期纯债型基金	1819	2.1%	1.2%	0.1%
	Wind混合债券型二级基金	4745	1.9%	1.5%	1.6%
	中证转债	383	-1.9%	-0.8%	3.2%
大类资产	名称	现价	今年以来 (%)	过去6个月 (%)	本月以来 (%)
贵金属	黄金	2658	28.9%	19.0%	6.2%
	白银	32	33.0%	26.7%	9.6%
大类资产	名称	现价	今年以来 (%)	过去6个月 (%)	本月以来 (%)
汇率	美元	100.42	-0.9%	-3.9%	-1.3%
	人民币	7.02	1.1%	3.0%	1.0%
	日元	142.18	-0.8%	-6.1%	2.8%
	英镑	1.34	5.0%	5.9%	1.9%
	欧元	1.12	1.2%	3.6%	1.1%

数据来源: Wind, 招商银行研究院, 截至2024年09月27日

招行家族信托，托付家业未来

父母之爱子，则为之计深远。
守业之用心，则为之谋全局。

商界风云流转，家事几代千秋，财富与事业的传承总有诸多不确定。慧眼识时的您，定知晓家族信托的意义：一个签名、一份嘱托，牵系子孙的代代枝繁，承载家族的殷殷所期。

2013年始，招行私人银行首推家族信托服务，以金融科技加持，由专属客户经理协同投资、保险、法律、税务等领域专家，从家族价值观出发，激励与约束并举，为您制定专业而全面的家业传承解决方案。逾十年耕耘，超万单经验，招行家族信托让您传家无忧。

助您家业常青 是我们的份内事

了解更多招商银行私人银行服务，敬请垂询。



扫码了解更多

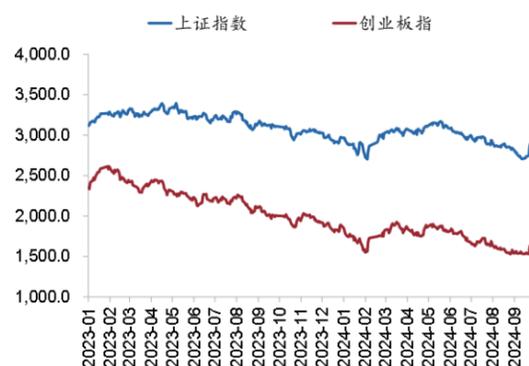


40066-95555 微信服务号：招商银行私人银行

境外资产方面，9月美元指数走弱，美债上涨，黄金大幅上涨，美股及科技股震荡上行。美元指数、美债、黄金和美股的走势共同反映出美联储降息幅度略超出市场预期。美股结构上，各指数表现比较均衡，大型科技股未能领涨市场，体现出前期市场对人工智能驱动的预期过高，近期上涨略显乏力。

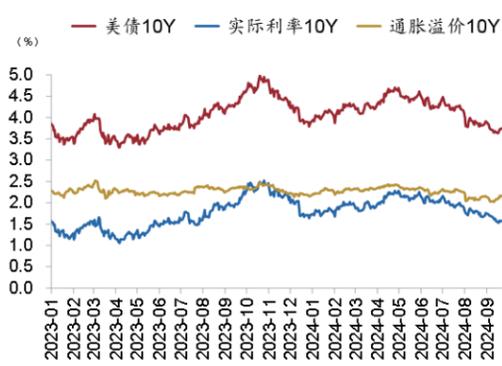
境内资产方面，9月A股、中国国债利率触底反弹，人民币汇率小幅上涨，可转债震荡。股债汇的表现共同反映出一系列稳增长政策力度超出市场预期。从A股结构来看，宽基指数表现均衡，红利风格表现较好，行业板块方面金融板块延续了此前良好的表现。

图1: A股市场反弹



数据来源: Wind, 招商银行研究院

图2: 美债利率下行



数据来源: Wind, 招商银行研究院

► 2024年四季度大类资产配置展望： 境外资产延续原有走势，境内风险资产强势反弹

对于2024年四季度的大类资产配置逻辑，境外境内分别阐述如下：

境外：美联储降息周期正式开启，我们继续看好具有确定性机会的黄金和美元债的表现。不过，在短期节奏上，需要注意两点不确定性因素：一是市场对年内降息的定价仍然比点阵图要略高，降息预期的摇摆可能会对市场构成扰动。二是美国大选，若“特朗普交易”卷土重来，同样会对市场构成影响。

境内：9月出台的政策组合拳落地节奏和力度显著超出我们和市场的预期，打开了对于未来政策的想象空间，中国经济前景也会因此受到提振，进而带动市场风险偏好快速回升。展望四季度，我们认为市场交易会有两个阶段，先是交易更多的配套政策，后是交易政策落地之后的基本面表现。对于大类资产表现而言，在交易政策时，市场风险偏好快速上升，权益资产偏强，债券资产偏弱。考虑到本轮政策力度和节奏超预期，风险资产回升的时间或拉长。不过，再往后看，基本面表现更能决定风险偏好走势，若基本面趋稳，则权益和债券资产更倾向于区间震荡，若基本面出现明显好转，则权益资产表现偏强而债券资产表现偏弱。

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

大类资产	月度趋势	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	
汇率	美元	震荡			●		
	欧元	震荡			●		
	人民币	偏强震荡			●		
	日元	震荡			●		
	英镑	偏强震荡			●		
固收	中国国债	震荡			●		
	中国信用债	震荡			●		
	可转债	震荡			●		
	美元债	偏强震荡	●				
权益	A股	震荡		●			
	-消费	震荡			●		
	-周期	震荡			●		
	-成长	震荡			●		
	-高股息	偏强震荡		●			
	港股-科技	震荡			●		
	美股	震荡			●		
-纳斯达克	震荡			●		下调	
另类	黄金	偏强震荡		●			

表3: 投资策略配置建议表

资产分类	投资策略	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	
现金	现金						
固收	存款						
	纯债			●			
权益	固收+			●			
	主观多头		●				
另类	量化多头		●				
	黄金		●				
	市场中性		●				上调
	多策略			●			

定稿日期: 2024/09/30
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年四季度主题： 中国政策超预期发力提振经济与市场前景，美联储开启降息周期

- 境外：美联储正式进入降息周期 5
- 境内：政策超预期落地，提振中期权益资产回报 6
- 境内固收：利率短期波动增加，中期趋势未变，曲线陡峭化 7
 - (一) 现金和存款：资金和存款利率将下行 7
 - (二) 利率债：利率震荡下行空间有限，短期波动或上升，注意超长债风险 7
 - (三) 信用债：信用利差震荡向下，短期注意波动 9
 - (四) 可转债：市场磨底期或有结构性机会 9
 - (五) 固收投资建议：波动或加大，但不影响继续持有 10
- 境内股票：大盘回暖，适度调整过往偏防守策略 11
 - (一) A股大盘：反攻行情 11
 - (二) A股结构：红利做长期底仓，适度增配消费科技 12
 - (三) 港股展望：政策驱动行情回暖 13
 - (四) 策略建议：中高配A股权益产品 13
- 美股：上行趋势不变，但空间受限 14
- 美元债：美联储降息周期已经开启，维持高配 15
- 汇率：美元低位震荡，人民币阶段性偏强 15
- 另类：黄金继续看多，中高配市场中性 17

大类资产配置策略：股债均衡，阶段性提升股票战术配置

2024年四季度主题： 中国政策超预期发力提振经济与市场前景，美联储开启降息周期

▶ 境外：美联储正式进入降息周期

美联储降息周期正式开启，我们继续看好具有确定性机会的黄金和美元债的表现。不过，在短期节奏上，需要留意两点不确定性因素：一是市场对年内降息的定价仍然比点阵图要略高，降息预期的摇摆可能会对市场构成扰动。二是美国大选，若“特朗普交易”卷土重来，同样会对市场构成影响。

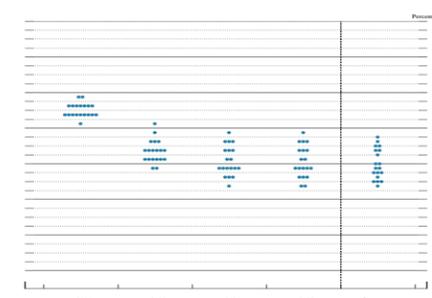
美联储在9月议息会议后下调联邦基金利率目标区间至4.75%-5.00%，降息幅度达到50BP，超出市场预期。展望未来，美联储降息周期已经开启，目前点阵图显示今年将继续降息50BP，2025年降息100BP，2026年降息50BP，利率终点将停留在2.75%-3.0%之间（图3）。虽然点阵图对于远期降息幅度的指示性较差，未来是否能够继续降息200BP仍未可知，还需根据未来美国经济增长、通胀情况进行进一步判断，但可以确定的是美联储的货币政策已经朝着宽松的方向运行，我们也继续看好具有确定性机会的黄金和美元债的表现。另外，美股中的消费、医疗行业也可适度配置。

此外，在确定性主线之下，我们还需要关注两点不确定性因素：

第一，降息预期的摇摆。美联储最新点阵图显示年内预计还会降息50BP，但市场隐含的降息幅度更加激进，认为联储年内可能会降息75BP。若经济数据回弹，市场预期出现修正，美债利率、美元可能都会出现反弹走势，黄金也将出现向下的调整。

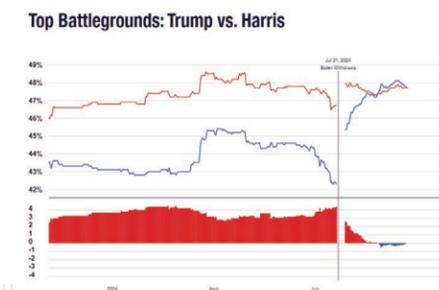
第二，美国大选选情的变化可能会给市场带来波动。随着美国总统大选的第二场辩论落下帷幕，哈里斯的优势在进一步扩大，民调领先特朗普约2%。但是从摇摆州的民调情况来看，两人几乎打平，这代表最终大选结果仍有悬念（图4）。若“特朗普交易”再度卷土重来，可能会对市场构成一定扰动。

图3：点阵图表明年内还会降息50BP



数据来源：Fed，招商银行研究院

图4：哈里斯和特朗普在摇摆州打平



数据来源：RealClearPolitics，招商银行研究院

► 境内：政策超预期落地，提振中期权益资产回报

前期报告中，我们提示9月是新一轮稳增长政策落地的窗口期，政策将有利于提振短期风险偏好，这一观点得到验证。9月下旬，金融主管部门宣布将推出一揽子金融政策，此后政治局会议分析研究当前经济形势，部署下一步经济工作，内容涉及财政货币政策、资本市场、房地产市场、民生消费等多方面。

目前来看，本轮政策的组合拳落地节奏和力度显著超出我们和市场的预期，打开了对于未来政策的想象空间，中国经济前景也会因此受到提振，进而带动市场风险偏好快速回升。政策出台后，A股大幅反弹，债券下跌，人民币升值。我们认为此次出台的系列政策有望推动市场风险偏好阶段性回升，且时间和空间好于此前预期，可以阶段性提振权益资产的回报。

展望四季度，我们认为市场交易会分两个阶段，先是交易更多的配套政策，后是交易政策落地之后的基本面表现。

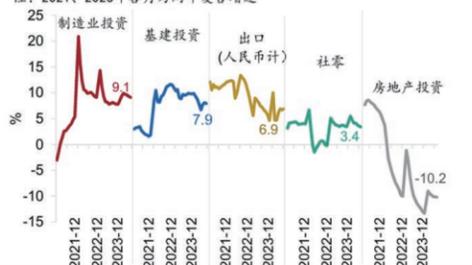
对于后续的配套政策，我们认为主要是会在财政政策和地产政策上。财政政策方面，后续可能还会有新增特别国债，扩大新增专项债和超长期国债投资范围，加快前期政策落地等。地产政策方面，会议提出促进房地产市场止跌回稳，一线城市限购政策有望打开，保障房收储政策推动有望加快。

对于政策对基本面的效果，我们认为可以有效托底，但明显改善还需要观察。基本面走势有一定的惯性，政策要逆转前期下滑的态势（图5、6），不仅需要加力，还需要支持性的外部环境等多项条件共振。中性条件下，未来基本面的表现可能会趋稳，快速走弱的压力被政策缓解，但要明显好转则需要更多的时间和条件。

对于大类资产表现而言，在交易政策时，市场风险偏好快速上升，权益资产偏强，债券资产偏弱。考虑到本轮政策力度和节奏超预期，风险资产回升的时间或拉长。不过，再往后看，基本面表现更能决定风险偏好走势，若基本面趋稳，则权益和债券资产更倾向于区间震荡，若基本面出现明显好转，则权益资产表现偏强而债券资产表现偏弱。

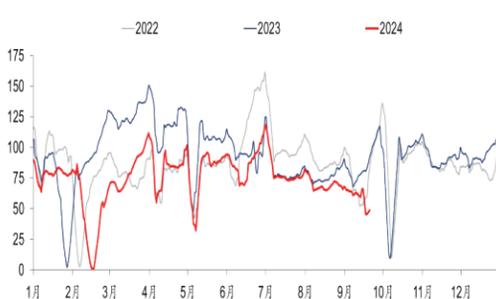
图5：三季度基本面下行压力加大

出口、投资和消费累计同比(2024年8月)
注：2021、2023年各月为两年复合增速



数据来源：Wind，招商银行研究院

图6：9月地产一二手房复苏指数继续下滑



数据来源：Wind，华泰证券，招商银行研究院

► 境内固收：利率短期波动增加，中期趋势未变，曲线陡峭化

（一）现金和存款：资金和存款利率将下行

四季度降息（政策利率下调20bp）、降准（下调0.5个百分点）将落地，存款利率和贷款利率也会同步下调，后期现金类产品预期收益和存款利率将出现10-20bp左右的下行。

（二）利率债：利率震荡下行空间有限，短期波动或上升，注意超长债风险

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），预计债券利率震荡为主，中途波动加大，分三方面来看：银行间流动性方面，央行降准降息将有助于资金利率下行，同业存单利率也将出现下行；信贷市场方面，在政策助力下，四季度信贷或边际好转，但幅度或有限，预计信贷投放对债市影响中性偏空；经济增长方面，在政策托举下，经济基本面或趋稳，幅度仍有待观察，经济表现对债券中性偏多。

整体来看，在基本面还未出现明显变化之前，债券利率震荡下行趋势未改。不过在近期多项政策落地之后，对短债、长债和超长债会有不同表现，具体分析如下：

短债方面，资金利率的回落原本有利于牵动短债利率向下，但前期短债利率下降较多，1年期国债利率已经低至1.3%附近，低于当前7天逆回购（1.7%）近40bp。即使7天逆回购利率下调至1.5%，仍高于1年期国债利率20bp，因此短债利率继续下行空间比较有限，判断后续以低位震荡为主。

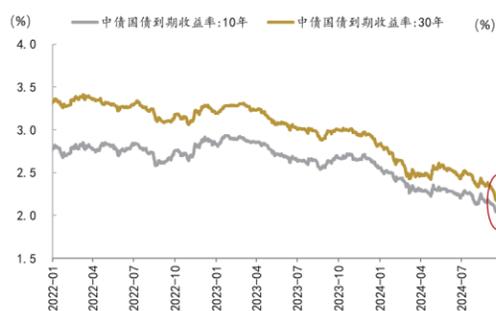
长债方面，9月下旬10年期国债利率低点接近2.0%，与7天逆回购利率（1.7%）利差约30bp，创下历史新低。考虑两者利差回归上半年40-50bp的合理区间，后续7天逆回购利率下调至1.5%之后，对应10年期国债利率大致在1.9-2.0%。但是考虑到今年以来投资机构在债券上已积累较多浮盈，在政策落地后，部分机构可能会进行止盈操作，导致利率出现小幅反弹。

决定利率走势的关键仍在财政政策，若财政政策能够更加有力，则可能会推升10年期国债-7天逆回购利差上行至50-70bp，对应10年期国债利率回升2.0-2.2%；反之，10年期国债利率和7天逆回购利差可能会再次压缩至30-40bp，对应10年期国债利率运行区间下降至1.8-1.9%。

超长债方面，30年期国债利率一度低至2.1%，与10年期国债利差仅有10bp，再次创下年内新低（图8）。因此，尽管此次货币政策宽松有利于10年期国债稳定在低位，但对超长债而言，更需要关注利率反弹的风险，一旦机构集中止盈或市场风险偏好上升（风险资产上涨），30年期国债利率会快速回弹。若遇上扩张性的财政政策落地，超长债的反弹幅度或超预期。

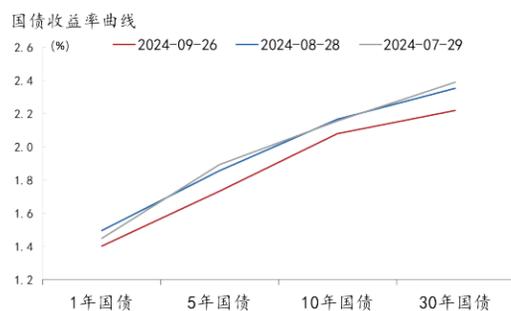
债券策略上，继续持有债券和固收产品，增加配置时可以继续优先考虑短债和货币类资产，兼顾安全性和流动性。若出现扩张性财政政策，长债利率反弹后，再增加长债配置。持有超长债ETF的产品短期更需关注风险。

图7：长债和超长债触及年内新低后反弹



数据来源：Wind，招商银行研究院

图8：9月利率中枢整体下移



数据来源：Wind，招商银行研究院

（三）信用债：信用利差震荡向下，短期注意波动

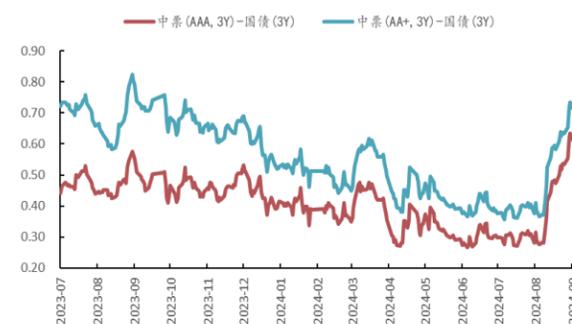
9月信用债收益率震荡，信用利差大幅回升后震荡回落（图9、10）。前期国债利率回落，信用利差被动走阔，吸引投资机构再次配置信用债。之后国债利率反弹，信用利差被动压缩。

展望未来，我们认为在政策出台的背景下，信用债收益率或有小幅反弹，但不及国债利率，信用利差或继续向下压缩。信用债票息继续为投资机构提供稳定回报，机构配置仍会比较积极。策略上，仍可以持有信用债，但需要适当降低收益预期。

（四）可转债：市场磨底期或有结构性机会

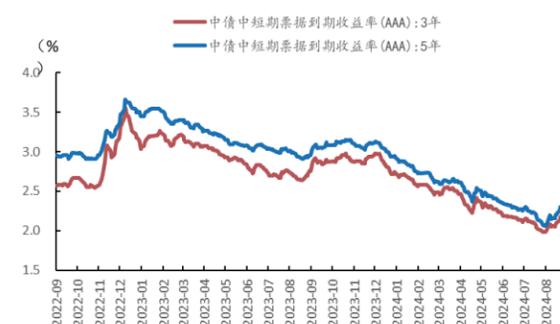
三季度以来，可转债市场持续回调，主要受到违约事件频发、正股下跌、固收+基金赎回压力等因素的影响。过去三个月A股低迷并持续走弱（图11），可转债在趋势上跟随下跌，期间有几次与A股背离的小反弹行情。同时，违约事件如搜特转债、岭南转债等，引发了机构对转债信用风险的再定价，出现了一定的非理性下跌。此外，随着固收+基金赎回，基金为了应对赎回压力，一般会优先抛售流动性较好的可转债，加剧了转债市场的走弱。

图9：9月中票信用利差震荡回落



数据来源：Wind，招商银行研究院

图10：9月中票收益率震荡



数据来源：Wind，招商银行研究院

图11：三季度以来全A与可转债同步走弱



数据来源：Wind，招商银行研究院

展望四季度，权益市场后续的反弹行情是带动转债市场修复的关键。在经历了第三季度的调整后，转债市场对信用风险的担忧也有所消化，对信用风险的定价将趋于合理。从估值来看，百元平价溢价率位于2020年以来接近底部位置，继续下探空间有限（图12）。从资金面看，暂时未见到公募、年金和保险等主要机构投资者大规模入场，前期的反弹以短线博弈资金驱动。不过在系列重磅政策出台后，A股反弹行情若能延续，或将阶段性带动转债的转股价值和估值得到双重提升。可以关注正股弹性好、业绩确定性强的转债作为正股替代，以及到期收益率（YTM）高的转债作为纯债替代，把握市场磨底期的结构性机会。

可转债产品上，建议投资者结合对A股的配置情况，适度参与可转债。关注擅长把握结构性机会和择券能力的管理人。

（五）固收投资建议：波动或加大，但不影响继续持有

标配纯债策略。预计全年的年度收益预期尚可，但季度收益预期要降低。中性条件下10年期国债利率下行空间10bp，同时考虑到信用利差较前三季度偏低，对产品而言，季度收益率要超越前三季度有一定难度。如果四季度短债和中长债产品业绩和三季度接近，那么预计平均的年化收益将分别位于2.6%、3.9%附近。如果财政政策超预期发力，则固收产品业绩波动将加大，年化收益或继续降低。乐观情况下，四季度收益如果介于二季度和三季度之间，则中长期债基金全年年化收益能达4%及以上。

我们发现，短债基金和中长债基金产品之间的业绩方差是近四年以来最小的一年（表4）。意味着前三季度的债券基金业绩基本上是beta收益的实现，基金之间的差异在近四年中是最不显著的，前三个季度对债券仓位选择的重要性会大于对个基的选择。但是对四季度而言，这种情况可能会不同，利率的下行节奏将受到政策出台的影响。并且，一般机构在四季度将择机做全年的收官、止盈或追赶，能不能守住全年产品实现的业绩会在这个季度有所体现，预计债基业绩的分化将加大。

标配固收+策略。固收+前三季度的表现显著弱于纯债，四季度有一定的概率会强于纯债。但固收+的配置基本是中长期持有为主，并非用于捕捉波段的投资工具，因此，建议维持前期的配置策略不变。

图12：转股价值和百元平价溢价率



数据来源：Wind，招商银行研究院

表4：2021年-2024年9月末不同类型债券基金产品业绩方差

基金类型	2021年	2022年	2023年	2024年以来
短债基金	2.17	3.12	0.86	0.59
中长期债券基金	2.82	4.85	3.94	0.98
二级债基+偏债混合	6.22	4.77	2.94	4.30

资料来源：Wind，招商银行研究院，2024年以来截止日期为2024.9.24

境内股票：大盘回暖，适度调整过往偏防守策略

（一）A股大盘：反攻行情

9月份政策层面呈现出积极的变化，市场预期迅速改善。9月24日，国新会的举办带来了一系列政策的集中发布，这些政策包括利率下调、针对房地产市场的新措施，以及专门针对资本市场的政策。在这些政策中，央行创新地推出了两项货币政策工具，预计将为市场提供高达8000亿元的资金，这些资金只能用于投资股票市场。随后，在9月26日，中央政治局会议的召开进一步传递出政策支持的积极信号。这次会议不仅因其时机选择而受到市场的广泛关注，而且在财政政策和资本市场的提振方面也给予了显著的关注。在这些政策的推动下，市场情绪得到了显著提振，上证指数也从2700点快速反弹至3000点以上。

展望未来，随着各项政策的积极推进，A股市场有望延续反攻行情。自2022年以来，A股有过三轮政策驱动的反弹行情，平均反弹幅度达到了20%，持续时间大约为2个月。考虑到本轮政策的力度较大且节奏较快，我们认为上证指数有望挑战此前预测的年内上限3200点。当前阶段是弹簧压缩到极限后的情绪亢奋期，后市具体能涨到多高难以预测，在羊群效应下也不排除进一步到去年3400点的高位（图14）。需要注意的是，四季度实际基本面或并未有多大改善，届时市场波动率将下降，有可能在一个新的中枢水平震荡，直到政策的实际效果或基本面改善的信号显现。至于节奏，我们认为，自9月24日开始到明年，大盘或呈现N字走势：第一阶段是政策驱动的亢奋期，时间或在2个月以内；第二阶段是基本面驱动的冷静期，时间或在半年左右；第三阶段是有真正业绩支撑的上升期，具体何时改善还有待跟踪。

图13：领先指标显示未来半年基本面压力仍存



数据来源：Wind，招商银行研究院

图14：前三轮政策驱动行情幅度20%时间2个月



数据来源：Wind，招商银行研究院

（二）A股结构：红利做长期底仓，适度增配消费科技

随着9月份积极的政策落地，市场情绪得到了显著提振，各大板块与大盘同步上涨。在这一快速反弹的行情中，消费和金融地产等之前跌幅较大的板块表现出了较大的反弹幅度。**对于A股的配置策略，可适度调整过往偏防守的策略，红利低波策略可作为长期底仓配置，同时现阶段可适度追求弹性，增配消费股和科技股。**配置策略的三个主要方向如下：

一是红利板块，可作为中长期配置主线。尽管在9月份市场整体反弹期间（图15），红利股的表现略微跑输其它强势板块，但它们在熊市或震荡市场中往往能实现超额收益，这种优势通常在完成整个牛熊周期后更为显著。在当前市场业绩基本面整体仍存压力的背景下，我们认为主流红利指数超过5%的股息率，对多数风险偏好较低的投资者来说仍具备较大吸引力。

二是消费板块，阶段性适度增配追求弹性。9月份消费板块反弹幅度较为显著。消费板块的表现与经济预期紧密相连，当经济预期偏弱时，消费板块往往表现不佳。一旦经济预期有所改善，消费板块则有望实现超越市场平均水平的增长。我们认为，政策交易阶段不会持续太久，后续还将回归基本面验证期。目前看，消费板块的全面复苏仍需时日，需等待经济基本面的进一步好转。以白酒为主的高端消费可阶段性交易，而家电等受益于扩内需政策的领域，景气度也可能相对较好。**总体来看，消费板块为获得短期弹性可关注白酒等高端消费，为追求高胜率可关注家电和消费红利指数等。**

三是科技板块，可阶段性适度增配电子等景气行业。科技板块在9月份也迎来同步反弹。电子行业的中期利润增长率达到30%，在所有行业中位居前列，较一季度的11%有显著提升（图16）。公募基金的二季度报告显示，电子行业已成为其第一重仓行业。鉴于全球半导体销售正处于上升周期，预计电子行业的景气度将保持高位。同时，需警惕美国大选和脱钩预期可能带来的潜在负面影响。

图15：9月24日以来各板块均大幅反弹



数据来源：Wind，招商银行研究院

图16：半导体销售周期回升+消费者信心低迷



数据来源：Wind，招商银行研究院

（三）港股展望：政策驱动行情回暖

在9月份，港股市场迎来了显著的反弹，这一积极变化主要得益于两个因素：一是美联储进入了降息周期，为市场提供了更加宽松的金融环境；二是国内政策的密集出台超出了市场预期，为市场注入了信心。

展望后市，虽然流动性和政策层面的积极因素为港股市场提供了支撑，但鉴于中国名义经济增速的实质性改善尚需时间，港股的业绩基础可能还不够坚实（图17）。因此，我们预计港股市场在经历一段反弹期后，可能会在一个新的中枢区域进行震荡整理。

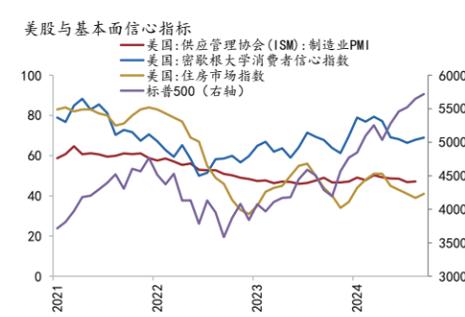
港股配置上，从中长期视角来看，仍可重点关注红利资产（图18）。此外，恒生科技指数的部分权重股近期业绩有所改善，并且这些公司实施了大规模的回购计划，这有利于提振市场情绪。然而，互联网行业的整体景气度与中国宏观经济密切相关，后续仍需持续观察行业动态和宏观经济指标。

（四）策略建议：中高配A股权益产品

主观多头：预计大盘将有反弹，维持中高配主观多头产品。结构上关注红利类产品为主，同时适度配置消费类和科技类产品。

量化多头：预计大盘将有所反弹，可维持中高配量化指数增强型产品。结构上沪深300等大盘价值风格相对稳健，中证500和中证1000等小盘风格也可适度配置。

图19：经济领先指标开始回升



数据来源：Wind，招商银行研究院

图20：美股估值偏高



数据来源：Wind，招商银行研究院

► 美股：上行趋势不变，但空间受限

美股中期震荡上行的趋势不变，但上行空间有限。结构上，风格将趋于均衡。

美国经济软着陆的可能性较大，这将支撑美股继续震荡上行。根据历史数据统计，在经济衰退期首次降息的一年后，标普500指数平均下跌了近12%。而在非经济衰退期，即降息是为了利率“正常化”时，降息一年后美股平均上涨13%，而本次降息偏向后者。从经济领先指标来看，反映美国制造业、消费和房地产的信心指数，最近1个月数据均回升。（图19）

美股的估值难以进一步上升，限制了美股的上行空间。标普500市盈率处于过去10年的89%分位数高估值的背后是人工智能和经济前景的支撑，考虑到近期经济有所放缓，加上人工智能尚未形成有效的商业盈利模式，预计美股估值难以进一步升高（图20）。

结构方面，从行业表现来看，消费和医疗在降息后一年的平均表现最为突出，小盘股也显示出较强的敏感性。而大型科技股由于前期涨幅较大，估值已处于高位，吸引力相对降低。当前AI虽然在技术上快速发展，但在应用上多停留在简单层面，要实现AI带来的真正生产力提升，还需要生产方式和消费模式的创新和深度整合，以及技术的持续进步，这是一个长达至少数年的漫长过程。

策略上建议标配美股以及美股科技板块。需要注意的是，美股的长期平均年化收益率在10%以上，标配是与美股自身的长期表现相比较。可以适度配置在历史上对降息反应积极的行业，如消费、医疗，也可以在市值风格上更加均衡，如配置标普500等权指数等。

图19：经济领先指标开始回升



数据来源：Wind，招商银行研究院

图20：美股估值偏高



数据来源：Wind，招商银行研究院

► 美元债：美联储降息周期已经开启，维持高配

随着美联储降息周期于9月正式开启，美债利率中枢在趋势上有望进一步走低，我们也维持美元债高配的配置建议不变。

美国国债方面，回顾历次降息周期，美债利率的低点一般出现在降息周期结束前后（图21）。因此，我们认为美债利率中枢将继续向下，未来的每一次反弹都可以视作上车或是加仓的机会，配置上建议优先考虑中长期债券。短期需要关注降息预期摇摆以及美国大选带来的扰动。

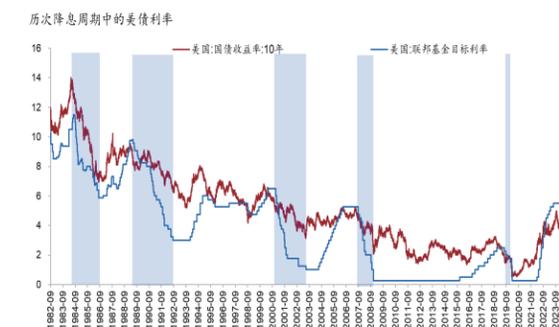
美元信用债方面，投资级债券拥有更高的确定性。对于高收益债来说，美国经济出现转弱迹象，中小企业信用风险可能会有所上行，但由于我们的基准预期仅是“软着陆”，因此高收益债可部分配置但需控制比例。

中资美元债方面，投资级确定性更强。高收益债尽管今年表现不错，但主要推动逻辑来自于地产政策的放松、价格优势、以及对美联储降息预期的定价。目前地产基本面并未看到趋势性的好转，投资高收益债面临的市场风险仍然存在，建议回避。板块上，我们建议关注金融、城投债，中低等级地产债则需相对谨慎。另外，我们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。

► 汇率：美元低位震荡，人民币阶段性偏强

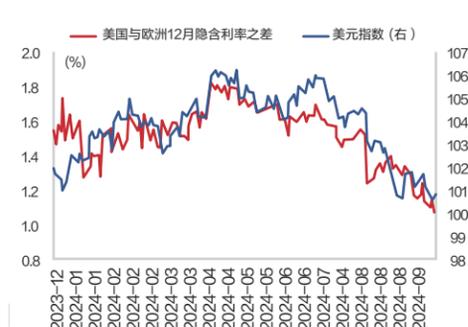
美元：短期内低位震荡，但趋势上依然不弱。短期来看，美元大概率将继续在低位徘徊。一方面市场对联储年内降息的定价相对充分，美元进一步下行的空间受限。另一方面，目前欧央行对货币政策的态度相较美联储更加谨慎（图22），美元也难有上行动力。趋势上，美国基本面仍然强于欧洲，且美联储以降息50BP开局进一步增强了经济的软着陆前景，我们仍然维持美元不弱的观点，年内核心波动区间预计在100-105之间。当然，若美国经济不及预期，未能实现软着陆，甚至转为衰退，美联储降息加速，美元不弱的基本判断将会被打破，这一风险目前来看发生的概率较小，但仍需持续关注。

图21：历次降息周期中的美债利率



数据来源：Wind，招商银行研究院

图22：欧央行货币政策态度比美联储更加谨慎



数据来源：Wind，招商银行研究院

人民币：短期偏强，中长期承压。中国决策层在月底推出的政策组合拳大超预期，对市场风险偏好带来显著的正面效应，股市大涨并带动人民币出现同步升值，后续能否延续需要关注财政政策的配合。补偿性结汇需求正在释放，根据我们的测算，这部分资金大约有近2000亿美金的规模，结汇需求的边际提升也会对人民币形成进一步的支撑。

但是中长期来看，人民币仍面临诸多压力。第一，正如上文所述，美元暂时没有趋势性走弱的基础，对人民币的利好并不持续。第二，中美利差倒挂的问题仍难以解决。尽管美债利率出现快速回落令中美利差收敛，但是在国内货币政策维持宽松的背景下，中美利差想要实现转正仍然遥遥无期，市场后续的持汇意愿预计仍然偏强，这将对人民币构成压力（图23）。第三，关注美国大选，以及可能带来的贸易摩擦压力。美国大选最终结果依然是未知数，但若特朗普当选，贸易摩擦风险边际上升，届时也将对人民币构成一定压力。

欧元：区间上沿震荡。欧元区经济仍然疲弱，9月制造业PMI从45.8跌落至44.8，收缩幅度继续扩大；服务业PMI方面，巴黎奥运会的短期提振效果有所减弱，继续从52.9进一步下降至50.5。欧洲央行在9月会议上也下调了2023年-2026年的实际GDP同比增速各0.1%。不过，欧洲央行9月会议传递对后续通胀反弹的担忧，降息节奏或较为节制，仍强调依赖数据决定未来降息路径。

目前欧元基本面难以支持欧元走出趋势性行情。美强欧弱的经济格局暂时没有发生很大变化，欧元仍可能在1.105-1.125区间的上沿附近震荡。

日元：陷入盘整状态。7月以来，受美日利差收窄及汇率波动增加影响，日元套息交易快速平仓。从CFTC数据来看，日元持仓在8月13日已经从净空头转为净多头。目前日元的多头持仓虽仍在增加，但速度明显放缓。

另外，日本央行申明加息方向，但短期内保持耐心。从多位委员的讲话来看，日本央行仍坚持继续加息的方向。不过植田和男也表示，日本央行暂时并不急于加息，首先需要仔细评估国内外金融和资本市场的发展情况，以及海外经济状况，其次，日元近期的上涨，也抑制了价格的上行风险。因此10月加息的概率有所下降，日元近期可能陷入盘整状态。

英镑：继续偏强。英国通胀韧性支持降息时点偏晚。较强的通胀压力令英国央行保持谨慎，10月会议上不支持降息和支持降息的票委比例为8:1，而8月会议为5:4，显示部分官员的立场向更加鹰派转变。此外，英国经济表现相对较好。英国8月零售销售环比从0.5%上行到1%，7月ILO失业率从4.2%进一步回落至4.1%。经济的良好表现也意味着英国央行的降息比较审慎，与美联储的对比更加鲜明。近期英镑已经连续创下2022年3月以来的新高，未来偏缓的降息节奏仍将对英镑构成支撑。

▶ 另类：黄金继续看多，中高配市场中性

黄金：在美联储降息周期开启、地缘政治冲突反复的背景下，黄金仍将维持上行趋势，并有可能继续创下历史新高。

一方面，美联储降息周期正式开启，美债实际利率有望进一步下行，美元难有升值动力，对黄金利多，也成为了当下阶段影响黄金走势最为核心的因素（图24）。另一方面，近年来地缘政治冲突频发，在情绪上也将对黄金构成利好。另外，需要说明的是，尽管央行购金逻辑在短期内有一定程度的弱化（全球央行的二季度购金量环比下滑），但是我们认为储备再平衡是一个长期逻辑，央行购金趋势未变，这也将继续对黄金构成支撑。

尽管伦敦金已经突破历史新高，但是上海金近期涨势略弱于伦敦金（图25）。我们认为原因有两点：一是人民币自8月初以来出现了一轮快速升值，吞噬了部分黄金的涨幅。二是金价涨至高位后，购金盘热情可能出现了一定程度的降温，上海金相较国际金的溢价消失，内外盘价差出现明显收敛。

展望未来，黄金仍将维持上行趋势，当前也并未看到明显的让黄金涨势终结的因素，我们维持2550-3000美金的目标区间不变，对应的上海金价格区间为580-680元（假设美元兑人民币即期汇率为7.1，且内外盘无溢价）。但是需要留意的是，金价已经涨至高位，黄金的上行节奏也未必顺畅，预计将在波动中缓慢上涨。

图23：1Y美元兑人民币掉期隐含中美利差收敛



数据来源：Wind，招商银行研究院

图24：黄金vs美债实际利率



数据来源：Wind，招商银行研究院

图25：内外盘价差明显收敛



数据来源：Wind，招商银行研究院

原油：震荡偏空。展望未来，我们认为油价走势不确定性较高，主要不确定因素源自OPEC+10月初的减产计划。理论上，如果OPEC+没有很强势的减产，油价的下行压力依旧较大，或只是阶段性延续节前的修复性反弹行情。趋势看，随着供需转弱，四季度油价深跌概率大，未来或创新低，10月再反弹后或再次成为拐点。

铜：震荡偏多。从基本面的角度来看，铜全球库存去化，有利于对价格形成支撑。LME铜库存连续回落，国内社会库存去化速度加快。电网和发电领域电线电缆订单增加明显，支撑线缆企业开工率持续走高和增加原料采购。同时，国内再生铜供应和冶炼厂生产扰动增强，精铜供应面临压力。不过，随着铜价的上涨，下游补库动力明显衰弱，预计将限制价格上行空间。

CTA：短期行情延续性可能不强，等待后续机会。今年确定性相对高的因素是整体波动的抬升，沿着做多波动率的角度去配置CTA依然是今年的主线。配置方面，从收益相关性的角度，中短周期量价和对应周期的波动率有着较高的相关性，中短周期趋势配置价值凸显。中长周期趋势和通胀的相关性较高，待通胀抬头确认后右侧配置或许安全性更高。

市场中性：看多。考察市场中性产品的两个要素，当前超额收益波动较小，而对冲成本出现了显著的正面变化，目前已经降至零以下（图27），这意味着对冲操作不仅不会产生成本，反而可能带来收益。特别是9月27日，四大股指期货集体跑赢现货指数，平均升水率年化15%以上，此时投资者买入市场中性产品，将获得较高的基差收益。虽然近期市场中性产品的净值有所回撤，但向前看，此时是配置的良机（图26）。值得注意的是，投资者配置市场中性产品时，仍需密切观察购买当天的升贴水情况。

大类资产配置策略：股债均衡，阶段性提升股票战术配置

根据市场研判与分析，我们对未来6个月的大类资产的配置做如下建议：**高配：美元债。中高配：黄金、A股、A股高股息策略。标配：中国国债、信用债、美股、美股纳斯达克、美元、人民币、日元、欧元、英镑、港股科技股、可转债、A股的周期风格、A股的成长风格、A股的消费风格。**

根据大类资产表现，投资策略配置建议如下：**中高配：黄金、主观多头、量化多头、市场中性；标配：纯债、固收+、多策略。**

图26：今年中性产品业绩波动较大

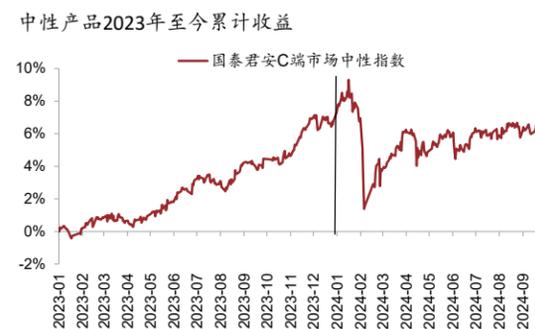
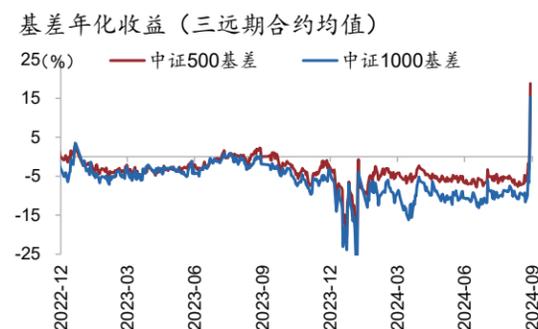


图27：当前对冲成本已降至0以下





重要免责声明

理财非存款，市场有风险，投资须谨慎。

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，据此操作，风险自担。

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。

招商银行有权在法律法规和监管规定允许的范围内对本报告予以解释。

PRIVATE
BANKING
助您家业常青
是我们的份内事

十三度荣膺《欧洲货币》杂志“中国区最佳私人银行”综合大奖，
2022年包揽全部16个细分奖项。

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

