

海外宏观和大类资产月报

初春之兴

美国经济呈现“较高增速+较高通胀”特征，全球经济向上动能有所增强，风险资产和美债收益率携手上行。

- 海外宏观概览：2月数据显示美国经济存在持续处于“较高经济增速+较高通胀水平”的可能性。欧元区经济和企业盈利增长均较为乏力。日本经济进入技术性衰退，但企业盈利增速转正，薪资和通胀实现“良性循环”的可能性增大。全球制造业 PMI 和亚洲出口增速均出现持续改善，显示全球经济向上动能有所增强。
- 市场分析：股指和美债收益率携手上行暗示市场交易主题线索或已经由通胀/美联储转变至经济基本面/企业盈利。中美经济周期有望共振上行并为风险资产持续回暖提供基本面支持。
- 海外主要资产观点：美股：盈利增速虽有望继续上行，但市场计价或已经较为充分，短期美股指数进一步大幅走高空间或相对有限。港股：盈利水平有望保持相对稳定，市场对盈利回暖的计价并不充分，短期港股或“易上难下”。10年期美债：通胀进一步回落面临压力的背景下，10年期美债收益率短期或难以持续大幅下行。美元指数：美强欧弱或有助于维持美元强势地位，但日元或带来扰动，美元指数短期或仍将处于震荡局面。铜油：中美经济周期共振上行或有助于铜油回升，短期来看，在催化剂缺失的情况下，铜油或仍将处于震荡之中。国际金价：受益于美债实际收益率回落，金价创出历史新高，短期或将在高位震荡。
- 风险：经济实际运行情况偏离预期，预测模型失效以及黑天鹅事件。

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观经济

证券分析师：朱启兵

(8610)66229359

Qibing.Zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

证券分析师：周亚齐

yaqi.zhou@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300522090002

目录

海外宏观概览	4
市场分析	8
主要海外资产观点	11

图表目录

图表 1. 美国经济景气指数 2023 年年中以来持续改善.....	4
图表 2. 美欧制造业 PMI 的 12 个月趋势性变动(%)	5
图表 3. 日本通胀同比增速 vs 工资同比增速	5
图表 4. 全球主要经济体制造业 PMI(%)	6
图表 5. 美国进口增速 vs 亚洲主要出口经济体的出口同比增速	6
图表 6. 美日欧 2 月公布的关键经济数据列表	7
图表 7. MSCI 全球 vs 10 年期美债收益率 滚动 60 日联度 (%)	8
图表 8. 全球主要金融资产指标价格变动	9
图表 9. 全球风险类资产价格 2 月表现排序	9
图表 10. 美元和国际黄金 2 月价格表现	10
图表 11. 债券类资产 2 月表现排序 (收益率变动, bp)	10
图表 12. 中美经济周期: 实际值 vs 预期值	10
图表 13. 标普 500 指数: 指数走势 vs 估值变动	11
图表 14. 标普 500 指数隐含美国经济周期预期 vs 美国经济周期实际走势	11
图表 15. 恒生指数: 指数走势 vs 估值变动	12
图表 16. 恒生指数隐含中国经济周期预期 vs 中国经济周期实际走势	12
图表 17. 美债收益率曲线变动: 2024/1/31 vs 2024/2/29	13
图表 18. 美元指数 vs 美德 10 年国债实际收益率差值	14
图表 19. 铜价隐含中国经济周期预期 vs 中国经济周期实际走势	14
图表 20. 油价隐含中国经济周期预期 vs 中国经济周期实际走势	14
图表 21. 国际金价 vs 美债 5 年名义收益率和 5 年通胀预期	15

海外宏观概览

2月数据显示美国经济存在持续处于“较高经济增速+较高通胀水平”的可能性。从美国主要景气指数来看(见图表1),尽管不同指数变动存在差异,但整体来看2024年2月数据较1月仍进一步改善,延续了2023年年中以来持续回暖的态势,显示美国经济景气程度维持上行。特别的,从我们持续关注的制造业PMI12个月移动均值的变动来看,ISM和Markit的数据均显示出趋势性触底回升的态势,显示美国经济(盈利)周期上行初现端倪(详情参见2024年2月27日的报告《美国经济周期或开启上行》)。近期ISM和Markit制造业数据的劈叉,在历史上也时有发生,或主要是由于二者的采样对象的差异所致:ISM调查对象以跨国型企业为主,样本数量相对较小;Markit调查对象则涵盖了各种规模的企业,样本数量相对更大(详情参见2023年7月21日的报告《美国PMI数据的异常:美国经济景气指数的梳理和PMI的比较》)。从这个角度来看,近期ISM制造业持续偏弱而Markit制造业持续偏强的现象,可能反映的是美国经济相对全球经济更强的情况。从就业市场来看,高频数据和1月的劳动力市场数据显示美国劳动力市场虽然边际降温,但就业情况的绝对水平仍处于历史较强区间(见图表6)。我们预计美国劳动力市场将进一步再平衡,失业率存在小幅上破4%的可能性,但目前尚未看到劳动力市场快速恶化的迹象(详情参见2024年2月4日的报告《美国劳动力市场简介和展望》)。从通胀水平来看,尽管美国1月关键通胀指标中的PPI和PCE同比增速均延续了回落的趋势,但CPI同比增速过去数月持续徘徊在3%上方,同时服务业通胀有所反弹,通胀预期也重新升温。我们预计未来数月,美国通胀进一步回落的速度或较缓慢,且可能出现波折(详情参见2023年12月13日的报告《美国11月CPI点评:通胀回落前路“慢慢”》)。从其它经济活动来看,尽管美国1月零售环比增速超预期下降,但高频指标尚未显示零售增速存在断崖式下降的迹象;1月房地产市场有所回暖,房地美房价指数进一步走高,新房和成屋销售也有所回升;1月工业产出和耐用品订单则均出现环比下滑。从货币政策引导来看,美联储整体上仍然维持了1月FOMC会议上的态度:一方面表示对过去一段时间取得的进展(通胀趋势性降温+劳动市场持续强劲)表示满意,另一方面对降息保持开放而谨慎的态度,并强调对经济数据的依赖。整体来看,2月公布的一系列数据显示美国经济活动仍然强劲,并存在持续处于“较高经济增速+较高通胀水平”的可能性。截至3月6日的数据显示,亚特兰大联储的GDP NOW指标显示美国实际GDP的同比增速在2024年1季度仍有望保持在2%以上,而克利夫兰联储的CPI NOW指标则显示美国CPI和核心CPI同比增速在2月或仍将处于3%和3.7%左右的高位。

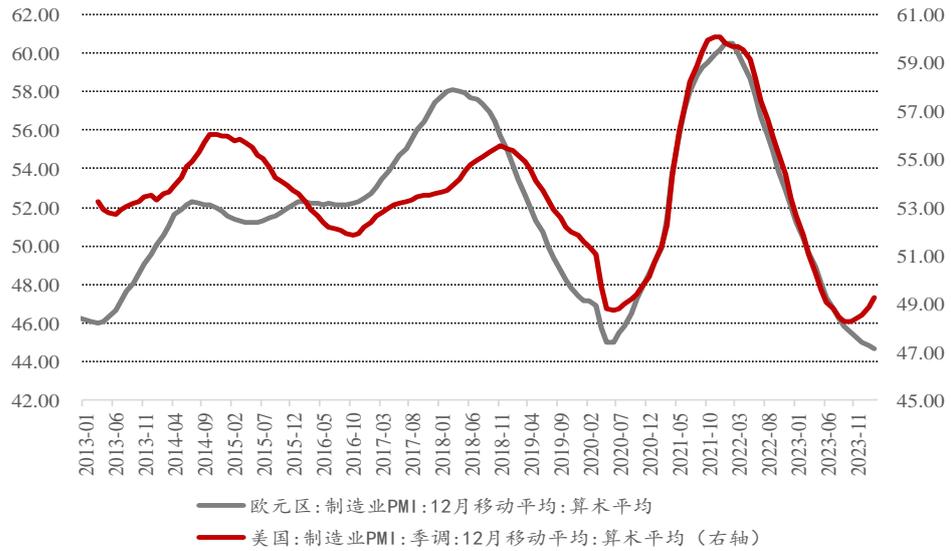
图表1. 美国经济景气指数2023年年中以来持续改善

景气指数	ZSCORE	2024-02	2024-01	2023-12	2023-11	2023-10	2023-09	2023-08	2023-07	2023-06	2023-05	2023-04	2023-03	2023-02	2023-01
制造业	美国:费城联储制造业指数:季调	-0.33	-1.15	-1.29	-1.06	-1.30	-1.40	-0.30	-1.46	-1.46	-1.27	-2.21	-2.07	-1.84	-1.40
	美国:纽约PMI:商业活动/生产指数:季调	-0.43	-2.69	-1.15	0.12	-0.61	-0.26	-1.40	-0.31	-0.01	-2.16	0.20	-1.81	-0.74	-2.32
	美国:达拉斯联储制造业指数:当前:生产:季调	-0.72	-1.85	-0.76	-1.36	-0.50	-0.35	-1.68	-1.24	-1.20	-0.98	-0.83	-0.72	-1.06	-0.82
	美国:供应管理协会(ISM):制造业PMI	-1.23	-1.01	-1.41	-1.52	-1.56	-1.12	-1.41	-1.68	-1.81	-1.66	-1.65	-1.86	-1.58	-1.65
	美国:制造业PMI:季调	-0.22	-0.56	-1.20	-0.88	-0.76	-0.81	-1.26	-1.03	-1.67	-1.21	-0.80	-1.04	-1.51	-1.64
服务业	美国:服务业PMI:商务活动:季调	-0.17	-0.14	-0.34	-0.46	-0.50	-0.60	-0.53	-0.20	0.18	0.28	0.05	-0.13	-0.48	-1.19
	美国:ISM:非制造业PMI	-1.00	-0.82	-1.56	-1.04	-1.28	-0.85	-0.60	-1.07	-0.78	-1.71	-1.33	-1.53	-0.51	-0.48
综合	美国:芝加哥联储全国活动指数	NA	-0.11	0.02	0.11	-0.27	0.00	-0.10	0.09	-0.17	-0.06	0.06	-0.22	-0.11	0.20
	美国:中小企业乐观指数:季调	NA	-1.57	-1.27	-1.52	-1.53	-1.53	-1.47	-1.38	-1.55	-1.87	-1.97	-1.79	-1.66	-1.80
	美国:芝加哥PMI:商业景气:季调	-1.19	-0.99	-0.91	0.02	-1.23	-1.25	-0.76	-1.42	-1.61	-1.77	-0.86	-1.42	-1.46	-1.41
景气指标均值		-0.66	-1.09	-0.99	-0.76	-0.95	-0.82	-0.95	-0.97	-1.01	-1.24	-0.93	-1.26	-1.10	-1.25

资料来源:万得,中银证券

欧元区经济和企业盈利增长均较为乏力。从景气指数来看,欧元区2月制造业PMI为46.5%,小幅弱于前值和市场预期。从趋势性变动来看(见图表2),欧元区制造业PMI的12个月移动均值继续走低,显示欧元区经济(盈利)周期仍处于下行阶段。这也同欧洲斯托克50近期的盈利变动情况大致相符:彭博数据显示,欧洲斯托克50每股净利润在2023年4季度环比下滑2.8%,为连续四个季度环比负增长,且分析师预计净利润的环比增速至2024年2季度才会勉强转正。从经济产出来看,2月公布的欧元区2024年4季度数实际GDP环比增速(经季调)为0%,同市场预期和3季度增速一致。欧元区虽然勉强避免了技术性经济衰退,但为零的GDP环比增速仍然指向经济活动的疲软。从通胀来看,欧元区2月CPI和核心CPI同比增速终值分别为2.6%和3.1%,均较前值有所回落。从就业情况来看,1月欧元区20国失业率为6.4%,较前值有所回落。从货币政策引导来看,欧央行一方面对于降息持开放态度,另一方面也强调需要更多的数据(尤其是薪资增速)来做出政策决定。整体来看,欧元区经济和企业盈利增长均较为乏力,并且目前尚未看到扭转的迹象。

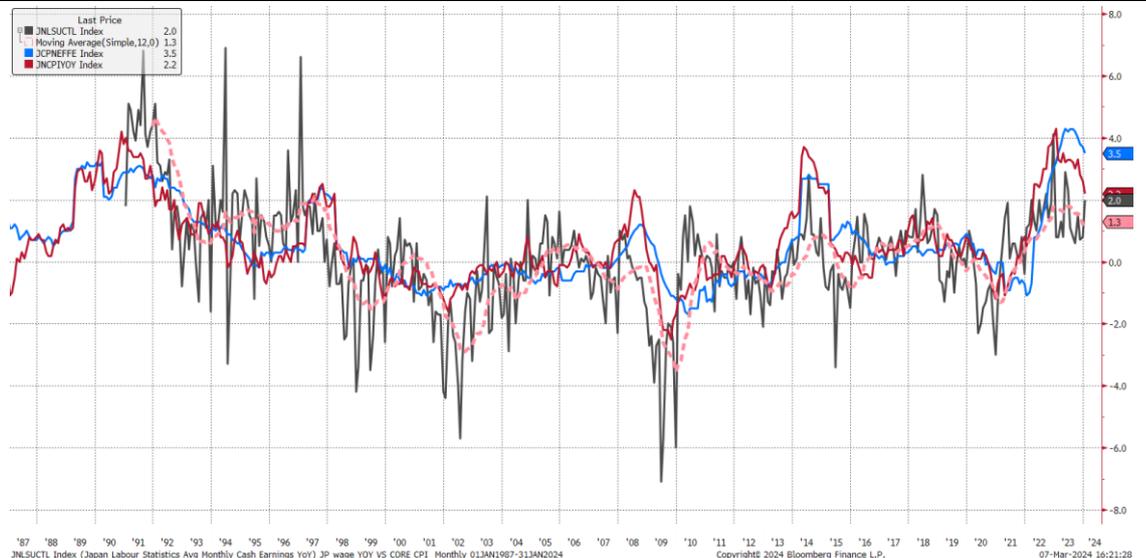
图表 2. 美欧制造业 PMI 的 12 个月趋势性变动(%)



资料来源: 万得, 中银证券

日本经济进入技术性衰退, 但企业盈利增速转正, 薪资和通胀实现“良性循环”的可能性增大。从景气指数来看, 日本 2 月制造业 PMI 初值为 47.2%, 弱于 1 月的 48.0%。从趋势性变动来看, 日本制造业 PMI 的 12 个月移动均值继续走低, 显示日本(盈利)周期仍处于下行阶段。不过, 从季度盈利数据来看, 日本企业的盈利情况或已经开始出现了一定的好转。彭博的数据显示, 日经 225 每股净利润环比增速在 2023 年 4 季度转正, 且分析师预计 2024 年整体净利润有望维持正增长。从经济产出来看, 2 月公布的日本 2024 年 4 季度数实际 GDP 环比增速(经季调)为 -0.1%, 低于市场预期, 但高于前值, 为连续第二个季度环比增速为负值, 显示日本经济已经进入技术衰退。从通胀来看(见图表 3), 日本 1 月 CPI 和核心 CPI 同比增速终值分别为 2.2% 和 3.5%, 均较前值有所回落。从就业情况来看, 1 月日本劳工现金收入同比增速为 2.0%, 高于前值和市场预期; 1 月失业率为 2.4%, 较前值小幅走高, 但仍处于 1990 年以来的历史低位。从货币政策引导来看, 日本央行大致维持了 1 月议息会议的态度: 一方面表示出对薪资增速持续保持较高水平, 通胀增速达成目标的乐观态度, 暗示对退出宽松货币政策的信心增强, 但另一方面也表示即便未来调整货币政策, 也会谨慎行事, 避免对经济和金融市场造成冲击。整体来看, 尽管日本经济进入了技术衰退, 但企业盈利仍然坚挺。与此同时, 日本央行追求的通胀和薪资增速的“良性循环”实现的可能性有所增大。

图表 3. 日本通胀同比增速 vs 工资同比增速



资料来源: 彭博, 中银证券*灰色线: 劳工月均现金收入同比增速; 粉色线: 劳工月均现金收入同比增速 12 个月均值; 蓝色线: 日本全国核心 CPI 同比增速; 红色线: 日本全国 CPI 同比增速

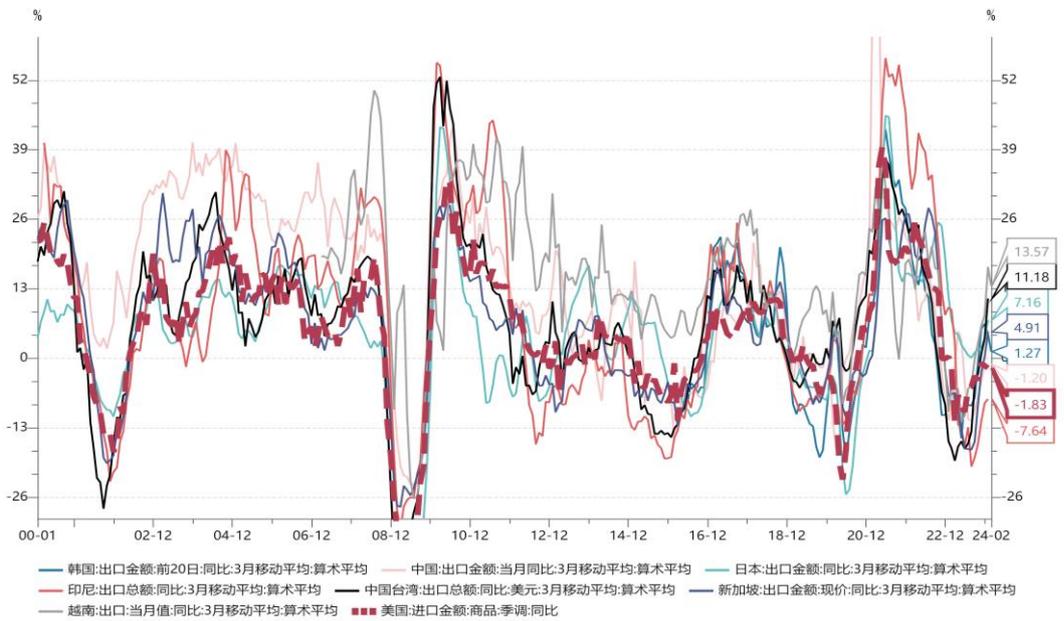
全球制造业 PMI 和亚洲出口增速均出现持续改善，显示全球经济向上动能有所增强。尽管不同经济体的改善速度和节奏有所差异，但是全球制造业 PMI 走势仍然延续了近期震荡回暖的趋势（见图表 4）。其中，欧盟和日本表现相对较弱，而新兴经济体表现相对更好。另一方面，在美国进口同比增速自 2023 年年中左右趋势性触底回升的带动下，亚洲主要出口经济体的出口同比增速也同步出现趋势性回升，其中越南和中国台湾地区增速领先（见图表 5）。

图表 4. 全球主要经济体制造业 PMI(%)

经济体	2024-02	2024-01	2023-12	2023-11	2023-10	2023-09	2023-08	2023-07	2023-06	2023-05	2023-04	2023-03	2023-02	2023-01
美国	52.2	50.7	47.9	49.4	50	49.8	47.9	49	46.3	48.4	50.2	49.2	47.3	46.9
中国	49.1	49.2	49	49.4	49.5	50.2	49.7	49.3	49	48.8	49.2	51.9	52.6	50.1
日本	47.2	48	47.9	48.3	48.7	48.5	49.6	49.6	49.8	50.6	49.5	49.2	47.7	48.9
欧盟	46.5	46.6	44.5	44.4	43.3	43.5	43.5	42.8	43.4	44.9	45.8	47.3	48.3	48.6
东盟	50.4	50.3	49.7	50	49.6	49.6	51	50.8	51	51.1	52.7	51	51.5	51
新兴经济体	51.4	51.1	50.9	50.9	50	50.9	51.3	50.2	51.1	51.4	50.5	50.7	51.6	49.9
全球	50.3	50	49	49.3	48.8	49.2	49	48.6	48.7	49.5	49.6	49.6	49.9	49.1

资料来源：万得，中银证券*美国数据为标普 Markit 制造业 PMI，中国为官方制造业 PMI

图表 5. 美国进口增速 vs 亚洲主要出口经济体的出口同比增速



数据来源：Wind

资料来源：万得，中银证券

图表 6. 美日欧 2 月公布的关键经济数据列表

经济体	公布时间	数据	数据反映时间	市场预期	实际	上次	修正	预期 vs 实际
美国	02/01 03:00	FOMC利率决策(上限)	1月 31	5.50%	5.50%	5.50%	--	符合预期
	02/01 21:30	周度首次申领失业救济人数	1月 27	212k	224k	214k	215k	高于预期
	02/01 22:45	标普全球-美国制造业PMI	1月 终值	50.3	50.7	47.9	50.7	高于预期
	02/01 23:00	ISM制造业指数	1月	47.2	49.1	47.4	47.1	高于预期
	02/02 21:30	非农就业人数增减	1月	185k	353k	216k	333k	低于预期
	02/02 21:30	失业率	1月	3.8%	3.7%	3.7%	--	低于预期
	02/02 23:00	耐用品订单环比	12月 终值	0.0%	0.0%	0.0%	-0.3%	符合预期
	02/02 23:00	密歇根大学消费者信心指数	1月 终值	78.9	79	78.8	--	高于预期
	02/02 23:00	工厂订单	12月	0.2%	0.2%	2.6%	--	符合预期
	02/07 20:00	周度MBA抵押贷款申请指数环比	2月 2	--	3.7%	-7.2%	--	NA
	02/07 21:30	贸易余额	12月	-\$62.0b	-\$62.2b	-\$63.2b	-\$61.9b	高于预期
	02/08 21:30	周度首次申领失业救济人数	2月 3	220k	218k	224k	227k	低于预期
	02/08 23:00	批发库存月环比	12月 终值	0.4%	0.4%	0.4%	--	符合预期
	02/13 21:30	CPI 月环比	1月	0.2%	0.3%	0.3%	0.2%	高于预期
	02/13 21:30	CPI 同比	1月	2.9%	3.1%	3.4%	--	高于预期
	02/14 20:00	周度MBA抵押贷款申请指数环比	2月 9	--	-2.3%	3.7%	--	NA
	02/15 21:30	纽约州制造业调查指数	2月	-12.5	-2.4	-43.7	--	高于预期
	02/15 21:30	零售销售月环比	1月	-0.2%	-0.8%	0.6%	0.4%	高于预期
	02/15 21:30	周度首次申领失业救济人数	2月 10	220k	212k	218k	220k	低于预期
	02/15 22:15	工业产值(月环比)	1月	0.2%	-0.1%	0.1%	0.0%	低于预期
	02/16 21:30	新宅开工指数	1月	1460k	1331k	1460k	1562k	低于预期
	02/16 21:30	生产者价格环比	1月	0.1%	0.3%	-0.1%	--	高于预期
	02/16 23:00	密歇根大学消费者信心指数	2月 初值	80	79.6	79	--	低于预期
	02/20 23:00	世界大型企业研究会领先指数环比	1月	-0.3%	-0.4%	-0.1%	-0.2%	高于预期
	02/21 20:00	周度MBA抵押贷款申请指数环比	2月 16	--	-10.6%	-2.3%	-3.3%	NA
	02/22 21:30	周度首次申领失业救济人数	2月 17	216k	201k	212k	213k	低于预期
	02/22 22:45	标普全球-美国制造业PMI	2月 初值	50.7	--	50.7	--	高于预期
	02/22 23:00	二手房销量年率	1月	3.97m	4.00m	3.78m	3.88m	高于预期
	02/26 23:00	新建住宅销量年率	1月	684k	661k	664k	651k	低于预期
	02/27 21:30	耐用品订单环比	1月 初值	-5.0%	-6.1%	0.0%	-0.3%	高于预期
02/27 23:00	世界大型企业研究会消费者信心指数	2月	115	106.7	114.8	110.9	低于预期	
02/28 20:00	周度MBA抵押贷款申请指数环比	2月 23	--	-5.6%	-10.6%	--	NA	
02/28 21:30	GDP环比折合年率	4Q S	3.3%	3.2%	3.3%	--	低于预期	
02/28 21:30	批发库存月环比	1月 初值	0.2%	-0.1%	0.4%	--	低于预期	
欧元区	02/01 17:00	HCOB欧元区制造业PMI	1月 终值	46.6	46.6	44.4	46.6	符合预期
	02/01 18:00	CPI 月环比	1月 初值	-0.4%	-0.4%	0.2%	--	符合预期
	02/14 18:00	GDP经季调季环比	4Q 初值	0.0%	0.0%	0.0%	--	符合预期
	02/14 18:00	GDP经季调同比	4Q 初值	0.1%	0.1%	0.1%	--	符合预期
	02/22 17:00	HCOB欧元区制造业PMI	2月 初值	47	46.5	46.6	--	低于预期
	02/22 18:00	CPI 同比	1月 终值	2.8%	2.8%	2.8%	2.9%	符合预期
	02/22 18:00	CPI 月环比	1月 终值	-0.4%	-0.4%	-0.4%	--	符合预期
02/27 17:00	M3货币供应同比	1月	0.3%	0.1%	0.1%	0.2%	低于预期	
日本	02/01 08:30	Jibun银行日本制造业PMI	1月 终值	--	48	47.9	--	NA
	02/08 07:50	国际收支经常项目余额	12月	¥1138.7b	¥744.3b	¥1925.6b	--	高于预期
	02/13 07:50	PPI同比	1月	0.1%	0.2%	0.0%	0.2%	高于预期
	02/15 07:50	GDP年度化经季调季环比	4Q 初值	1.1%	-0.4%	-2.9%	-3.3%	低于预期
	02/15 07:50	GDP经季调季环比	4Q 初值	0.2%	-0.1%	-0.7%	-0.8%	低于预期
	02/15 07:50	GDP 年平减指数	4Q 初值	4.0%	3.8%	5.3%	5.2%	低于预期
	02/15 12:30	工业产值(月环比)	12月 终值	--	1.4%	1.8%	--	NA
	02/16 12:30	第三产业指数月环比	12月	0.2%	0.7%	-0.7%	-1.4%	高于预期
	02/19 07:50	核心机械订单-环比	12月	2.7%	2.7%	-4.9%	--	符合预期
	02/22 08:30	Jibun银行日本制造业PMI	2月 初值	--	47.2	48	--	NA
02/27 07:30	国民消费物价指数同比	1月	1.9%	2.2%	2.6%	--	高于预期	
02/29 07:50	工业产值(月环比)	1月 初值	-6.8%	-7.5%	1.4%	--	高于预期	

资料来源：彭博，中银证券

市场分析

股指和美债收益率携手上行暗示市场交易主题线索或已经由通胀/美联储转变至经济基本面/企业盈利。正如前文所述，2月全球经济动能有所增强，美国经济数据显示出较高经济增速和较高通胀水平并存的特征，同时美联储对降息保持谨慎。在这样的背景下，市场进一步调整了其对于美联储未来降息力度和节奏的判断。基于联邦基准利率期货价格的计算显示，在1月末时，市场预计5月降息的概率为约97%，2024年全年降息约146个基点；2月末时，5月降息的概率骤降至21%，2024年全年降息幅度也大幅下降至85个基点，这已经同点阵图所暗示的全年降息约3次的预期基本一致。伴随着市场预期朝美联储靠拢，美债收益率曲线也整体上移，并且曲线中段上移幅度最大。其中，3年期、5年期和10年期收益率在2月分别累计上行约43个基点、41个基点和34个基点。不过，不同于2022年和2023年，2024年2月降息预期的回调和美债收益率的全线走高并未对美股等风险资产造成显著的负面冲击。整体来看，全球主要股指同美债收益率在2月携手上行，股票和债券收益率之间的关联度由负转正（见图表7）。这可能意味着市场所交易/关注的宏观线索在近期已经逐渐由美国通胀和美联储货币政策转向美国经济基本面（尤其是企业盈利）。换言之，只要美国通胀不出现反弹的趋势，美联储不显著改变目前的货币引导，那么即便市场进一步回调对于2024年的降息预期（美债收益率曲线进一步上移），但只要盈利回升的趋势能够延续，风险资产或仍有向上的空间。

图表 7. MSCI 全球 vs 10 年期美债收益率 滚动 60 日联度 (%)



资料来源：彭博，中银证券

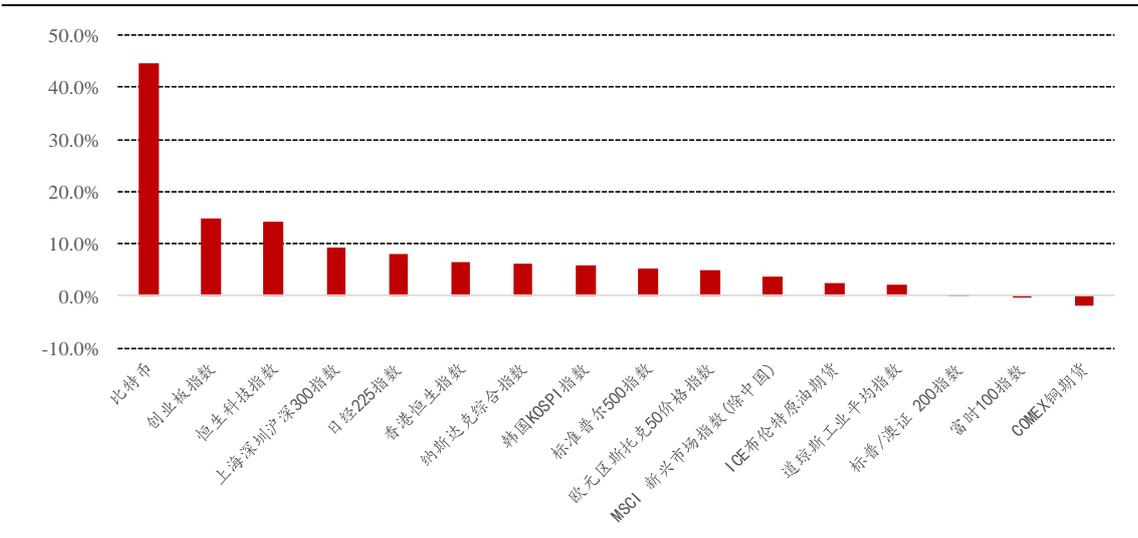
从具体资产表现来看（见图表 8-11），除澳证 200 和富时 100 指数基本收平以外，我们追踪的全球主要股指在 2 月均录得上涨，其中前期表现疲软的 AH 股涨幅领先，尤其是创业板指数和恒生科技指数月涨幅均接近 15%，显著高于美股三大股指的涨幅；大宗商品表现则相对较弱，其中布伦特原油在 2 月收涨 2.3%，COMEX 铜、芝交所小麦以及纽交所天然气则分别收跌 1.8%、3.0% 和 11.4%；避险资产中，美元指数和国际金价在 2 月分别录得 0.9% 和 0.2% 的涨幅；固收类资产中，美国和德国 10 年期国债收益率在 2 月分别上行 34 个基点和 25 个基点，中国 10 年期国债收益率则下行 8 个基点。全球投资级和高收益债券利差分别收窄 5 个基点和 38 个基点。

图表 8. 全球主要金融资产指标价格变动

	全球主要金融资产指标	收盘价	价格隔日变动	价格5日变动	价格30日变动	2024年以来价格变动	2024年2月价格变动
风险资产	比特币	67333	1.3%	8.7%	56.0%	58.4%	44.7%
	标准普尔500指数	5157	1.0%	0.4%	4.1%	8.1%	5.2%
	道琼斯工业平均指数	38791	0.3%	-0.8%	0.7%	2.9%	2.2%
	纳斯达克综合指数	16273	1.5%	0.0%	4.3%	8.4%	6.1%
	日经225指数	39599	-1.2%	-0.8%	9.5%	18.3%	7.9%
	COMEX铜期货	392	1.3%	1.7%	3.7%	0.7%	-1.8%
	上海深圳沪深300指数	3530	-0.6%	-0.2%	6.6%	2.9%	9.4%
	标普/澳证 200指数	7764	0.4%	0.2%	2.4%	2.3%	0.2%
	MSCI 新兴市场指数(除中国)	1353	0.6%	1.5%	3.7%	2.8%	3.6%
	创业板指数	1790	-2.3%	-1.9%	7.3%	-5.4%	14.9%
	韩国KOSPI指数	2648	0.2%	0.2%	2.8%	-0.3%	5.8%
	欧元区斯托克50价格指数	4974	1.2%	1.6%	6.0%	10.0%	4.9%
	恒生科技指数	3359	-1.6%	-3.7%	3.6%	-10.8%	14.2%
	香港恒生指数	16230	-1.3%	-2.2%	0.6%	-4.8%	6.6%
	富时100指数	7692	0.2%	0.1%	0.1%	-0.5%	-0.01%
	全球高收益债利差	4.0%	0.1	-1	20	23	38
	全球投资级企业债利差	1.1%	1.0	1	3	8	5
	小麦期货(CBT)	521	-0.1%	-7.0%	-12.5%	-17.1%	-3.0%
	ICE布伦特原油期货	83	0.0%	-0.7%	5.6%	7.7%	2.3%
	纽交所天然气期货	1.82	-5.8%	-0.9%	-9.5%	-27.7%	-11.4%
美元兑日元	148.05	-0.9%	-1.4%	0.1%	5.0%	2.1%	
美元兑英镑	0.7807	-0.6%	-1.2%	-1.7%	-0.6%	0.5%	
美元兑离岸人民币	7.2003	-0.1%	-0.2%	0.0%	1.0%	0.3%	
金价	2160	0.5%	3.7%	6.1%	4.7%	0.2%	
美元兑欧元	0.9134	-0.4%	-1.0%	-1.8%	0.8%	0.1%	
美元指数即期汇率	102.8	-0.5%	-1.0%	-1.3%	1.5%	0.9%	
10年期德国国债收益率	2.31%	2	11	-1	-28	-25	
10年期美国国债收益率	4.08%	2	10	2	-20	-34	
10年期中国国债收益率	2.29%	-1	9	16	27	8	
避险资产							

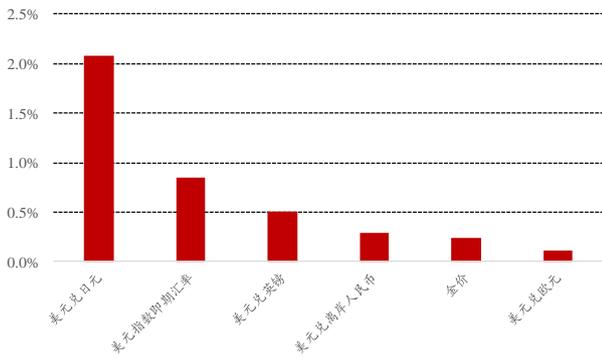
资料来源：彭博，中银证券，注：截至24年3月7日收盘价 资产排序按照“风险程度”从高至低排列；风险程度基于资产2017年以来同MSCI全球股票指数的关联度；债券收益率和利差的BP变动中，正值为收益率下行/利差缩小，负值为收益率上行/利差扩大

图表 9. 全球风险类资产价格 2月表现排序



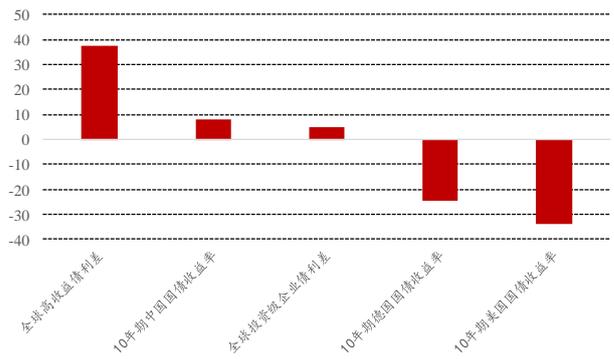
资料来源：彭博，中银证券

图表 10. 美元和国际黄金 2 月价格表现



资料来源：彭博，中银证券

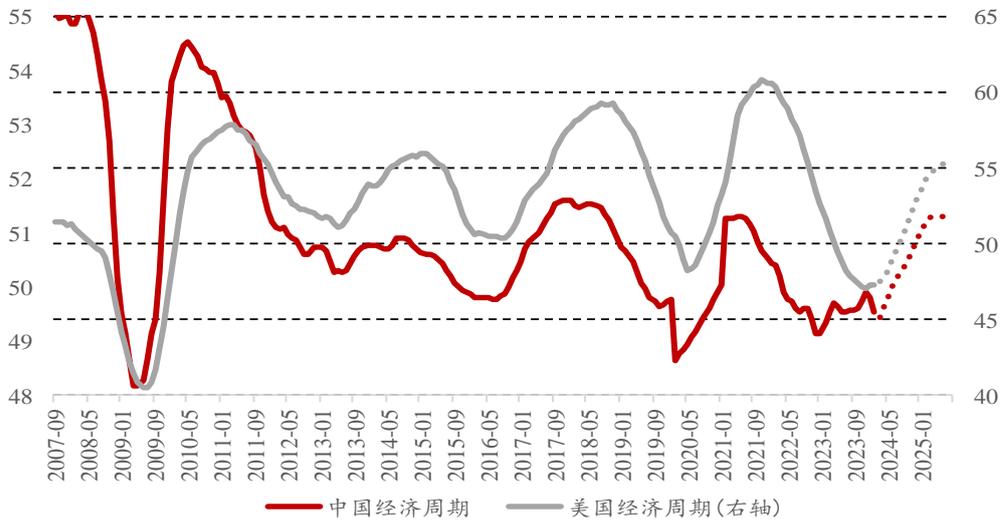
图表 11. 债券类资产 2 月表现排序 (收益率变动, bp)



资料来源：彭博，中银证券 *收益率变动正值为下降，意味着资产价格走高，反之亦然

中美经济周期有望共振上行并为风险资产持续回暖提供基本面支持。在 2022 年的《大类资产交易深度报告：基于经济周期的大类资产价格趋势研究》以及《大类资产交易深度报告：经济周期的经验观察和初步分析》报告中，我们介绍了对于资产价格预测更有借鉴意义的基于企业盈利的经济周期概念，并在之后持续对这一经济周期进行跟踪和预测。在 2024 年 2 月 27 日的《美国经济周期或开启上行》报告中，我们提到美国经济周期已经显现出触底回升的迹象，而该趋势若能进一步确认，那么包括中国在内的全球经济周期都有可能受益并携手上行（见图表 12）。与此同时，尽管复苏的强度尚不显著，但中国经济周期也已经从低点持续回升，工业企业利润的同比增速也已经有所改善。中美经济周期可能的共振上行或有助于提高市场风险偏好，并为风险资产持续回暖提供基本面支撑。

图表 12. 中美经济周期：实际值 vs 预期值

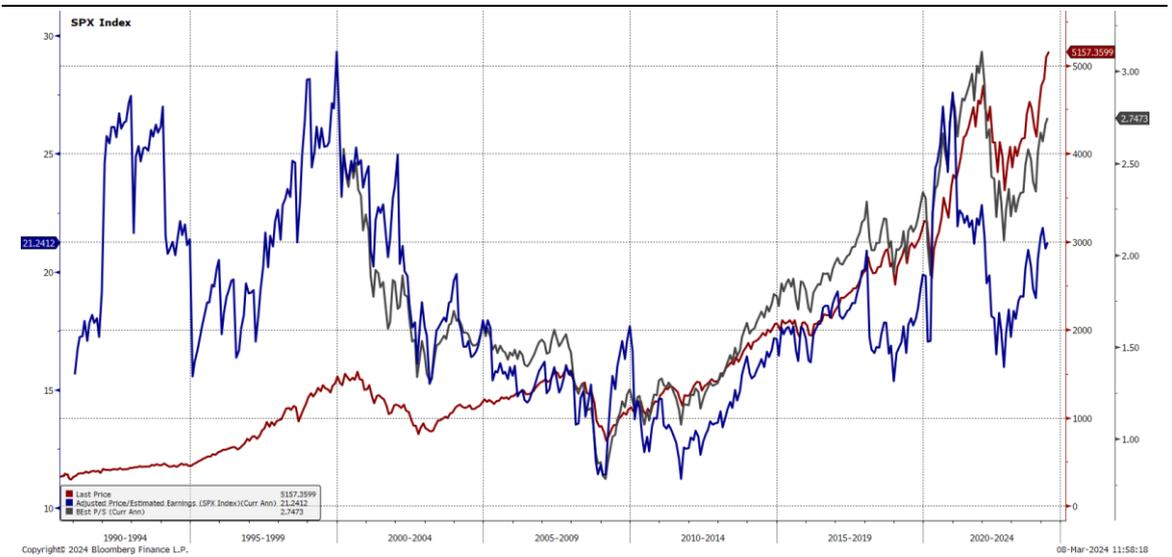


资料来源：彭博，中银证券

主要海外资产观点

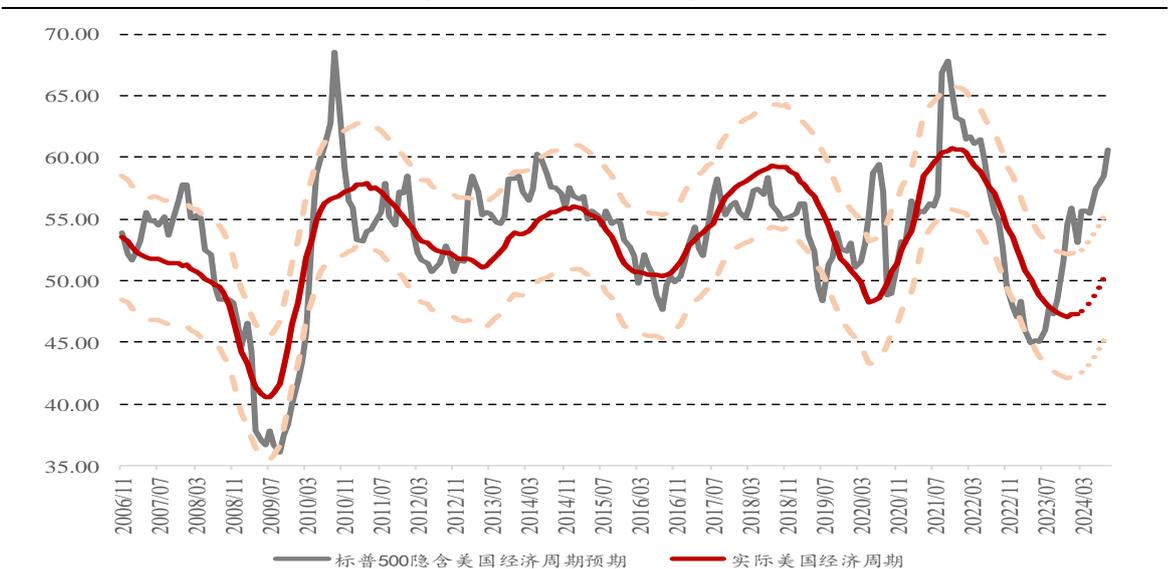
美股：盈利增速虽有望继续上行，但市场计价或已经较为充分，短期美股指数进一步大幅走高空间或相对有限。从盈利角度来看，在美国经济周期逐步步入上行周期的背景下，美股盈利增速也持续回暖。彭博的数据显示，标普 500 每股净利润(EPS)同比增速由 2023 年 3 季度的 4.1% 进一步上升至 4 季度的 6.5%，并有望于 2025 年 1 季度达到约 15% 的增速。从估值角度来看（不考虑疫情后 2021 年的“异常值”，见图表 13），标普 500 指数的 PE 已经升至 21.2 倍，为 2002 年以来的高位；PS 也已经达到 2.7 倍，已经突破了 2000 年“互联网泡沫”时期的高位。另一方面，基于标普 500 和美国经济周期历史关联度的计算也显示目前美股对于本轮美国经济周期上行的计价或已经比较充分（见图表 14）：标普 500 指数同比变动所隐含的对于美国经济周期的预期已经持续高于实际美国经济周期约一个标准差，并且也持续显著高于我们对于未来美国经济周期走势的预期。金融危机至今，（不考虑 2020 年疫情前后的波动）上一次类似的情况出现在 2010 年 8 月至 10 月，之后标普 500 指数的涨势虽然延续至 2011 年 4 月（2010 年 11 月至 2011 年 4 月期间累计上涨约 15%），但之后标普 500 指数经历了接近一年左右的调整才重新开始震荡上行。这段历史经验显示，未来数月美股指数进一步走高的空间或相对有限，并且可能进入一段相对较长的调整时期。

图表 13. 标普 500 指数：指数走势 vs 估值变动



资料来源：彭博，中银证券 *红色线为标普 500 指数，灰色线为标普 500 PS，蓝色线为标普 500 PE

图表 14. 标普 500 指数隐含美国经济周期预期 vs 美国经济周期实际走势



资料来源：彭博，中银证券

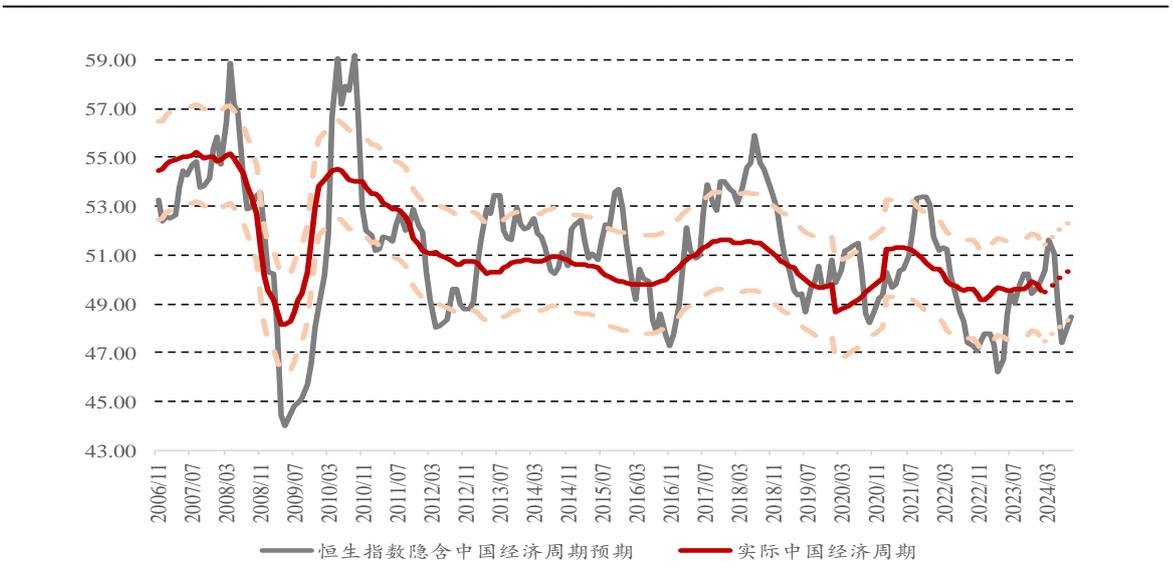
港股：盈利水平有望保持相对稳定，市场对盈利回暖的计价并不充分，短期港股或“易上难下”。从盈利角度来看，在中国经济周期企稳回暖的背景下，港股盈利增速也持续回暖。彭博的数据显示，恒生指数每股净利润(EPS)环比增速在2023年持续为正，且分析师预计2024年上半年净利润有望保持稳定。从估值角度来看(见图表15)，恒生指数的PE和PS已经分别降至8.3倍和1.1倍，为2011年以来的低位。另一方面，基于恒生指数和中国经济周期历史关联度的计算也显示目前港股对于本轮中国经济周期的回暖远未充分计价(见图表16)：恒生指数同比变动所隐含的对于中国经济周期的预期已经持续低于实际中国经济周期约一个标准差，并且也持续弱于我们对于未来中国经济周期走势的预期。上一次类似的情况出现在2023年4月，在之后的几个月时间之中，港股整体呈现出震荡横盘的态势，直至2023年9月重新开始震荡走低。这段历史经验显示，短期港股进一步大幅下挫的空间相对有限。

图表 15. 恒生指数：指数走势 vs 估值变动



资料来源：彭博，中银证券 *红色线为恒生指数，灰色线为恒生指数 PS，蓝色线为恒生指数 PE

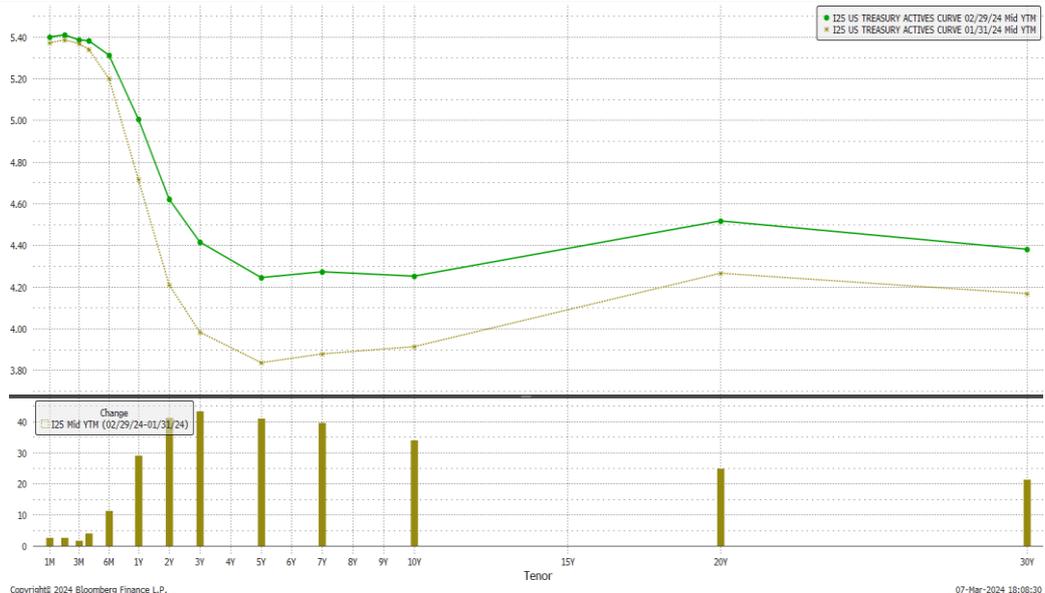
图表 16. 恒生指数隐含中国经济周期预期 vs 中国经济周期实际走势



资料来源：彭博，中银证券

10年期美债：通胀进一步回落面临压力的背景下，10年期美债收益率短期或难以持续大幅下行。正如前文所述，近期全球经济动能有所增强，美国经济数据则显示出较高经济增速和较高通胀水平并存的特征，同时美联储对降息保持谨慎。市场因此调降了其对美联储未来降息力度和节奏的判断，并大致回归点阵图隐含的降息路径。美债收益率曲线整体上移，并且曲线中段上移幅度最大（见图表 17）。未来数月，我们预计美国通胀进一步回落的速度或较缓慢，且可能出现波折。同时，劳动力市场韧性或仍将维持。综上考虑，我们预计美联储近期仍将维持对首次降息谨慎的态度，而高于预期的通胀增速则可能带来美债长端收益率的不对称上行。

图表 17. 美债收益率曲线变动: 2024/1/31 vs 2024/2/29



资料来源：彭博，中银证券 *棕色线为 2024/1/31 的美债收益率曲线；绿色线为 2024/2/29 的美债收益率曲线；棕色柱状为二者差值（2024/2/29 曲线 - 2024/1/31 曲线）

美元指数：美强欧弱或有助于维持美元强势地位，但日元或带来扰动，美元指数短期或仍将处于震荡局面。正如前文所述，美国经济数据显示出较高经济增速和较高通胀水平并存的特征，而同时欧元区经济和企业盈利增长均较为乏力。英国也面临着类似于欧元区的困境：一方面经济增速陷入衰退，企业盈利持续环比负增长，另一方面通胀水平却未能快速回落。在这样的背景下，美元指数持过去一段时间持续在 103 左右的历史高位震荡（见图表 18）。短期来看，美强欧弱的局面或仍将继续，美元指数也可能继续维持当前的震荡局面。不过，如果日本央行在近期对货币政策“正常化”展现出更支持的态度，那么日元短期的升值可能会在一定程度上拉低美元指数。

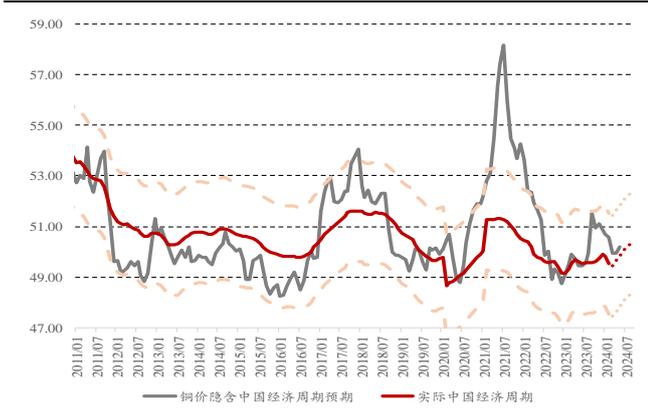
图表 18. 美元指数 vs 美德 10 年国债实际收益率差值



资料来源：彭博，中银证券

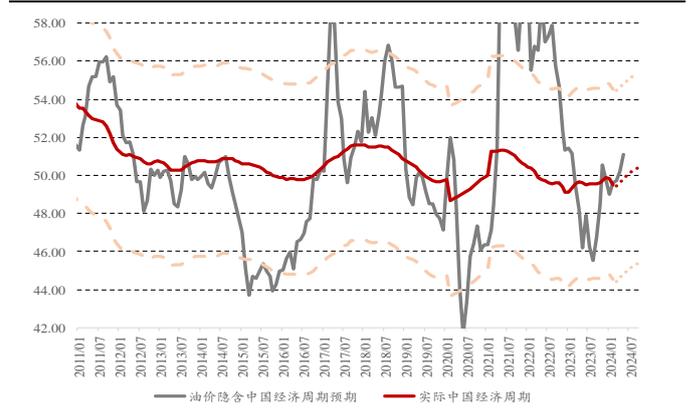
铜油：中美经济周期共振上行或有助于铜油回升，短期来看，在催化剂缺失的情况下，铜油或仍将处于震荡之中。基于铜价和油价同中国经济周期的历史关联度，我们发现目前铜价和油价对于中国经济的预期是相对合理的（见图表 19、20）。未来如果中美经济周期共振能够被进一步确认，那么铜价和油价的回升将能获得更多的经济基本面支持。另一方面，截至 3 月 8 日的数据显示，市场分析师对于布伦特原油价格在 2024 年 1 季度和 2 季度的均值预期分别是 82.50 美元/桶和 82.75 美元/桶；对于 LME 铜价在 2024 年 1 季度和 2 季度的均值预期分别是约 8400 美元/吨和 8500 美元/吨。目前，约 84 美元/桶的布伦特原油价格以及接近 8500 美元的 LME 铜价大致同市场判断的“合理价格”相符。因此短期来看，在供给层面的催化剂（例如地缘冲突导致原油生产/运输受到影响，南美铜矿生产因罢工终端等）缺失的情况下，我们预计铜油或仍将处于震荡之中。

图表 19. 铜价隐含中国经济周期预期 vs 中国经济周期实际走势



资料来源：彭博，中银证券

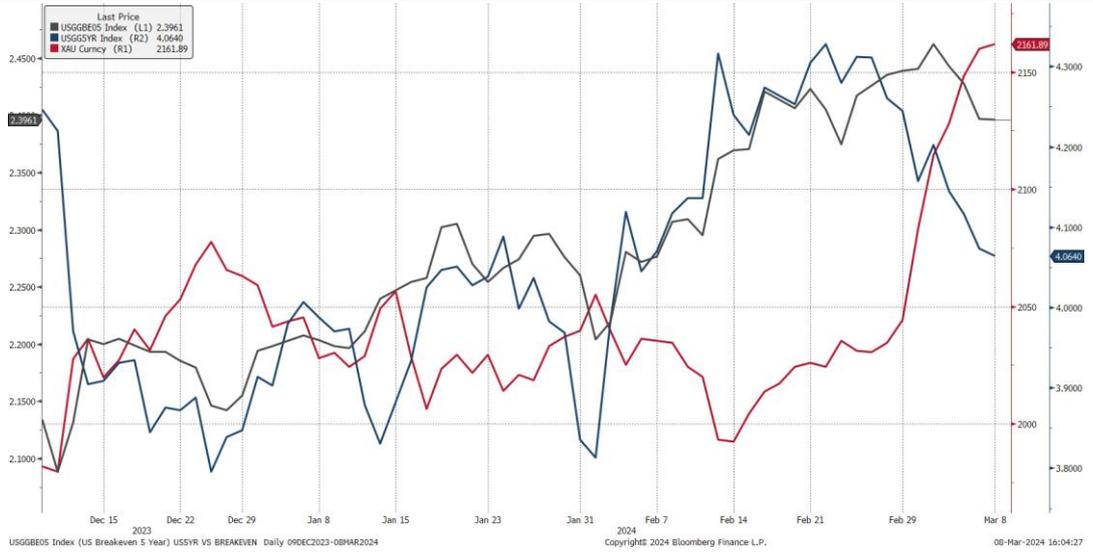
图表 20. 油价隐含中国经济周期预期 vs 中国经济周期实际走势



资料来源：彭博，中银证券

国际金价：受益于美债实际收益率回落，金价创出历史新高，短期或将在高位震荡。金价自 2 月 14 日逐步走高并最终突破 2100 美元/盎司的历史新高。期间，5 年期美债实际收益率下行了 21 个基点，其中 5 年期名义收益率下降约 19 个基点，5 年期通胀预期走高约 3 个基点（见图表 21）。短期来看，正如前文所述，在通胀等因素的制约下，我们预计美国中长端国债名义收益率短期或难以大幅下行，通胀预期也可能在高位徘徊，实际收益率也因此可能处于震荡局面。另一方面，国际地缘风险冲突和政治不确定性仍然较高，这可能对金价形成支撑。因此整体而言，我们预计创出历史新高后，金价短期或将在高位震荡。

图表 21. 国际金价 vs 美债 5 年名义收益率和 5 年通胀预期



资料来源：彭博，中银证券 *红色线为国际金价，灰色线为美国 5 年期通胀预期 BE，蓝色线为美债 5 年名义收益率

风险提示：经济实际运行情况偏离预期，预测模型失效以及黑天鹅事件冲击。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担任何由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分予任何其他人，或将此报告全部或部分公开发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371