

# 估值性价比高，政策持续刺激，A股有望迎来反弹机会

- 尽管国内经济结构调整仍有挑战，但股市的反弹或已具备充分条件，值得审慎乐观
- 权益市场：先立后破，厚积薄发，乘风而起；权益市场依然存在显著的投资机会
- 债券市场：对债市大方向不悲观，操作层面需顺势而为，挖掘投资机会
- 海外市场：对海外发达市场的股票保持谨慎态度，但以中资为主的股债标的具备优势



王彦杰  
国投瑞银  
总经理



桑俊  
基金投资部  
总经理



李达夫  
固定收益部  
总经理



李安杰  
国际业务部  
业务总监



扫码查看完整版  
国投瑞银基金策略报告

风险提示：投资有风险，请谨慎选择。我国基金运行时间短，不能反映股债市发展的所有阶段，基金的过往业绩并不预示其未来表现，基金管理人管理的其他基金的业绩也不构成新基金业绩表现的保证。请投资者仔细阅读《基金合同》、《招募说明书》、《基金产品资料概要》及相关公告，全面认识基金产品的风险特征。

# 国投瑞银基金策略报告

## 2024 年展望

### 估值性价比高，政策持续刺激， A 股有望迎来反弹机会

#### 虽挑战仍存，但市场或已具备充分反弹条件

A 股市盈率到达 10 年低点，陆续出台的激励政策逐步发挥实质效果；尽管国内经济结构调整仍有挑战，但股市的反弹值得审慎乐观。

#### 先立后破，厚积薄发，乘风而起

关注政策发力下传统行业的估值重塑、从产品出海到产能出海的优势制造业、科技突破带来的供给需求、海外利率下行带来的外资回流。

#### 对债市大方向不悲观，操作上需顺势而为

对债市大方向不悲观，债市中枢下行更有可能伴随曲折波动。操作层面需要顺势而为、把握收益率点位、挖掘品种利差投资机会。

#### 海外市场以中资为主的股债标的具备优势

对海外发达市场的股票保持较为谨慎的态度，但部分中资相关标的在估值上有相对优势；固收市场则对利率债保持正面期待。

### 虽挑战仍存，但市场已具备充分反弹条件



王彦杰

国投瑞银基金总经理

2023 年是充满挑战的一年，沪、深两市全年分别下跌 3.70%、13.54%；债市开启一波慢牛走势，但是对多数积极或平衡风格的投资者而言，大概率取得不同程度的负回报。A 股市场在四季度初出现短暂反弹，随后在 2024 年初加速下跌，市场弥漫悲观氛围。然而，在市场信心普遍悲观之际，我们认为是时候检视悲观理由。

- 1) 从全球经济的角度，美国经济潜在的衰退风险是市场关注的首要议题。然而回顾 2023 年，美国经济却展现了大幅加息之后的韧性。过去两年，美国因高通胀迫使美联储紧缩货币政策，通胀背后的原因主要来自去全球化后，全球供需结构阶段性失衡，由工资上涨，加上疫情期间政府补贴带来消费的支持，驱动物价全面性上扬。因此，现阶段观察美国经济未来动向，就业市场及劳动生产力的变化将是主要关键。从去年年末以来的各项数据显示，美国经济仍似乎仍未露出疲态，而下一阶段人工智能可能带来人类经济史上巨大的生产力提升，对于全球经济将有潜在的正面影响，进一步带动全球需求的再复苏。于此当口，超预期的需求反而是投资者更值得关注的重点。
- 2) 国内宏观经济数据自去年以来，改善幅度有限，然而工业生产与零售消费已经初步止稳，显示短周期进一步下行的压力已经减轻，从债市表现来看，也一定程度地反应了投资者对股市的悲观预期。在 2023 年初，多数投资者无视宏观数据中存在的问题，对股票市场抱有过度的乐观期待；相反的是，当前的市场弥漫着悲观情绪，同时 A 股的市盈率已经来到 10 年低点，两相结合，具备充分的反弹条件。

“当前的市场弥漫着悲观情绪，同时 A 股的市盈率已经来到 10 年低点，两相结合，具备充分的反弹条件。”



- 3) 去年年中以来陆续出台的激励政策，并未对股价指数带来支撑；原因在于当时经济基本面不明朗，加上许多投资者对于政策所能带来的短期效果有过度乐观的预期，使得市场步入缓跌态势。随着中国经济体持续成长，股票市场参与的广度扩大，政策的短期效果消化时间已经拉长。当下市场对政策效果预期已经降低，而去年下半年推出多项利好政策正逐步发挥实质效果，同时我们也预期 2024 年国内货币政策宽松可能超预期，这些可能都为市场反弹回升提供动力。
- 4) 地缘政治事件层出不穷，也是 2023 年干扰全球市场的变量之一。回顾巴以冲突、相持不下的俄乌战事，对金融市场的负面扰动都是短期且小范围的，并且影响有日趋淡化的趋势。我们很难判断在今年上半年是否会衍生出新的区域性冲突，或者既有的动乱会进一步恶化；但是我们可以推测的是，2024 年对金融市场的冲击仍将是零星的短期干扰。

“投资者可以关注上半年投资窗口，结合个人实际情况，适度调整风险性资产配置比率。”

整体而言，尽管国内经济结构调整仍有挑战，但我们认为股市的反弹值得审慎乐观的期待。原因主要来自于股价已经出现大幅度的调整，显然股票市场在短期内已经过度反应宏观经济所面临的挑战；恐慌性的下跌，永远是股票市场重要的潜在利多。另一方面，我们预期债市在货币政策大概率有节奏放松的情境下，有望延续去年以来趋势性向上的行情，为投资者提供稳健投资收益。在下半年全球政治经济变量不确定可能升高的预期下，投资者可以关注上半年投资窗口，结合个人实际情况，适度调整风险性资产配置比率。

| 产品名称                | 基金经理 | 产品代码          |
|---------------------|------|---------------|
| <b>权益精选</b>         |      |               |
| 国投瑞银瑞泰多策略 (LOF) A/C | 杨枫   | 161233/011618 |
| 国投瑞银瑞利 (LOF) A/C    | 綦缚鹏  | 161222/015652 |
| 国投瑞银招财              | 贺明之  | 001266        |
| 国投瑞银策略精选            | 吉莉   | 000165        |
| <b>固收精选</b>         |      |               |
| 国投瑞银恒泽中短债 A/C       | 李达夫  | 005725/006553 |
| 国投瑞银顺昌纯债            | 王侃   | 005996        |
| 国投瑞银中高等级 A/C        | 宋璐   | 000069/000070 |

## 权益市场投资展望

### 先立后破，厚积薄发，乘风而起



桑俊  
基金投资部总经理

“在中国新旧增长方式逆转的背景下，依然占据中国经济较大比重的房地产和出口持续承压，显著降低了企业和居民的信心。”

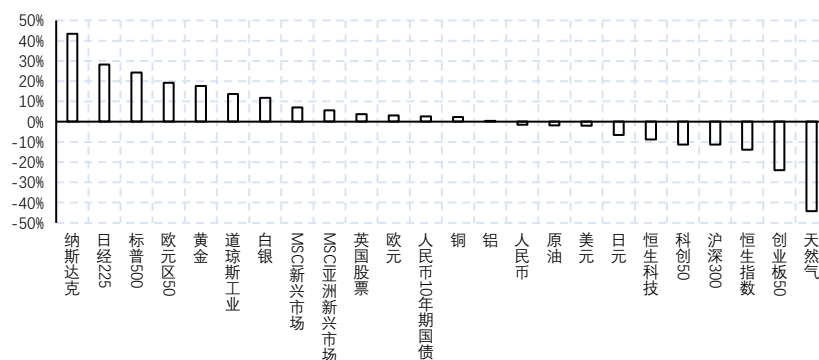
#### 2023 年市场回顾

全球经济复苏的不均衡，决定了各类资产和各国股票市场的差异化表现。在美国政府创纪录的财政支出支持下，美国经济表现强劲，显著好于市场的一致预期。强劲的政府开支有效对冲了高利率环境对经济的负面影响，进而带动了美国经济关联度高以及受益于中国供应链转移的新兴经济体。更重要的是，以人工智能（AI）为代表的技术突破吹响了新一轮科技革命的号角，OpenAI 推出的 ChatGPT 实现了历史上最快达成 1 亿用户的记录，随之竞相而来的大模型训练和蓬勃发展的算力需求带动了科技领域的爆发性增长，基于 AI 的办公、多模态、智能驾驶、机器视觉的广泛应用方兴未艾。

在全球科技突变的大背景下，中国在科技领域也在跟进海外的步伐，算力产业链直接受益，国产大模型次第频出，华为高调回归。不过，在中国新旧增长方式逆转的背景下，依然占据中国经济较大比重的房地产和出口持续承压，显著降低了企业和居民的信心。

从全球股票市场来看，2023 年是分化明显的一年。尽管美联储绝大部分时间都维持着历史水平的高利率，但美国为首的绝大部分发达经济体股票市场依然迭创新高。相对而言，A 股和港股反而较为低迷。不过，市场在结构上精彩纷呈，高股息大盘蓝筹、小微盘股表现相对强势。更重要的是，无论是中国还是海外，科技类行业表现都显著优于传统行业。

#### 2023 年全球主要资产表现



资料来源：Wind，国投瑞银基金

#### 2024 年市场展望

跟过去一年相比，中美宏观政策基调都发生了明显的转变。这将成为影响 2024 年大类资产和权益市场表现的重要影响因素。

“制造业出海会逐步从产品出海向产能出差演变，科技突破会从技术跟随向技术突破演进。”

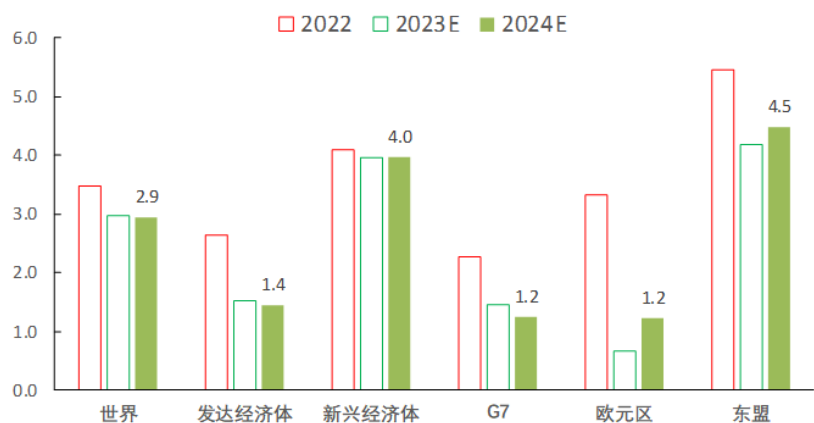
从 IMF 的最新预测来看，全球经济增长在 2024 年有所放缓，美国增速回落压力更大。在经历了持续的高利率之后，美国经济的微观基础呈现出一定的颓势。恰逢美国大选年，经济软着陆成为当前政府的核心诉求，考虑政府债务的高水平以及两院分治的政策掣肘，美联储货币政策基调更容易转向宽松。时隔两年多之后，美联储再次发出了明确的降息信号。从市场的预测来看，由于对经济能否软着陆的判断存在争议，市场在降息时点和降息幅度上有着较大的分歧，进而带来市场的大幅波动。相对而言，降息是更加确定性的趋势，这将成为影响非美元资产的重要因素。

从去年底的中央经济工作会议的精神来看，在高质量发展和中国式现代化的战略基础上，短期政策重心阶段性向稳增长上倾斜。政策倾向变化的核心原因在于国内经济压力，包括有效需求不足、产业过剩严重、社会信心偏弱。与政策基调转变相配合，中央政府上调了财政赤字的目标，增发了特别国债，重启了 PSL，筹划了“三大工程”。在美国货币政策进入宽松期的背景下，中国的政策空间打开，使得中国能够利用财政和货币政策工具的联动，对冲房地产行业调整的压力，改善实际利率水平，提高企业和居民的投资和消费意愿。

相对于 2023 年，由于中美政策的基调的变化，中国的政策发力和协调方面可以给予更多的期许，中央政府积极财政政策和结构性货币政策将对中国股市形成支撑。不过，2024 年依然是存在困境的一年，关键大选集中、海外经济回落带来的外需不确定性，国内经济结构改革刚拉开帷幕，内外部环境严峻依然不容乐观。总体而言，经济趋稳但强度有限、核心指数估值低位但结构分化、流动性条件改善但投资者风险偏好较低，目前权益市场尚不具备大牛市的条件，但是较 2023 年依然存在明显的改善趋势和空间，2024 年的权益市场依然存在显著的投资机会。

“相对于 2023 年，由于中美政策的基调的变化，中国的政策发力和协调方面可以给予更多的期许，中央政府积极财政政策和结构性货币政策将对中国股市形成支撑。”

IMF 全球经济预测



资料来源：IMF DataMapper，国投瑞银基金

### 2024 年权益投资策略

中国经济处于新旧动能的转换期，这将成为主导中国资本市场的中长期逻辑。由于人口数量和人口结构的历史性拐点出现，经济总量难

“市场的主要风险来自于全球大选年的地缘政治扰动，中美财政扩张预期兑现的幅度。”

以重回高增长。过去以房地产和城镇化为主要的经济驱动因素逐步让位于制造业出海和高技术产品突破，科技创新所引领的现代化产业体系助推经济转型的步伐。过去的一年，中国的汽车出口量超过昔日的领头羊日本，中国的船舶制造拿下了全球绝大部分产业订单，华为手机高调回归提振了国产手机产业链。未来行业变迁和股票市场表现或将演绎并深化这些趋势。制造业出海会逐步从产品出海向产能出差演变，科技突破会从技术跟随向技术突破演进。

**中期增长的结构方向明确，短期政策的倾向性也将日益清晰。**由于房地产及相关产业链在中国经济体中的比重过大，绝大部分企业和居民对新产业崛起和突破的经济体感并不明显，反而会觉得经济发展的可视度在降低，进而产生较低的风险偏好和偏谨慎的消费倾向。从股票市场当前的估值水平和投资者情绪来看，市场对经济增长和政策发力的预期已经显著降低，对中国基本面下行风险的反应较为充分。未来随着中央政府财政政策发力的逐步推进，利率水平下降，通胀预期回稳，实际利率下降，股票市场可能会显著好于 2023 年。

综合考虑内外部环境，海外大选的节奏、美联储货币政策从预期到兑现的变化、国内政策发力的时点，2024 年上半年依然处于政策预期的蜜月期，中国财政扩张和美联储降息从预期到逐步兑现，市场的潜在上行风险会逐步增加。依据全球货币政策拐点、中国财政主动作为、产业转型趋势明确，建议从以下四个层面关注市场的投资机会。

**第一，政策发力下传统行业的估值重塑。**2024 年最重要的政策抓手是财政支出力度的增加，考虑到单位盈利、库存水平、资本开支等大部分指标都处于历史低位，供需关系的好转带来传统周期性行业盈利的改善。更重要的是，伴随着工业化成熟期的到来，利率中枢的回落和全社会资本过剩的时代来临，绝大部分行业生命周期从以往的中高速增长切换到中低速增长。近二十年扩张、累积、供给侧改革之后，行业竞争格局开始优化，资本开支减少，现金流可持续增长，企业大比例分红、持续回购的意愿明显提升，资产的长周期特征更加明显，整体估值水平系统性抬升的可能性在增加。在此背景下，除了市场关注度较高的水电和煤炭资产之外，钢铁、火电、轻工、纺织服装等行业同样有望迎来估值重构。

**第二，从产品出海到产能出海的优势制造业。**与过去一年内外需求承压相比，2024 年制造业的压力有望边际改善。财政的主动发力，房地产下行进入后半段，国内需求有望触底回升。海外需求同样存在改善空间，无论是美国经济实现软着陆，还是快速降息之后的政策刺激，都有助于行业低库存的回补。此外，地缘政治风险的加大，贸易摩擦的风险抬升，各国产业链安全需求提升，因此对外输出产品的难度会逐步增加，反而产能输出的接受度更高。包括汽车零部件、家电、锂电、光伏、储能等行业的细分龙头有望依托新能源汽车、光储等中国优势产业的海外扩张实现跨越式发展。如果美联储利率下行的幅度超预期，需求对长端利率相对敏感的光伏、储能等领域需求会出现改善，叠加上半年行业出清进入尾声，新能源行业可能会迎来显著的投资机会。

**第三，科技突破带来的供给创造需求。**科技领域是少数能够供给创造需求的领域，人工智能已经在 2023 年展示了划时代的技术突破带



“除了市场关注度较高的水电和煤炭资产之外，钢铁、火电、轻工、纺织服装等行业同样有望迎来估值重构。”

来的市场机遇。经过此前算力需求爆发式增长之后带来的硬件高景气之后，未来市场的关注焦点将转向应用可能的爆发。GPT 5.0 的发布将会成为一个重要节点，关注生成式 AI 的技术突破可否能够带动 AI 相关的人型机器人、智能驾驶等为代表的 B 端应用，以及 MR、互联网、办公、金融等领域 C 端应用。

**第四，海外利率超预期下行带来的外资回流。**市场对美联储 2024 年降息空间的预期依然混乱，但是全球资产将在美元利率下行周期重新配置的趋势不变，考虑到中国经济的企稳和边际改善，叠加估值的历史低位和行业的阶段性出清，外资青睐而且过去三年超跌的食品饮料、医药、新能源等行业有望迎来资金回归。

市场的主要风险来自于全球大选年的地缘政治扰动，中美财政扩张预期兑现的幅度，这些会影响全球的通胀预期和美联储货币政策退出的节奏和空间，进而影响大类资产的表现。

总的来说，中国面临较过去一年更好的内外部环境，虽然存在诸多不利因素的扰动，但是外部利率环境友好，全球资金再配置，国内财政发力，企业出海竞争力扩大，高端制造业突破，公司治理改善都将为股票市场增添更多的上行动力。

---

## 固收市场投资展望 对债市大方向不悲观，操作上需顺势而为



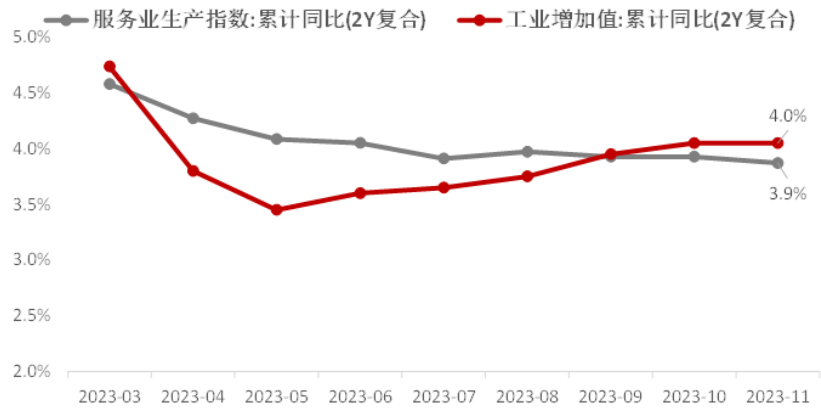
李达夫  
固定收益部总经理

### 一、宏观基本面回顾及展望

2023 年四季度及全年经济数据尚未公布，从生产端来看表现尚可，预计全年 GDP 增速 5.2%-5.3%。

- 1) **工增 10-11 月环比合计 1.26%，位于历史同期上限的偏强区间。**  
一方面，部分大宗商品博弈政策预期。11 月粗钢产量同比 0.4%，较上月由负转正，对应到工增中，黑色和有色冶炼增加值同比增速表现均不错；另一方面，微观行业存在结构性亮点，汽车行业的生产、消费和出口都较为不错，消费电子和半导体的全球出口景气度也较高。
- 2) **GDP 根据生产法核算，根据工业增加值和服务业生产指数拟合的全年 GDP 增速预计尚可。**1-11 月，工增和服务业生产指数累计同比分别为 4.3%/8%，较 1-9 月分别上行 0.3pct/2.4pct。

## 工业增加值与服务业生产指数：累计同比（2Y 复合）



数据来源：WIND，国投瑞银基金

相较生产端，企业和居民体感偏冷，源于：

- 1) **需求端偏弱**。12月中央经济工作会议对供需关系的表述亦有变化，从2022年“当前我国经济恢复的基础尚不牢固，需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力仍然较大”，切换为2023年“进一步推动经济回升向好需要克服一些困难和挑战，主要是有效需求不足、部分行业产能过剩、社会预期偏弱、风险隐患仍然较多”。
- 2) **通胀水平偏低**。生产端数据大多为实际增速（工业增加值、PMI等），而需求端多为名义值，企业和居民感受较强的通常也是名义值。2023年GDP平减指数预计-0.9%，为09年以来最低值。

“展望2024年，市场对5%左右的经济增速目标预期较为一致；内需延续疲弱，中央财政扩张是主要支撑，不确定性在于出口；政策预计仍是底线思维，方向上分歧不大，关注点在于节奏与配合；中低通胀或常态化。”

展望2024年，市场对5%左右的经济增速目标预期较为一致；内需延续疲弱，中央财政扩张是主要支撑，不确定性在于出口；政策预计仍是底线思维，方向上分歧不大，关注点在于节奏与配合；中低通胀或常态化。具体而言：

从2035年远景规划看，2024年及未来几年经济增速目标仍有一定诉求。十九大提出到2035年实现经济总量或人均收入翻一番，倒算20-35年均GDP增速需要达到4.7%。若目标为名义值，且未来几年通胀中枢能有所抬升，完成目标的压力会有所缓解。

房地产投资对经济的拖累仍在持续，考虑三大工程后预计全年房地产固定资产投资增速-10%左右；消费是慢变量，财富效应、居民收入及消费者信心等多维度看，预计仍较为疲软；经济内生动能不强，稳增长有赖于中央财政加杠杆。预估目标经济增量与内生增量之间的缺口在1-1.2万亿左右，特别国债、PSL等财政及准财政工具有待加码。

需求端主要不确定性在出口，预估全年名义增速2%-5%。支撑因素在于对美国经济及库存周期展望偏积极，以及价格信号的见底回升；



不确定性主要是全球政治大选，以及非美经济体（主要是欧盟）需求较为疲弱。不过出口对 GDP 的影响在变小，源于扣减进口后的货物和服务净出口占 GDP 比重有限，以及出口对制造业投资的传导在脱钩。

**物价方面**，在中性/乐观预期下，预计 2024 年 CPI 中枢分别为 0.7%/1%。节奏上，因 2024 年春节晚于 2023 年，1 月份同比跌幅可能再度走阔，2 至 6 月转正，单月同比预计在 0.5%左右。PPI 的预测准确度相对较低，主要受财政发力节奏和海外油价的影响，基数效应下全年同比中枢可能在±1%，转正时点预估在二、三季度。

**信贷社融方面**，2024 年重社融、轻信贷的导向已较为明确，预计社融增速目标 8-10%，完成难度不大。就一季度而言，信贷和社融表现可能相对平滑，一是媒体报道，2024Q1 信贷投放占比不超过过去三年同期均值，2021-2023 年这一占比分别为 38.5%、39.1%、46.6%，平均下来 2024Q1 占全年比重上限在 41%。二是根据目前的发行计划，Q1 政府债净融资规模较为适中。

**财政及货币政策方面**，市场对大方向分歧不大，不确定性在于节奏与配合方式。财政扩张有赖于中央，特别国债（或长期建设国债）在未来几年可能常态化；货币政策预计延续近几年操作，提振通胀+稳增长，降准降息仍可期。

**政策节奏与配合是关键。**

“财政及货币政策方面，市场对大方向分歧不大，不确定性在于节奏与配合方式。”

1) 市场预期 2024 年财政靠前发力，从已公布的一季度国债发行计划看，一季度国债净融资量相对适中，扩容压力可能在二三季度，关注货币政策的配合方式与时点选择。

2) 货币政策工具的优先级排序，就一季度而言，价格工具（降息）或优先于数量工具（降准）。信贷与社融增速平滑，客观上降低了降准必要性，PSL 等准财政工具也是基础货币投放渠道；此外，就提振通胀、降低实际利率而言，价格工具可能比数量工具效果更直接。

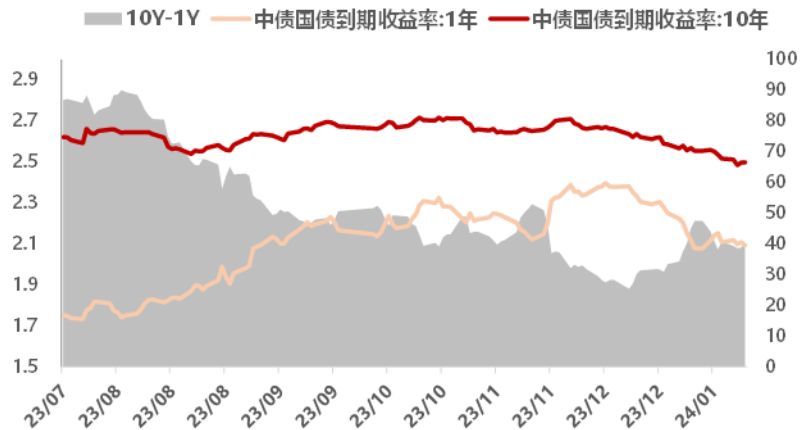
## 二、利率回顾及展望

**2023 年四季度，国债收益率先上后下。**

1) 9 月初至 11 月底，长短端利率震荡上行，源于资金利率紧平衡、稳增长政策加码及政府债供给增加。

2) 12 月初至 1 月中旬，中央经济工作会议表述未超预期，加之基本面下行压力加大，降准降息预期发酵，10Y 和 30Y 国债收益率一度回落至历史新低。

## 10Y、1Y 国债收益率



数据来源：WIND，国投瑞银基金

展望 2024 年，我们对债券市场大方向不悲观。

- 1) 当前实际利率仍较高，预计 2024 年通胀水平仍将维持偏低水平，压降实际利率需要同步压降名义利率。
- 2) 政策利率大概率持续调降。
- 3) 资产端来看，高息资产减少，广谱利率整体下移是大势所趋。

10Y 国债收益率的低点很大程度上取决于资金面，以及金融机构（主要是银行）负债端成本能否迎来拐点。对比当前与 2020 年 4 月底，10Y 国债收益率同样在 2.5% 左右胶着，当前的政策利率、人民币一般贷款利率均低于彼时，差距在于资金面和银行负债端成本：

- 1) 长端利率=资金利率+期限利差。期限利差可能系统性低于历史均值，资金利率是关键。2024 年全年政府债供给压力仍大，资金利率仍有可能出现阶段性高于政策利率；央行对于资金面态度尚不明朗，不排除非对称降息、OMO 利率调降幅度低于 MLF 的可能。
- 2) 20H1-23H1，上市银行平均负债成本抬升 10-20BP，2024 年是否迎来拐点存在分歧。从正面因素看，存款重定价存在滞后，上市银行 1Y 内存款（不含活期）占比在 30-40%，2022 年三季度开始的存款利率调降有望从 2024 年开始效果显现；从负面因素看，存款定期化趋势仍在持续，对公存款竞争激烈，近几年对公存款成本不升反降。

就节奏上而言，2024 年债券市场中枢下行更有可能伴随曲折波动，不大可能再现 2023 年单边牛市：

- 1) 决策层对经济增速仍有诉求，稳增长预期与政策节奏仍是扰动，央行对于资金市场与金融机构的态度也尚不明晰。

“展望 2024 年，我们对债券市场大方向不悲观，债券市场中枢下行更有可能伴随曲折波动。”

“在金融市场上，我们对于海外发达市场的股票在上半年保持较为谨慎的态度，固收市场则对利率债保持正面期待。”

2) 开年机构行为与预期高度一致，交易拥挤度过高，利率下行幅度超过负债端成本降幅，配置力量并不稳固。

操作策略方面，建议把握以下几点：

- 1) **顺势而为，向久期要收益。**公募债基久期拉长可能是趋势性的，2020年中至今中长期纯债基金久期中枢（估算值）整体拉长；从久期下限来看，2023年中长期纯债基金久期中位数（估算值）下限也较往年明显抬升。
- 2) **把握收益率点位或比选择时点更加重要。**窄区间波动市场，交易行情节奏快、幅度小；从历史情况来看，债市在春节及两会前后情绪偏积极，八九月及年底容易调整，学习效应下不一定会重现往年节奏，且一致预期下市场容易抢跑或滞后反应。
- 3) **挖掘品种利差投资机会。**当前降息预期较浓，浮息债与固息债利差维持高位，性价比提升；国开债-国债利差较前期有所走阔，源于国债增发阶段性结束，以及国开债新券供给偏慢导致的流动性溢价降低，若后续国开新券增发规模提升，两者利差有望收窄。

## 海外市场投资展望

### 海外市场以中资为主的股债标的具备优势



李安杰

国际业务部业务总监

2023 年海外现实环境动荡，但金融市场表现却极为强劲，两者形成鲜明对照。我们在去年目睹了海外市场数十年来最大的加息幅度、一连串战争冲突、能源危机、美国区域性银行危机、与欧元区部分地区经济开始衰退等极为负面的市场环境因素，但海外大类资产风险偏好却显著提升。发达市场股市指标美日德三国股市表现强劲，美德指数触及历史高点，日本指数则大抵收复失落三十年失地。新兴市场股市同样亮眼，约有二十个新兴市场股市全年涨幅超过 20%。海外金融市场表现某种程度上与宏观基本面脱节，相关因素如中国疫情后开放、新兴市场资金再分配、欧美大规模财政政策刺激、对美国软着陆的强预期、与 AI 技术的无穷想像空间爆发等，都是海外金融市场强劲表现的推手。

展望 2024 年，海外通胀指标与经济需求走弱是大概率事件，那么金融市场是会庆祝通胀下降再次推升股债？还是认为通胀下降反应了经济降温并且可能引发经济衰退？目前市场依然有经济可望在通胀改善环境下维持韧性的一致预期，耳熟能详的“这次不一样”论点包含软着陆、“金发姑娘”、美联储看跌期权、甚至是 AI 革命性创新等。美国政策在客观环境下大概率转向“宽货币+紧财政”组合，为软着陆提供了一定支持，但地缘政治冲突的不确定性、渐显疲态的欧元区经济、面临如何逆势而行维持通胀的日本央行政策的不确定性，以及最主要的当前高利率环境对经济的影响逐渐浮现等，都使前往软着陆的路程显得崎岖不平。



“海外布局以中资为主的股债标的，都具有较好的增长机会。”

在金融市场上，我们对于海外发达市场的股票在上半年保持较为谨慎的态度，固收市场则对利率债保持正面期待。2023 年海外主要股票市场已提前反映了极为乐观的情绪，目前普遍估值偏高，同时许多股票的高涨源于对 AI 主题的期待。今年海外经济即使实现软着陆，但在利率水平高企，企业盈利增长空间有限，与较高的债券收益率形成了对其它资产配置偏好相对降低等因素下，我们预期上半年海外主要股票市场表现的挑战较大。如果美联储为了预防经济下行而采取提前且显著的降息策略，或者是 AI 应用在短期内又有极大突破，则股市估值可望再上台阶，但目前这二个情境发生概率都相对偏低。在固收市场方面，美债利率随美联储降息开启，利率整体方向可望继续下行，但信用利差则已见收敛，后续经济下行情景下不支持利差继续下行，因此海外整体固收类以利率债投资优先。

海外股票市场估值较高者今年面临不小的挑战，但部分中资相关标的如港股或海外中概股在估值上则有显著的相对优势，同时伴随着国内经济的逐步回升，投资上具有一定的投资价值。而在中资美元债投资上，美债利率下行与国内政策发力有助信用利差继续收窄，投资等级中资美元债可望延续去年较好的表现势头。在汇率表现上，随国内经济走稳，而美国经济有下行压力的对照下，人民币兑美元汇率预期能相对平稳。在这样的环境下，海外布局以中资为主的股债标的都具有较好的增长机会。

数据来源：本报告中各类数据来源于 Wind、IMF、国投瑞银。

风险提示：国内逆周期政策调节不达预期的风险；经济基本面和上市公司盈利大幅下滑的风险；中美贸易格局继续恶化的风险；原油价格继续大幅下跌的风险；美元指数大幅上行的风险等。

#### 风险提示函：

以上观点仅供投资者参考，不构成具体的投资建议，基金投资需谨慎。

尊敬的投资者：

国投瑞银瑞泰多策略灵活配置混合型证券投资基金（LOF）的风险等级为中等风险（R3），国投瑞银瑞利灵活配置混合型证券投资基金（LOF）的风险等级为中等风险（R3），国投瑞银招财灵活配置混合型证券投资基金的风险等级为中等风险（R3），国投瑞银策略精选灵活配置混合型证券投资基金的风险等级为中等风险（R3），国投瑞银恒泽中短债债券型证券投资基金的风险等级为中等偏低风险（R2），国投瑞银顺昌纯债债券型证券投资基金的风险等级为中等偏低风险（R2），国投瑞银中高等级债券型证券投资基金的风险等级为中等偏低风险（R2）；**投资有风险，请谨慎选择。基金过往业绩并不预示其未来表现，基金管理人管理的其他基金的业绩也不构成本基金业绩表现的保证。**我国基金运作时间较短，不能反映资本市场发展所有阶段。请仔细阅读《基金合同》、《招募说明书》、《基金产品资料概要》及相关公告。请投资者做好风险测评，并根据您的风险承受能力选择与之相匹配的风险等级的基金产品。定期定额投资不等于零存整取的储蓄品种，有损失本金的风险，投资者应充分了解基金定期定额投资和零存整取等储蓄方式的区别。基金如果投资港股通标的股票，需承担汇率风险以及境外市场的风险。基金由国投瑞银基金管理有限公司发行与管理，代销机构不承担产品的投资、兑付和风险管理责任。

**投资有风险，投资需谨慎。**公开募集证券投资基金（以下简称“基金”）是一种长期投资工具，其主要功能是分散投资，降低投资单一证券所带来的个别风险。基金不同于银行储蓄等能够提供固定收益预期的金融工具，当您购买基金产品时，既可能按持有份额分享基金投资所产生的收益，也可能承担基金投资所带来的损失。

您在做出投资决策之前，请仔细阅读基金合同、基金招募说明书和基金产品资料概要等产品法律文件和本风险揭示书，充分认识本基金的风险收益特征和产品特性，认真考虑本基金存在的各项风险因素，并根据自身的投资目的、投资期限、投资经验、资产状况等因素充分考虑自身的风险承受能力，在了解产品情况及销售适当性意见的基础上，理性判断并谨慎做出投资决策。

根据有关法律法规，国投瑞银基金管理有限公司做出如下风险揭示：

一、依据投资对象的不同，基金分为股票基金、混合基金、债券基金、货币市场基金、基金中基金、商品基金等不同类型，您投资不同类型的基金将获得不同的收益预期，也将承担不同程度的风险。一般来说，基金的收益预期越高，您承担的风险也越大。

二、基金在投资运作过程中可能面临各种风险，既包括市场风险，也包括基金自身的管理风险、技术风险和合规风险等。巨额赎回风险是开放式基金所特有的一种风险，即当单个开放日基金的净赎回申请超过基金总份额的一定比例（开放式基金为百分之十，定期开放基金为百分之二十，中国证监会规定的特殊产品除外）时，您将可能无法及时赎回申请的全部基金份额，或您赎回的款项可能延缓支付。

三、您应当充分了解基金定期定额投资和零存整取等储蓄方式的区别。定期定额投资是引导投资者进行长期投资、平均投资成本的一种简单易行的投资方式，但并不能规避基金投资所固有的风险，不能保证投资者获得收益，也不是替代储蓄的等效理财方式。

四、特殊类型产品风险揭示：

1. 如果您购买的产品为养老目标基金，产品“养老”的名称不代表收益保障或其他任何形式的收益承诺，产品不保本，可能发生亏损。请您仔细阅读专门风险揭示书，确认了解产品特征。
  2. 如果您购买的产品为货币市场基金，购买货币市场基金并不等于将资金作为存款存放在银行或者存款类金融机构，基金管理人也不保证基金一定盈利，也不保证最低收益。
  3. 如果您购买的产品为商品期货基金，除了需要承担市场风险、信用风险等一般投资风险之外，还面临投资期货合约的风险、逐日盯市风险、合约展期风险、期限结构风险、强制平仓风险等特有风险。
  4. 如果您购买的产品投资于境外证券，除了需要承担与境内证券投资基金类似的市场波动风险等一般投资风险之外，本基金还面临汇率风险等境外证券市场投资所面临的特别投资风险。
  5. 如果您购买的产品以定期开放方式运作或者基金合同约定了基金份额最短持有期限，在封闭期或者最短持有期限内，您将面临因不能赎回或卖出基金份额而出现的流动性约束。
- 五、基金管理人承诺以诚实信用、勤勉尽责的原则管理和运用基金资产，但不保证本基金一定盈利，也不保证最低收益。本基金的过往业绩及其净值高低并不预示其未来业绩表现，基金管理人管理的其他基金的业绩并不构成对本基金业绩表现的保证。国投瑞银基金管理有限公司提醒您基金投资的“买者自负”原则，在做出投资决策后，基金运营状况与基金净值变化引致的投资风险，由您自行承担。基金管理人、基金托管人、基金销售机构及相关机构不对基金投资收益做出任何承诺或保证。
- 六、国投瑞银瑞泰多策略灵活配置混合型证券投资基金（LOF）、国投瑞银瑞利灵活配置混合型证券投资基金（LOF）、国投瑞银招财灵活配置混合型证券投资基金、国投瑞银策略精选灵活配置混合型证券投资基金、国投瑞银恒泽中短债债券型证券投资基金、国投瑞银顺昌纯债债券型证券投资基金、国投瑞银中高等级债券型证券投资基金由国投瑞银基金管理有限公司（以下简称“基金管理人”）依照有关法律法规及约定申请募集，并经中国证券监督管理委员会（以下简称“中国证监会”）许可注册。本基金的基金合同、基金招募说明书和基金产品资料概要已通过中国证监会基金电子披露网站：[eid.csrc.gov.cn/fund](http://eid.csrc.gov.cn/fund) 和基金管理人网站 [www.ubssdic.com](http://www.ubssdic.com) 进行了公开披露。中国证监会对本基金的注册，并不表明其对本基金的投资价值、市场前景和收益作出实质性判断或保证，也不表明投资于本基金没有风险。

**免责声明：**本报告由国投瑞银基金管理有限公司(以下称“国投瑞银”)制作。除非另有规定，本报告版权仅为国投瑞银所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式修改、复制和发布。如引用、刊发，须注明出处为国投瑞银，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。本报告的信息均来源于我公司认为可信的公开资料，我公司对报告的内容和信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，国投瑞银可在不发出通知的情形下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而发生更改。文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成对收件人在投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，我公司不就报告中的内容做出任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和作者无关。本报告是机密的，只有收件人才能使用。本报告所载的信息、材料或分析工具只提供给收件人作参考之用，不是或不应视为出售、购买或认购金融工具或金融服务的要约或要约邀请。国投瑞银不因收件人收到本报告而视其为国投瑞银的客户。本报告不构成咨询建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、风险承受能力、财务状况或需要。市场有风险，投资需谨慎。收件人应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。