

# 海外宏观和大类资产月报

## 春风得意马蹄疾

全球经济周期共振上行的可能性加大，美联储维持降息指引，各类资产在3月实现普涨。

- 海外宏观概览：3月数据进一步印证美国经济周期开启上行的判断。欧元区经济周期仍处于下行之中，但未来或有望边际改善。日本薪资和通胀“良性循环”已经实现，但可持续性仍待观察；日元若无序贬值或引发政策干预。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：全球经济动能增强叠加美联储维持降息指引，各类资产在3月实现普涨。中美经济周期或已经进入共振上行阶段，这将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：高企的盈利“预期”需要被持续强劲的盈利“现实”逐渐消化，美股上行空间相对有限。港股：低估值叠加中国经济周期回暖，短期港股或“易上难下”。10年期美债：通胀韧性或将持续的背景下，10年期美债收益率存在上行风险。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，美元指数或仍将处于震荡局面。铜油：中美经济周期共振上行有助于铜油趋势性回升，但短期波动或取决于供给侧催化剂。国际金价：美债实际收益率和美元指数整体收平，但金价续创历史新高。
- 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 .....	9
主要海外资产观点 .....	12

## 图表目录

图表 1. 美国经济景气指数 Z-Score .....	4
图表 2. ISM 以及 Markit 制造业 PMI 均呈现趋势性触底回暖 .....	5
图表 3. 美欧制造业 PMI 的 12 个月趋势性变动(%) .....	5
图表 4. 美元兑日元走势 vs 日本外汇干预操作金额 .....	6
图表 5. 全球主要经济体制造业 PMI(%) .....	7
图表 6. 美国进口增速 vs 亚洲主要出口经济体的出口同比增速 .....	7
图表 7. 美日欧 3 月公布的关键经济数据列表 .....	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 3 月表现排序 .....	10
图表 10. 美元和国际黄金 3 月价格表现 .....	10
图表 11. 债券类资产 3 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 .....	11
图表 13. 标普 500 指数: 指数走势 vs 估值变动 .....	12
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 .....	12
图表 15. 恒生指数: 指数走势 vs 估值变动 .....	13
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 .....	13
图表 17. 美债收益率曲线年初至今变动 .....	14
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 .....	15
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 .....	15
图表 21. 国际金价 vs 美债 10 年实际收益率 & 美元指数 .....	15

## 海外宏观概览

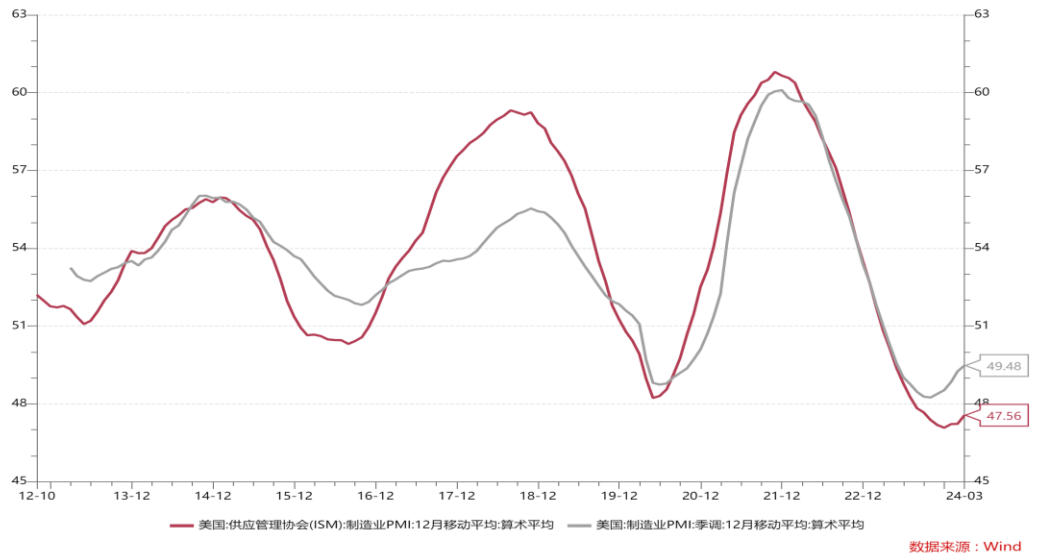
**3月数据进一步印证美国经济周期开启上行的判断。**从美国主要景气指来看（见图表1），尽管不同指数变动存在差异，但整体来看3月数据较2月有所走弱，其中服务业景气指数连续三个月边际降温。尽管单月数据有所波动，但从12个月移动均值来看，ISM制造业PMI已经追随Markit制造业PMI显示出趋势性触底回升的态势，这进一步支持我们关于美国经济（盈利）周期开启上行的判断（见图表2，详情参见2024年2月27日的报告《美国经济周期或开启上行》）。美国经济分析局在3月末公布的“经存货计价和资本消耗调整的企业利润:折年数:季调”显示美国企业利润在2023年4季度同比增长约5.1%，较3季度的-0.6%的增速显著提升，这再一次印证了我们对美国企业利润上行动能的乐观判断。从就业市场来看，月度数据和高频数据均显示尽管薪资增速和职位空缺数有所降温（见图表7），但劳动力市场就业情况的绝对水平（例如失业率和非农薪资岗位的趋势性变动）仍处于历史较强区间。我们仍然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2月PCE和核心PCE同比增速整体延续了回落的趋势，但PPI和CPI同比增速都有所反弹。从结构上来看，商品通胀回落仍是美国通胀降温的主要推手，而服务业通胀的韧性仍然显著。与此同时，通胀预期近期也开始重新升温。我们预计未来数月美国CPI同比增速将维持在3%左右，但存在上行风险（详情参见2024年3月13日的报告《2月美国CPI点评：通胀韧性或将持续》）。从其它经济活动来看，美国2月零售环比增速为0.9%，高于季节性，同比增速则由1月的1.4%走高至5.6%，同时高频指标显示强劲的零售增速仍有望维持；2月房地产市场继续回暖，房地美房价指数进一步走高，新房销售维持稳定，成屋销售继续大幅回暖，新开工数量继续震荡走高；2月工业产出和耐用品订单均录得小幅环比上升，从趋势上看，工业产出仍处于回落的态势，但耐用品订单已经出现企稳回升的迹象。从货币政策引导来看，3月FOMC和经济预测报告均显示美联储一方面对美国经济未来的增长和就业均更为乐观，但另一方面仍然对通胀回到2%有耐心和信心（详情参见2024年3月21日的报告《3月FOMC会议点评：不急不躁，怡然自得》），并维持了2024年全年降息三次的指引。不过值得注意的是，近期美联储部分官员开始释放“鹰派”信号，提及通胀上行风险以及美联储偏离“全年降息三次”路径的可能性。整体来看，3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4月4日的数据显示，亚特兰大联储的GDP NOW指标显示2024年至今美国实际GDP的同比增速均值为约2.7%，而克利夫兰联储的CPI NOW指标则显示美国CPI和核心CPI同比增速近期为约3.4%和3.7%。

图表 1. 美国经济景气指数 Z-Score

景气指数	Z-SCORE	2024-03	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
制造业	美国:费城联储制造业指数:季调	-0.41	-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
	美国:纽约PMI:商业活动/生产指数:季调	-1.37	-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
	美国:达拉斯联储制造业指数:当前:生产:季调	-1.04	-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
	美国:供应管理协会(ISM):制造业PMI	-0.74	-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
	美国:制造业PMI:季调	-0.28	-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
服务业	美国:服务业PMI:商务活动:季调	-0.27	-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
	美国:ISM:非制造业PMI	-1.27	-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
综合	美国:芝加哥联储全国活动指数	NA	0.04	-0.22	-0.01	0.13	-0.25	0.01	-0.10	0.09	-0.16	-0.06	0.05	-0.22	-0.11
	美国:中小企业乐观指数:季调	NA	-1.61	-1.57	-1.27	-1.52	-1.53	-1.47	-1.38	-1.55	-1.87	-1.97	-1.79	-1.66	
	美国:芝加哥PMI:商业景气:季调	-1.43	-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
景气指标均值		-0.85	-0.69	-1.10	-0.99	-0.76	-0.95	-0.82	-0.95	-0.97	-1.01	-1.24	-0.93	-1.26	-1.10

资料来源: 万得, 中银证券 \*Z-Score 基于过去7年数据

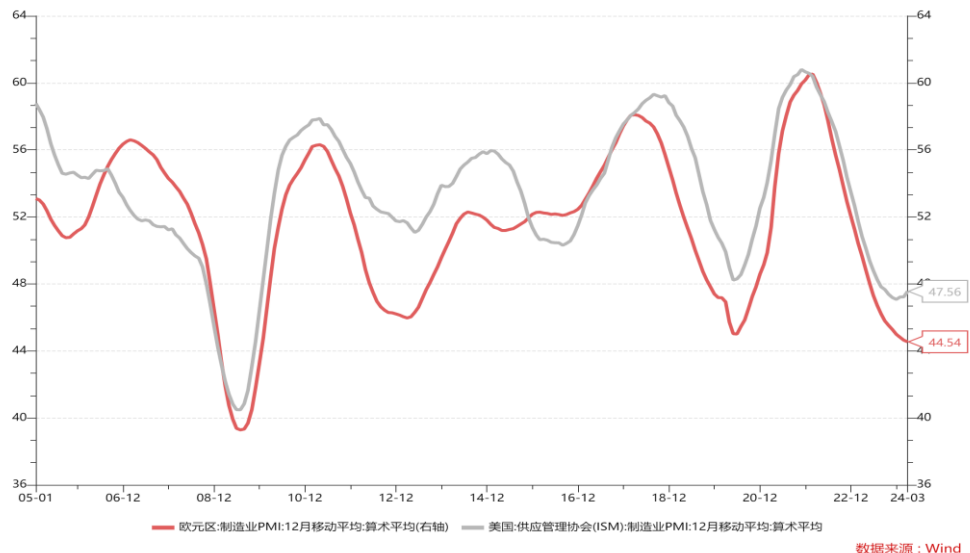
图表 2. ISM 以及 Markit 制造业 PMI 均呈现趋势性触底回暖



资料来源: 万得, 中银证券

欧元区经济周期仍处于下行之中, 但未来或有望边际改善。从景气指数来看, 欧元区 3 月制造业 PMI 为 46.1%, 小幅弱于前值和市场预期。从趋势性变动来看 (见图表 3), 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, 尽管欧洲斯托克 50 每股净利润在 2023 年 4 季度环比升至 1.2%, 为近期的首次季度正增长, 但分析师预计该指标在 2024 年 1 季度仍将重返负值, 不过在 2024 年余下的三个季度有望实现持续正增长。从通胀来看, 欧元区 3 月 CPI 和核心 CPI 同比增速初值分别为 2.4% 和 2.9%, 均较前值有所回落; 从结构来看, 类似于美国的情况, 服务业通胀仍然是最大的贡献项目。从就业情况来看, 2 月欧元区 20 国失业率为 6.5%, 同前值持平并持续处于 2000 年有数据以来的历史最低值。从货币政策引导来看, 在 3 月的议息会议上, 欧央行维持了利率水平和资产购买计划, 认为通胀回落取得积极进展, 提到未来降息与否的关键因素之一是薪资增速是否回落, 并暗示存在 6 月开始降息的可能性。基于衍生品价格的计算显示 (截至 4 月 8 日), 市场预计欧央行大概率将会在 2024 年 6 月开始降息, 并在 2024 年将存款机制利率从目前的 4.0% 降至约 3.1%。整体来看, 欧元区经济活动和企业盈利目前仍较为乏力, 但市场和欧央行均预期这一情况将在 2024 年余下的时间逐渐改善。在 2024 年 3 月的经济预测报告中, 欧央行认为经济活动边际改善的动力可能来自于居民实际收入的提高, 政府实际支出的扩大和外需的回暖。

图表 3. 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



日本薪资和通胀“良性循环”已经实现，但可持续性仍待观察。从景气指数来看，日本3月制造业PMI初值为48.2%，较2月的47.2%有所改善。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，但下行斜率有所放缓。就通胀而言，在3月的货币政策会议上，日本央行认为稳定而持续地实现2%通胀目标已经是“可预见的”，同时日本央行行长植田和男确认工资和通胀上行的“良性循环”已经实现，日本央行也因此退出了量化宽松政策，终结了2016年以来的负利率时代。诚然，日本近期的经济数据也的确在一定程度上支持“工资—物价”上涨螺旋实现的判断：一方面，2月日本CPI和核心CPI分别同比上涨2.8%和3.2%，CPI同比增速连续23个月超过日本央行2%的政策目标。另一方面，日本最大工会的“春斗”实现5.28%的涨薪结果，显著强于去年，为未来日本薪资增长奠定坚实基础。不过，日本央行委员会中也有人指出目前工资稳定增长（尤其是中小企业）的前景尚不清晰，并且近期日本通胀增速仍依赖于商品价格的抬升，而非更具粘性的服务业。与此同时，较工会的薪资合同更具广泛性的劳动现金收入同比增速在2024年2月仅录得1.8%的上涨，虽然较前几个月有所回升，但较2022年末约4%的高增速仍显著回落。薪资和通胀“良性循环”持续的不确定性或也是日本央行在退出量化宽松和负利率之后仍表示将保持政策宽松温和的重要原因之一。

日元若无序贬值或引发政策干预。尽管日本央行于2024年3月结束了负利率并退出量化宽松，但由于市场提前抢跑、日本央行的宽松指引以及美元本身的强势，日元兑美元反而有所走弱并跌破151的历史关口，为1990年以来的最弱水平。对此，日本财务省的相关官员近期持续发出口头警告，表示基本面不支持日元的快速贬值，但未表明日本政府将直接干预，并且强调其关注的是贬值的速度而非具体点位。截至3月末的外汇干预数据显示（见图表4），日本财政部尚未对外汇市场进行干预。该数据显示日本财政部上一次干预外汇发生在2022年10月，彼时美元对日元快速涨破150。另一方面，日本央行行长植田和男则表示，如果汇率问题影响到了经济和通胀，日本央行将会考虑采取相应对策。综上考虑，日元如果进一步快速贬值（尤其是在美元指数涨幅相对有限的背景下），那么日本财政部和央行都有开展政策干预的可能性。考虑到日本经济仍处于温和增长的过程中，同时日本央行的货币政策路径“易紧难松”以及日本政府相关机构对于汇率问题的关注，日元对美元继续快速走弱的可能性较低。彭博统计的经济学家一致预期显示，美元兑日元在2024年或将有所走弱，并可能在2024年末回到142的水平。

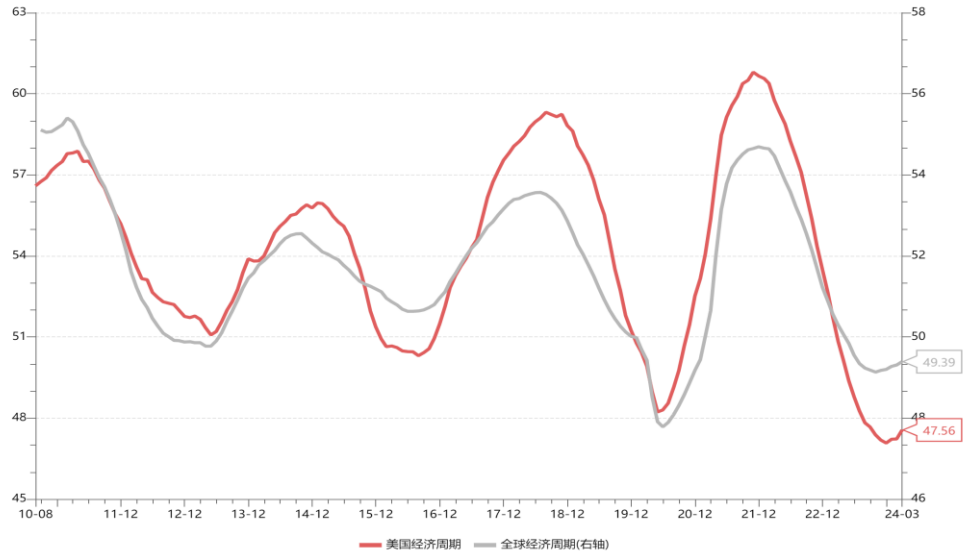
图表4. 美元兑日元走势 vs 日本外汇干预操作金额



资料来源：彭博，中银证券\*灰色柱状：日本外汇干预操作金额（左轴，十亿日元）；红色线：美元兑日元走势（右轴）

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在3月仍然延续了近期震荡回暖的趋势：3月数据录得50.6%，较2月的50.3%进一步走高，为连续3个月维持在50%的枯荣线或以上。从制造业PMI12个月移动均值的变动来看（见图表5），全球经济（盈利）周期上行的态势更为稳固。从主要经济体来看，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，美国进口商品同比增速在2月录得约2.2%的增速，是2023年1月以来第一次正增长。与此同时，亚洲主要出口经济体的出口同比增速也延续了趋势性回升的态势，其中越南和中国台湾地区以双位数的增长（移动3个月均值）领先（见图表6）。

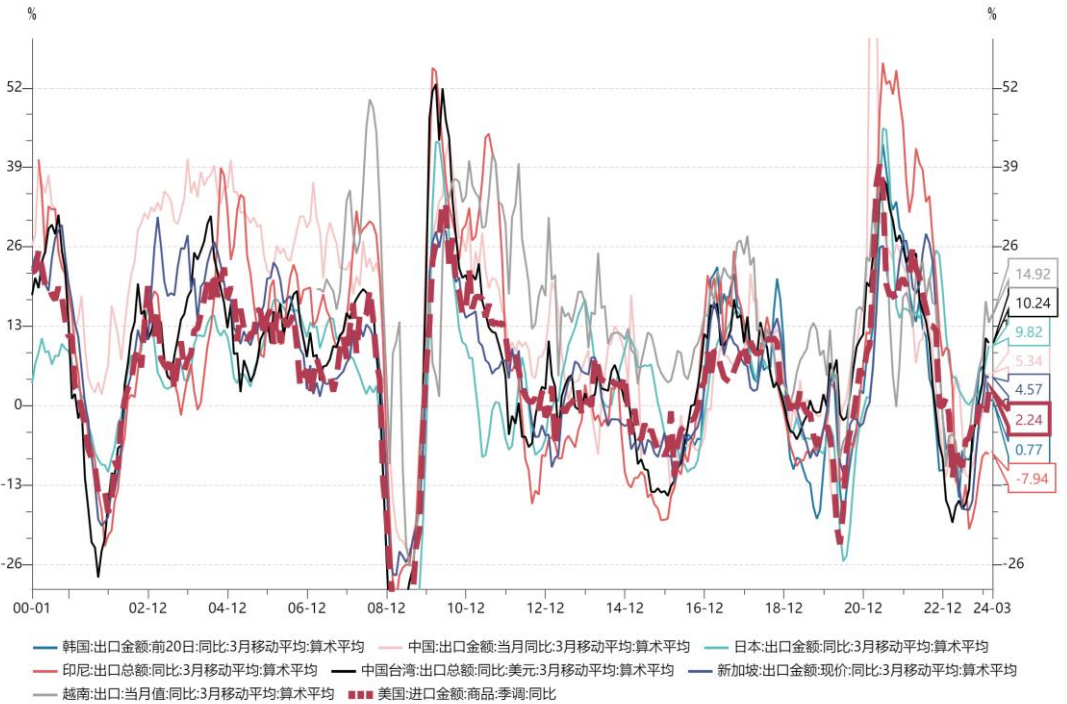
图表 5. 全球主要经济体制造业 PMI(%)



数据来源: Wind

资料来源: 万得, 中银证券

图表 6. 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 7. 美日欧 3 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	03/01 22:45	标普全球-美国制造业PMI	2月 终值	51.5	52.2	50.7	52.2	高于预期
	03/01 23:00	密歇根大学消费者信心指数	2月 终值	79.6	76.9	79.6	--	低于预期
	03/01 23:00	ISM制造业指数	2月	49.5	47.8	49.1	--	低于预期
	03/05 23:00	耐用品订单环比	1月 终值	-6.1%	-6.2%	-6.1%	-6.9%	高于预期
	03/05 23:00	工厂订单	1月	-2.9%	-3.6%	0.2%	-0.3%	高于预期
	03/06 20:00	周度MBA抵押贷款申请指数环比	3月 1	--	9.7%	-5.6%	--	NA
	03/06 21:15	ADP就业变动指数	2月	150k	140k	107k	111k	低于预期
	03/06 23:00	批发库存月环比	1月 终值	-0.1%	-0.3%	-0.1%	-0.3%	高于预期
	03/07 21:30	贸易余额	1月	-\$63.5b	-\$67.4b	-\$62.2b	-\$64.2b	高于预期
	03/07 21:30	周度首次申领失业救济人数	3月 2	216k	217k	215k	217k	高于预期
	03/08 21:30	非农就业人数增减	2月	200k	275k	353k	229k	高于预期
	03/08 21:30	失业率	2月	3.7%	3.9%	3.7%	--	高于预期
	03/12 20:30	CPI 月环比	2月	0.4%	0.4%	0.3%	--	符合预期
	03/12 20:30	CPI 同比	2月	3.1%	3.2%	3.1%	--	高于预期
	03/13 19:00	周度MBA抵押贷款申请指数环比	3月 8	--	7.1%	9.7%	--	NA
	03/14 20:30	零售销售月环比(不含汽车和汽油)	2月	0.8%	0.60%	-0.8%	-1.1%	低于预期
	03/14 20:30	生产者价格环比	2月	0.3%	0.6%	0.3%	--	高于预期
	03/14 20:30	周度首次申领失业救济人数	3月 9	218k	209k	217k	210k	低于预期
	03/15 20:30	纽约州制造业调查指数	3月	-7	-20.9	-2.4	--	低于预期
	03/15 21:15	工业产值(月环比)	2月	0.0%	0.1%	-0.1%	-0.5%	高于预期
	03/15 22:00	密歇根大学消费者信心指数	3月 初值	77.1	76.5	76.9	--	低于预期
	03/19 20:30	新宅开工指数	2月	1440k	1521k	1331k	1374k	高于预期
	03/20 19:00	周度MBA抵押贷款申请指数环比	3月 15	--	-1.6%	7.1%	--	NA
	03/21 02:00	FOMC利率决策(上限)	3月 20	5.50%	5.50%	5.50%	--	符合预期
	03/21 20:30	周度首次申领失业救济人数	3月 16	213k	210k	209k	212k	低于预期
	03/21 21:45	标普全球-美国制造业PMI	3月 初值	51.8	--	52.2	--	高于预期
	03/21 22:00	世界大型企业研究会领先指数环比	2月	-0.1%	0.1%	-0.4%	--	低于预期
	03/21 22:00	二手房销量年率	2月	3.95m	4.38m	4.00m	--	高于预期
	03/25 22:00	新建住宅销量年率	2月	677k	662k	661k	664k	低于预期
	03/26 20:30	耐用品订单环比	2月 初值	1.0%	1.4%	-6.2%	-6.9%	高于预期
	03/26 22:00	世界大型企业研究会消费者信心指数	3月	107	104.7	106.7	104.8	低于预期
	03/27 19:00	周度MBA抵押贷款申请指数环比	3月 22	--	-0.7%	-1.6%	--	NA
03/28 20:30	GDP环比折合年率	4Q T	3.2%	3.4%	3.2%	--	高于预期	
03/28 20:30	周度首次申领失业救济人数	3月 23	212k	210k	210k	212k	低于预期	
03/28 21:45	MNI芝加哥PMI	3月	46	41.4	44	--	低于预期	
03/28 22:00	密歇根大学消费者信心指数	3月 终值	76.5	79.4	76.5	--	高于预期	
03/29 20:30	个人收入环比	2月	0.4%	0.3%	1.0%	--	低于预期	
03/29 20:30	个人支出环比	2月	0.5%	0.8%	0.2%	--	高于预期	
03/29 20:30	批发库存月环比	2月 初值	0.2%	0.5%	-0.3%	--	高于预期	
欧元区	03/01 17:00	HCOP欧元区制造业PMI	2月 终值	46.1	46.5	46.6	46.5	高于预期
	03/01 18:00	CPI 月环比	2月 初值	0.6%	0.6%	-0.4%	--	符合预期
	03/07 21:15	欧洲央行主要再融资利率	3月 7	4.50%	4.50%	4.50%	--	符合预期
	03/07 21:15	欧洲央行存款机制利率	3月 7	4.00%	4.00%	4.00%	--	符合预期
	03/08 18:00	GDP经季调季环比	4Q 终值	0.0%	0.0%	0.0%	--	符合预期
	03/08 18:00	GDP经季调同比	4Q 终值	0.1%	0.1%	0.1%	--	符合预期
	03/18 18:00	CPI 同比	2月 终值	2.6%	2.6%	2.6%	2.8%	符合预期
	03/18 18:00	CPI 月环比	2月 终值	0.6%	0.6%	0.6%	--	符合预期
03/21 17:00	HCOP欧元区制造业PMI	3月 初值	47	46.1	46.5	--	低于预期	
03/28 17:00	M3货币供应同比	2月	0.3%	0.4%	0.1%	--	高于预期	
日本	03/01 07:30	失业率	1月	2.4%	2.4%	2.4%	2.5%	符合预期
	03/01 07:30	工作与申请人数比率	1月	1.27	1.27	1.27	--	符合预期
	03/01 08:30	Jibun银行日本制造业PMI	2月 终值	--	47.2	48	--	NA
	03/04 07:50	资本支出同比	4Q	2.8%	16.4%	3.4%	--	低于预期
	03/05 07:30	东京消费价指(除生鲜食品)同比	2月	2.5%	2.5%	1.6%	1.8%	符合预期
	03/08 07:50	国际收支经常项目余额	1月	¥330.4b	¥438.2b	¥744.3b	¥785.1b	高于预期
	03/11 07:50	GDP经季调季环比	4Q 终值	0.3%	0.1%	-0.1%	--	低于预期
	03/11 07:50	GDP年度化经季调季环比	4Q 终值	1.1%	0.4%	-0.4%	--	低于预期
	03/11 07:50	GDP 年平减指数	4Q 终值	3.8%	3.9%	3.8%	--	高于预期
	03/12 07:50	PPI同比	2月	0.5%	0.6%	0.2%	--	高于预期
	03/15 12:30	第三产业指数月环比	1月	0.1%	0.3%	0.7%	0.5%	高于预期
	03/18 07:50	核心机械订单-环比	1月	-0.7%	-1.7%	2.7%	1.9%	高于预期
	03/19 11:36	BOJ Target Rate (Upper Bound)	3月 19	--	0.10%	--	--	NA
	03/19 12:30	工业产值(月环比)	1月 终值	--	-6.7%	-7.5%	--	NA
	03/21 08:30	Jibun银行日本制造业PMI	3月 初值	--	48.2	47.2	--	NA
	03/22 07:30	国民消费物价指数同比	2月	2.9%	2.8%	2.2%	--	低于预期
	03/29 07:30	东京消费价指(除生鲜食品)同比	3月	2.4%	2.4%	2.5%	--	符合预期
	03/29 07:30	失业率	2月	2.4%	2.6%	2.4%	--	高于预期
03/29 07:30	工作与申请人数比率	2月	1.27	1.26	1.27	--	低于预期	
03/29 07:50	工业产值(月环比)	2月 初值	1.3%	-0.1%	-6.7%	--	低于预期	

资料来源: 彭博, 中银证券



## 市场分析

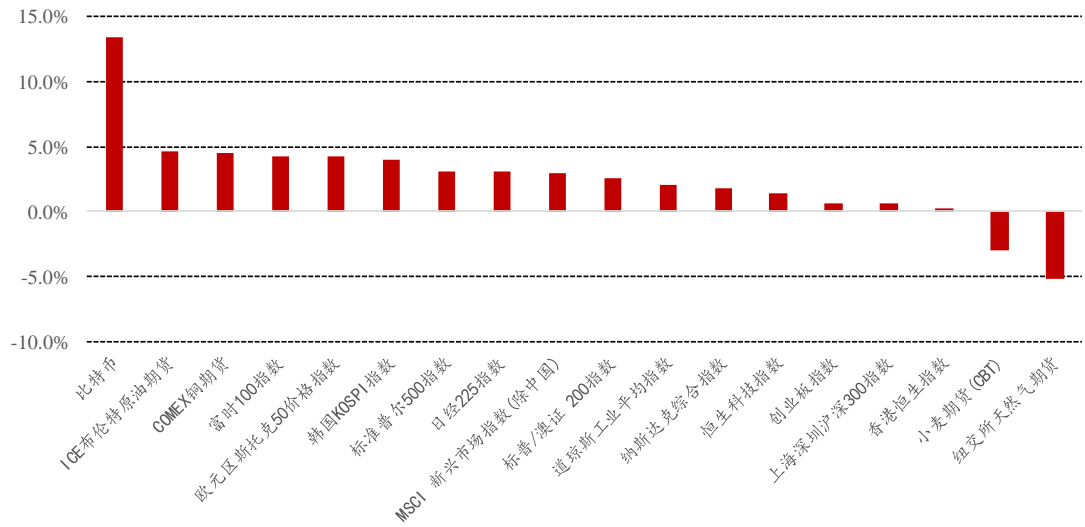
全球经济动能增强叠加美联储维持降息指引，各类资产在3月实现普涨。正如前文所述，3月全球经济动能有所增强，美国经济数据显示出较高经济增速和较高通胀水平并存的特征，但与此同时美联储仍保持了对2024年全年降息三次的指引。在这样的背景下，全球市场在3月呈现出风险资产和避险资产携手走高的普涨的特征（见图表8-11）。基于联邦基准利率期货价格的计算显示，在2月末时，市场预计6月降息的概率为约58%，2024年全年降息约85个基点；3月末时，6月降息的概率约为57%，2024年全年降息幅度为约67个基点。这显示在经历了3月的经济数据和FOMC会议之后，市场并未显著改变对于美联储在2024年的降息节奏的预期。与此同时，中长端美债收益率曲线则出现了小幅下移，其中5年期和10年期收益率在3月分别累计下行约3个基点和5个基点。这显示尽管美国和全球经济动能有所增强，但在美联储“嘴硬”坚持2024年全年降息三次的指引下，市场也并未大幅调整其对于更远期的美联储货币政策的路径预期。从主要风险资产在3月的表现来看，比特币以13.4%的月涨幅领跑，原油价格则在需求回暖和地缘政治冲突的双重提振下在3月收涨约4.6%，铜价也在需求回暖和供给消息冲击下收涨约4.5%；包括美股三大股在内的全球主要股指（AH除外）在3月均录得约2%-4%的涨幅，而AH主要股指则表现相对偏弱，全月上漲幅度均在0%-1%的区间附近；全球投资级和高收益债券利差分别小幅收窄6个基点和13个基点。与此同时，尽管美元指数在3月小幅走高约0.3%，但这并未阻碍国际金价续创历史新高并在3月录得超9%的全月涨幅。

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3月价格变动
风险资产	比特币	67660	-0.4%	-4.5%	1.8%	59.2%	13.4%
	标准普尔500指数	5204	1.1%	-1.0%	2.0%	9.1%	3.1%
	道琼斯工业平均指数	38904	0.8%	-2.3%	0.6%	3.2%	2.1%
	纳斯达克综合指数	16249	1.2%	-0.8%	1.4%	8.2%	1.8%
	日经225指数	38992	-2.0%	-3.4%	-2.7%	16.5%	3.1%
	COMEX铜期货	424	-0.3%	5.7%	9.4%	8.9%	4.5%
	上海深圳沪深300指数	3568	0.0%	0.9%	0.5%	4.0%	0.6%
	标普/澳证200指数	7773	-0.6%	-1.6%	0.5%	2.4%	2.6%
	MSCI新兴市场指数(除中国)	1370	-0.3%	0.1%	2.0%	4.2%	3.0%
	创业板指数	1840	0.0%	1.2%	0.4%	-2.7%	0.6%
	韩国KOSPI指数	2714	-1.0%	-1.2%	2.8%	2.2%	3.9%
	欧元区斯托克50价格指数	5015	-1.1%	-1.4%	2.0%	10.9%	4.2%
	恒生科技指数	3451	-0.3%	-0.8%	1.1%	-8.3%	1.3%
	香港恒生指数	16724	0.0%	1.1%	1.7%	-1.9%	0.2%
	富时100指数	7911	-0.8%	-0.5%	3.0%	2.3%	4.23%
	全球高收益债利差	3.8%	7.0	3	22	45	13
	全球投资级企业债利差	1.0%	1.0	1	9	16	6
	小麦期货(CBT)	567	2.0%	1.2%	8.8%	-9.7%	-3.0%
	ICE布伦特原油期货	91	0.6%	4.2%	9.9%	18.3%	4.6%
	纽交所天然气期货	1.79	0.6%	1.2%	-7.5%	-29.0%	-5.2%
美元兑日元	151.62	0.2%	0.2%	1.5%	7.5%	0.9%	
美元兑英镑	0.7913	0.0%	-0.1%	0.7%	0.7%	0.0%	
美元兑离岸人民币	7.2478	0.0%	-0.1%	0.5%	1.7%	0.7%	
金价	2330	1.7%	4.5%	8.5%	12.9%	9.1%	
美元兑欧元	0.9228	0.0%	-0.4%	0.6%	1.9%	0.1%	
美元指数即期汇率	104.3	0.2%	-0.2%	0.9%	2.9%	0.3%	
10年期德国国债收益率	2.40%	-4	-10	-8	-38	11	
10年期美国国债收益率	4.40%	-9	-20	-30	-52	5	
10年期中国国债收益率	2.29%	0	0	-1	27	6	
避险资产							

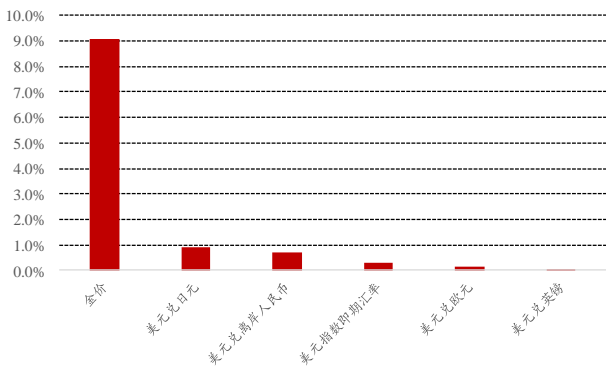
资料来源：彭博，中银证券，注：截至24年4月5日收盘价 资产排序按照“风险程度”从高至低排列；风险程度基于资产2017年以来同MSCI全球股票指数的关联度；债券收益率和利差的BP变动中，正值为收益率下行/利差缩小，负值为收益率上行/利差扩大

图表 9. 全球风险类资产价格 3 月表现排序



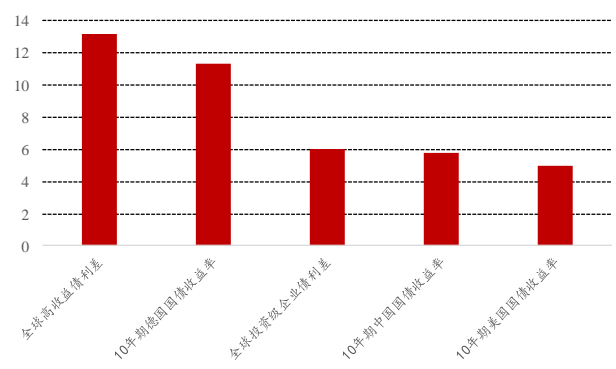
资料来源：彭博，中银证券

图表 10. 美元和国际黄金 3 月价格表现



资料来源：彭博，中银证券

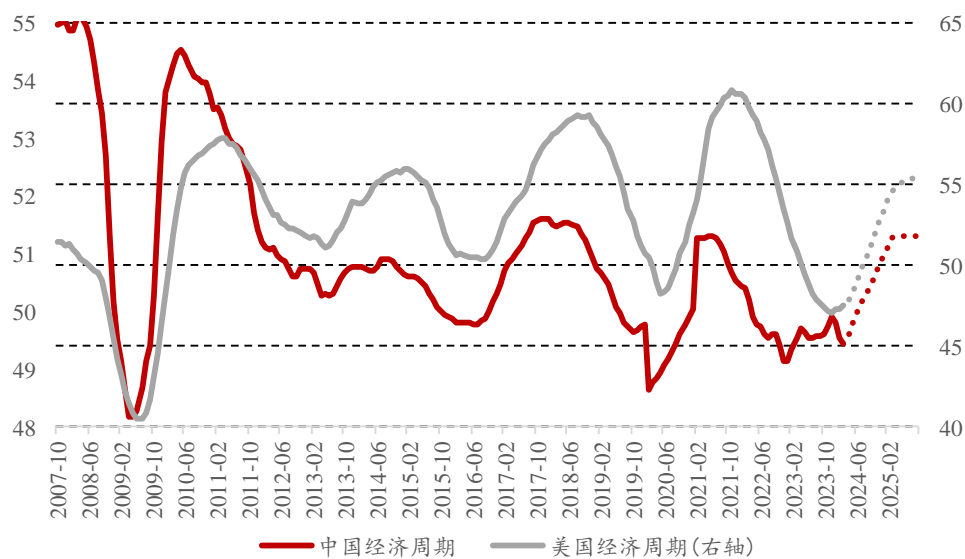
图表 11. 债券类资产 3 月表现排序（收益率变动, bp）



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

中美经济周期或已经进入共振上行阶段，这将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。3 月的数据则进一步印证了我们的判断。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正在持续改善。中美经济周期或已经进入共振上行阶段（见图表 12），这将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

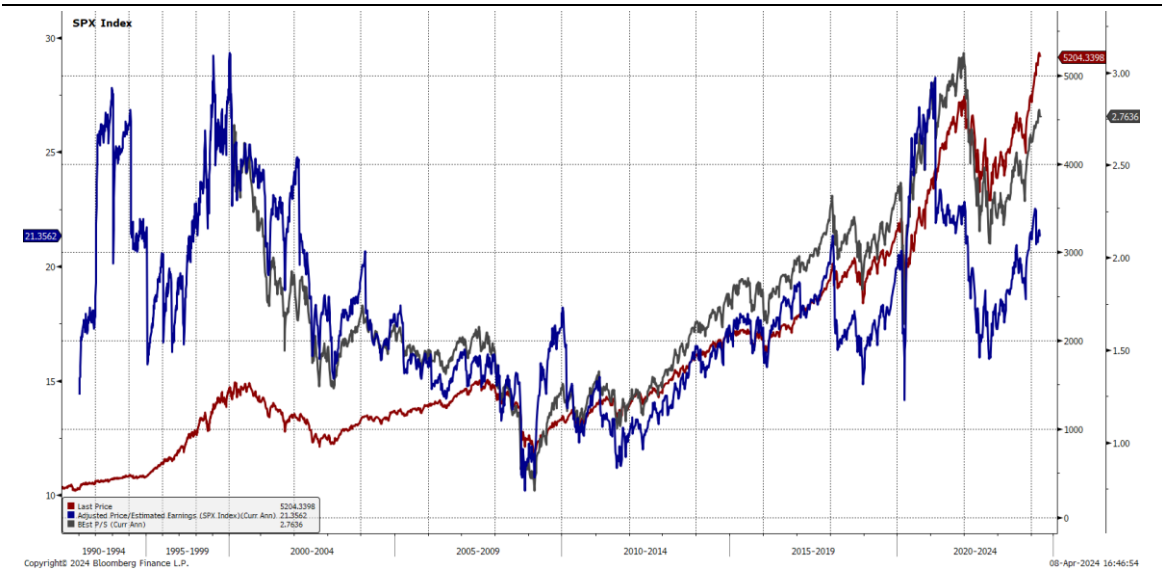


资料来源：彭博，中银证券

## 主要海外资产观点

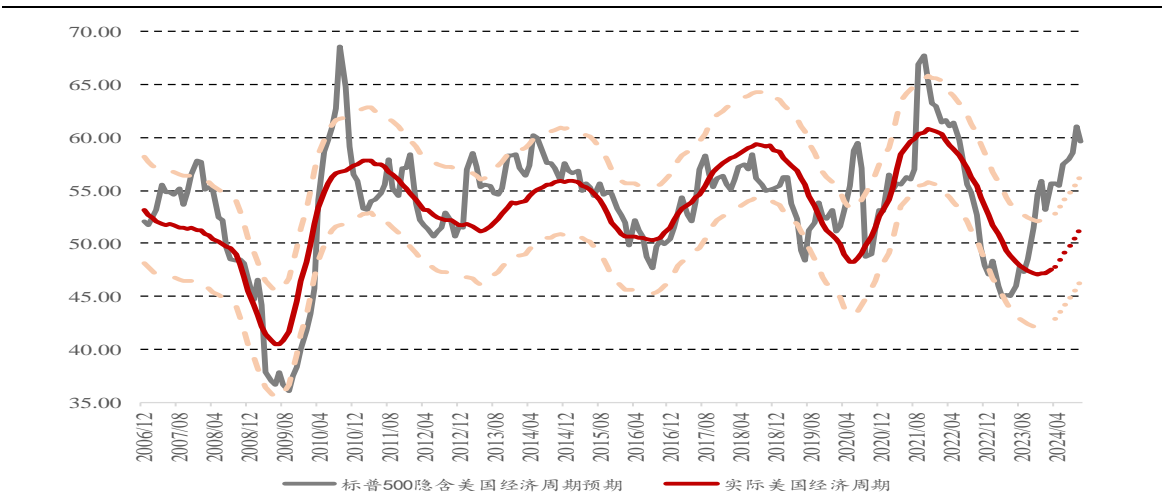
**美股：高企的盈利“预期”需要被持续强劲的盈利“现实”逐渐消化，美股上行空间相对有限。**从盈利角度来看，在美国经济周期逐步步入上行周期的背景下，美股盈利增速也持续回暖。彭博的数据显示，标普 500 每股净利润(EPS)同比增速由 2023 年 3 季度的 4.1% 进一步上升至 4 季度的 6.9%，2024 年有望继续提速并于 2025 年 1 季度达到约 15% 的增速。从估值角度来看（不考虑疫情后 2021 年的“异常值”，见图表 13），标普 500 指数的 PE 已经升至约 21.4 倍，为 2002 年以来的高位；PS 也已经达到约 2.8 倍，已经突破了 2000 年“互联网泡沫”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。换言之，美股未来将需要持续强劲的盈利“现实”来逐渐消化目前高企的盈利“预期”。

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

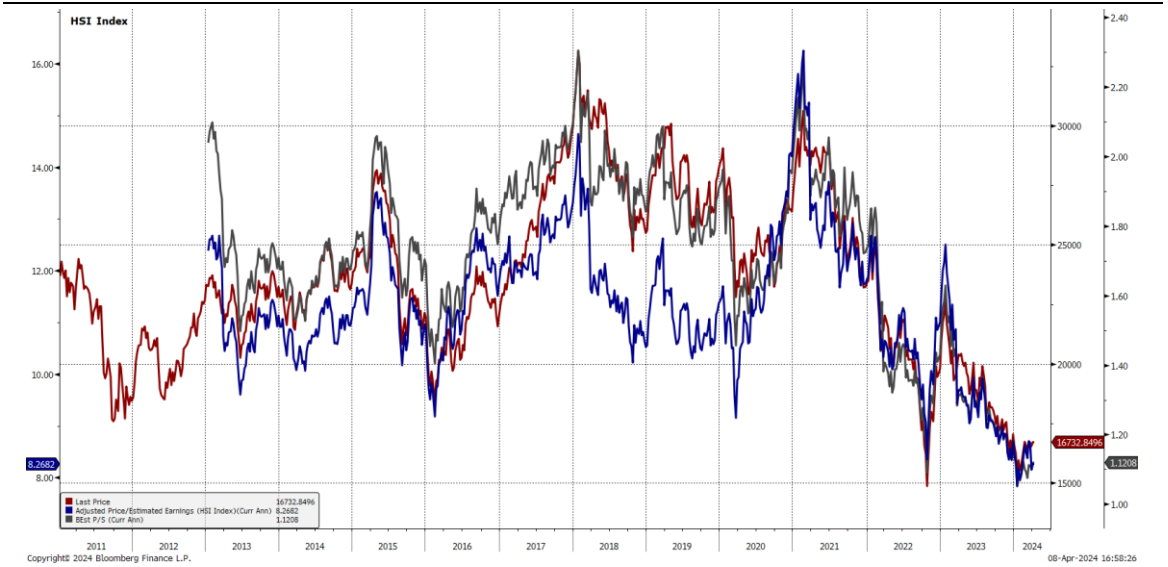
图表 14. 标普 500 指数隐含美国经济周期预期 vs 美国经济周期实际走势



资料来源：彭博，中银证券

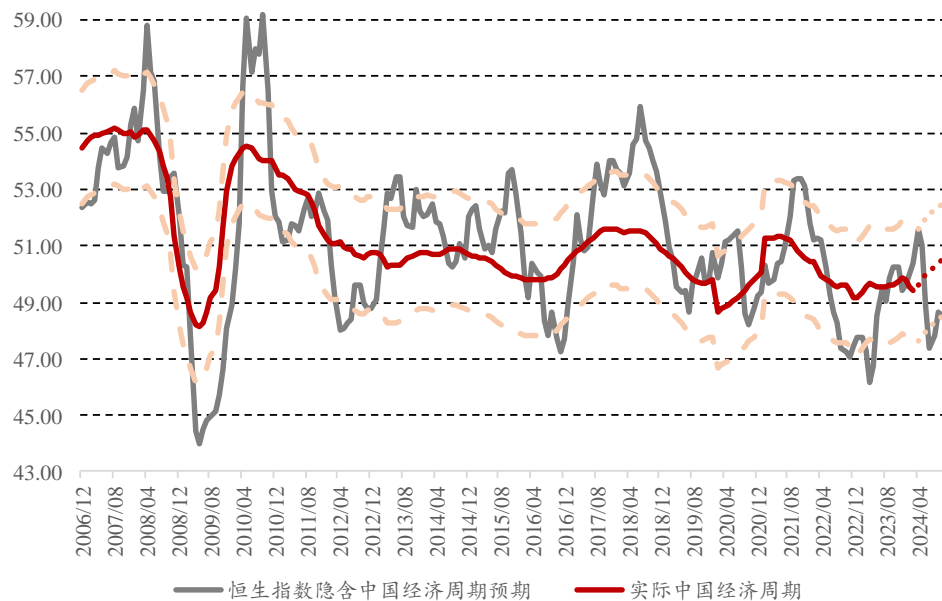
**港股：低估值叠加中国经济周期回暖，短期港股或“易上难下”。**从盈利角度来看，在中国经济周期企稳回暖的背景下，港股盈利增速也持续回暖。彭博的数据显示，恒生指数每股净利润(EPS)环比增速在 2023 年持续为正，且分析师预计 2024 年上半年净利润有望保持稳定。从估值角度来看（见图 15），恒生指数的 PE 和 PS 已经分别降至 8.3 倍和 1.1 倍，为 2011 年以来的低位。另一方面，基于恒生指数和中国经济周期历史关联度的计算也显示目前港股对于本轮中国经济周期的回暖还未充分计价（见图 16）：恒生指数同比变动所隐含的对于中国经济周期的预期已经持续低于实际中国经济周期约一个标准差，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

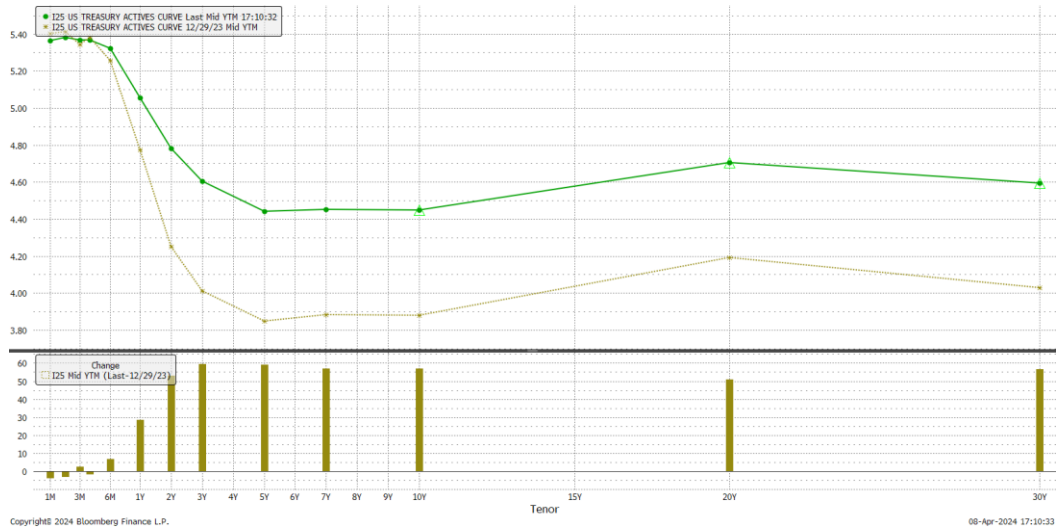


资料来源：彭博，中银证券



**10年期美债：通胀韧性或将持续的背景下，10年期美债收益率存在上行风险。**正如前文所述，美国经济（盈利）周期进入上行阶段的态势愈发明显。与此同时，美国通胀韧性（尤其是服务业韧性）仍存。尽管目前美联储仍“嘴硬”坚持2024年全年降息三次的指引，但在经济“不着陆”的可能性增大以及随之而来的通胀上行风险增大的背景下，美联储存在被迫重启“鹰派”指引的可能性。这可能意味着美债曲线（尤其是受预期影响更大的中长端）存在上行的风险。实际上，2024年以来美债2年期、5年期和10年期收益率已经分别上行了53个基点、59个基点和57个基点。如果上述风险逐渐实现，那么美债中长端收益率仍有进一步走高的可能性。

图表 17.美债收益率曲线年初至今变动



资料来源：彭博，中银证券 \*棕色线为2023/12/29的美债收益率曲线；绿色线为2024/4/8的美债收益率曲线；棕色柱状为二者差值（2024/4/8曲线 - 2023/12/29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，美元指数或仍将处于震荡局面。**正如前文所述，美国经济周期回升的迹象愈发明显，而欧元区经济周期则仍处于下行阶段。与此同时，英国也面临着类似于欧元区的经济增长困境：一方面经济周期仍处于磨底的态势，另一方面富时100成分股企业盈利持续环比负增长。在这样的背景下，美元指数近期持续在103的历史高位水平附近震荡（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。值得注意的是，尽管日本央行在3月开启货币政策“正常化”，但在市场抢跑的冲击下，日元对美元反而有所走弱。不过，如果日本当局选择进行外汇干预，那么日元短时间的升值仍有可能对美元指数带来扰动。

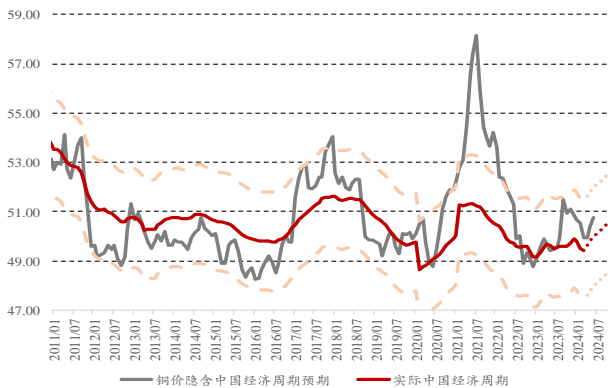
图表 18.美元指数 vs 美德10年国债实际收益率差值



资料来源：彭博，中银证券 \*红色线为美德10年国债实际收益率差值，灰色线为美元指数

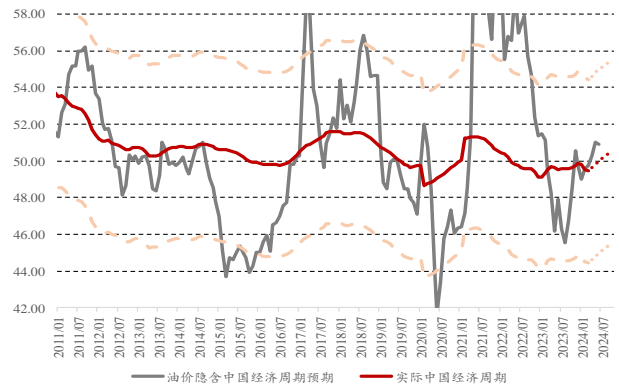
**铜油：中美经济周期共振上行有助于铜油趋势性回升，但短期波动或取决于供给侧催化剂。**基于铜价和油价同中国经济周期的历史关联度，我们发现目前铜价和油价对于中国经济的预期是相对合理的（见图表 19、20）。未来如果中美经济周期共振的证据愈发充足，那么铜价和油价的回升将能获得更多的经济基本面支持。另一方面，截至 4 月 8 日的数据显示，市场分析师对于布伦特原油价格在 2024 年 2 季度和 3 季度的均值预期分别是 89.2 美元/桶和 86.50 美元/桶；对于 LME 铜价在 2024 年 2 季度和 3 季度的均值预期分别是约 9286 美元/吨和 9387 美元/吨。目前，约 90 美元/桶的布伦特原油价格以及约 9300 美元/吨的 LME 铜价略高于市场的一致预期，其短期能否进一步走高或将取决于供给侧催化剂是否充足。

**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

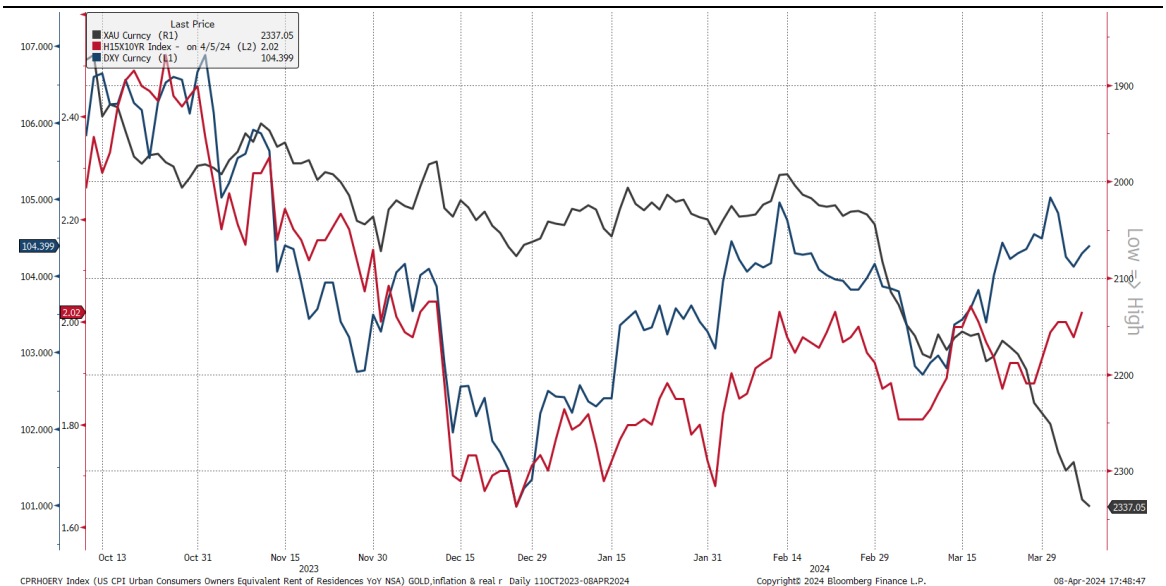
**图表 20. 油价隐含中国经济周期预期 vs 中国经济周期实际走势**



资料来源：彭博，中银证券

**国际金价：美债实际收益率和美元指数整体收平，但金价续创历史新高。**金价自 2 月中旬开始（约 1992 美元/盎司）逐步走高并最终于 4 月初突破 2300 美元/盎司，途中持续刷新历史新高。与此同时，美债 10 年期实际收益率虽有波动，但 4 月初水平（约 2%）较 2 月中旬水平并未明显变动，而美元指数在这期间的走势也是类似的。金价在美债实际收益率和美元指数整体收平的情况下却能续创历史新高，这一现象在近期的市场交易中并不常见。近期升温的国际地缘冲突风险或是短期推动金价完全跳出美债实际收益率和美元指数影响的关键因素之一。

**图表 21. 国际金价 vs 美债 10 年实际收益率 & 美元指数**



资料来源：彭博，中银证券 \*灰色线为国际金价（右轴逆序），红色线为美国 10 年期国债 TIPS，蓝色线为美元指数

**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