

产品及投资方案部

| 2024年3月25日



每周投资策略



中信証券财富管理(香港)
CITIC Securities Wealth Management (HK)

上周环球
大类资产表现

本周主要国家
经济数据公布日程

(1) 印度市场焦点

预期年中降息将支持卢比
吸引外资流入

股票

从其他角度看印度股市其
实不贵；**Bajaj**金融；
印度石油天然气

(2) 日本市场焦点

今年实际加息幅度或将
低于市场预期

股票

利润飙升解释了日股近期
升势；东急不动产；
积水建房

债券

日本大型银行利润有望持
续改善

(3) 欧洲市场焦点

欧元区通胀压力
较此前明显消退

股票

高成长大盘欧股可望看高
一线；阿斯麦；**SAP**

债券

欧洲银行**AT1**债券－基本
面回暖背景下的估值性价
比

资料来源：中信证券财富管理(香港)

上周环球股市表现

中港股市回落；日央行加息但持续宽松政策，日股续创新高；
美联储点阵图维持预期今年降息三次，欧美股市上涨

环球主要股票市场表现

指数	收盘价*	1周变动	1个月变动	3个月变动	1年变动	本年变动	52周最低	52周最高	远期红利率	远期市盈率	远期EPS增长率
MSCI ACWI全球指数	781.3	1.8%	2.7%	8.3%	25.4%	7.5%	618.4	785.6	2.1%	17.9	12%
MSCI WORLD国际资本	3428.1	1.9%	3.0%	8.8%	27.6%	8.2%	2661.2	3445.7	2.0%	18.9	11%
MSCI 新兴市场	1039.3	0.4%	1.0%	4.7%	8.1%	1.5%	908.1	1054.4	3.1%	12.0	15%
美国市场											
道琼斯	39475.9	2.0%	1.0%	5.6%	23.2%	4.7%	31805.2	39889.1	1.9%	18.9	12%
标普500	5234.2	2.3%	2.9%	10.1%	32.9%	9.7%	3909.2	5261.1	1.5%	21.1	13%
纳斯达克	16428.8	2.9%	2.4%	9.6%	40.8%	9.4%	11635.0	16538.9	0.8%	28.0	23%
欧洲市场											
MSCI 欧洲	166.3	1.3%	3.5%	8.9%	15.8%	8.9%	134.8	166.7	3.3%	13.7	9%
STOXX 600	509.6	1.0%	2.9%	6.7%	14.0%	6.4%	428.8	510.5	3.4%	14.0	8%
英国富时100	7930.9	2.6%	3.2%	3.0%	4.8%	2.6%	7215.8	7961.4	4.0%	11.5	5%
法国CAC 40	8151.9	(0.2%)	3.0%	7.7%	14.3%	8.1%	6773.8	8229.3	3.2%	14.0	7%
德国DAX 30	18205.9	1.5%	4.8%	9.0%	19.6%	8.7%	14630.2	18226.0	3.2%	13.0	13%
日本市场											
日本东证	2813.2	5.3%	5.7%	20.4%	43.3%	17.9%	1946.3	2820.5	2.2%	16.4	6%
日经225	40888.4	5.6%	4.6%	23.3%	48.9%	21.4%	27257.4	41087.8	1.7%	23.2	11%
亚太市场											
MSCI 亚太除日本	653.1	0.2%	1.3%	5.4%	4.2%	1.8%	576.3	672.2	2.7%	12.7	16%
沪深300	3545.0	(0.7%)	1.7%	6.2%	(11.4%)	3.6%	3108.4	4169.7	3.0%	11.0	16%
恒生指数	16499.5	(1.3%)	(1.5%)	1.0%	(15.8%)	(2.6%)	14794.2	20864.7	4.6%	7.9	16%
澳洲ASX200	7770.6	1.3%	2.1%	3.6%	10.8%	3.0%	6751.3	7853.1	3.8%	16.9	4%
印度NIFTY	22096.8	0.3%	(0.5%)	3.5%	28.8%	1.7%	16913.8	22526.6	1.5%	20.2	13%
台湾加权	20228.4	2.8%	7.3%	15.0%	28.3%	13.1%	15284.5	20296.1	2.9%	17.8	20%
韩国KOSPI	2748.6	3.1%	3.2%	5.7%	13.7%	3.1%	2274.0	2763.6	2.4%	10.8	24%
东盟市场											
MSCI 东盟	627.5	(0.9%)	(0.4%)	1.3%	(3.5%)	(0.9%)	578.4	675.3	4.2%	13.2	8%
新加坡STI	3218.0	1.4%	(0.2%)	2.5%	(0.1%)	(1.0%)	3041.7	3392.6	5.6%	10.5	3%
印度尼西亚JCI	7350.2	0.3%	0.1%	1.6%	9.8%	0.8%	6563.0	7454.4	3.9%	14.0	12%
泰国SET	1381.0	(0.4%)	(1.5%)	(1.7%)	(12.9%)	(2.4%)	1351.0	1615.3	3.6%	14.2	12%
马来西亚吉隆坡综指	1542.4	(0.7%)	(0.2%)	6.1%	9.2%	5.5%	1369.4	1559.0	4.4%	13.4	5%
菲律宾综指	6882.0	0.9%	(0.3%)	5.9%	5.1%	6.1%	5920.5	7021.0	2.6%	11.5	8%
拉美市场											
MSCI 拉丁美洲	2510.4	0.1%	(2.3%)	(4.8%)	20.2%	(5.7%)	2036.3	2680.4	6.2%	9.0	7%
巴西IBOV	127027.1	0.2%	(2.5%)	(4.3%)	26.7%	(5.3%)	97687.7	134391.7	6.5%	7.9	7%
墨西哥综指	56610.5	0.7%	(0.9%)	(1.2%)	7.7%	(1.4%)	47765.1	59020.6	4.6%	12.8	12%

美联储点阵图维持今年降息预期，债市普遍走高； 预期日央行未来加息幅度或低于预期，日本国债靠稳

上周环球债市表现

市场	久期	当前 (%)	1周变动(bp)	1个月变动(bp)	1个月回报	3个月回报	本年度回报
国债							
美国国债	6.2	4.42	-12	-11	1.0%	(0.8%)	(1.2%)
欧洲核心	7.6	2.46	-12	-10	0.8%	(2.0%)	(1.7%)
英国金边债	9.5	4.11	-15	-21	2.1%	(2.5%)	(2.0%)
日本国债	9.3	0.73	-2	5	(0.4%)	(0.9%)	(0.7%)
中国国债	7.4	2.24	-4	-6	0.6%	2.6%	2.3%
企业债							
美国投资级	7.2	5.30	-12	-10	1.1%	0.0%	(0.6%)
美国高收益	3.7	7.84	-13	-17	1.2%	1.8%	1.4%
欧洲投资级	4.6	3.64	-10	-17	1.0%	0.2%	0.2%
欧洲高收益	3.0	6.85	12	11	0.3%	1.8%	1.6%
英国投资级	6.4	5.22	-16	-25	1.8%	(0.0%)	0.1%
新兴市场外币	7.4	7.61	-21	-35	3.0%	1.8%	1.6%
新兴市场本币	6.6	6.02	3	4	(0.3%)	(1.3%)	(2.1%)
中资美元债							
中资美元债	4.0	6.29	-10	-13	0.9%	1.5%	1.1%
中资美元债投资级	4.3	5.45	-21	-21	0.9%	1.1%	0.7%
中资美元债高收益	2.1	12.48	51	66	0.3%	4.7%	4.3%
中国境内债							
中国境内债	5.8	2.38	-3	-6	0.6%	2.3%	2.0%
中国境内企业债	2.1	2.92	-3	4	0.2%	1.5%	1.2%

资料来源：彭博、中信证券财富管理(香港) 注：截至2024年3月22日

上周环球
外汇及商品
表现

日央行加息但持续宽松政策，日元走弱；
美联储如期继续按兵不动，美元上升，金价靠稳

上周环球外汇及商品表现

货币	当前价格	1周变动	1个月变动	3个月变动	1年变动	本年度变动	52周最低	52周最高
美元指数	104.43	1.0%	0.5%	2.7%	2.0%	2.9%	99.58	107.35
欧元/美元	1.08	(0.7%)	(0.1%)	(1.9%)	(0.4%)	(2.0%)	1.04	1.13
美元/日元	151.41	1.6%	0.6%	6.3%	15.2%	(6.7%)	130.41	151.91
英镑/美元	1.26	(1.1%)	(0.5%)	(0.8%)	2.7%	(0.9%)	1.20	1.31
美元/瑞典克朗	10.56	2.0%	2.3%	5.6%	2.4%	(4.5%)	9.91	11.27
美元/挪威克朗	10.76	1.3%	2.4%	5.4%	2.8%	(5.1%)	9.92	11.30
美元/瑞郎	0.90	1.6%	2.0%	4.9%	(2.2%)	(6.2%)	0.83	0.92
美元/加元	1.36	0.5%	0.9%	2.5%	(0.9%)	(2.6%)	1.31	1.39
澳元/美元	0.65	(0.7%)	(0.6%)	(4.2%)	(2.5%)	(4.0%)	0.63	0.69
纽币/美元	0.60	(1.5%)	(3.3%)	(4.8%)	(3.7%)	(4.9%)	0.58	0.64
在岸人民币/美元	7.23	0.4%	0.5%	1.3%	5.1%	(1.4%)	6.83	7.35
港币/美元	7.82	(0.0%)	(0.0%)	0.1%	(0.3%)	(0.1%)	7.79	7.85
能源								
WTI原油期货	80.63	(0.5%)	2.6%	9.6%	13.7%	13.4%	63.64	95.03
布伦特原油期货	85.43	0.1%	2.1%	8.0%	11.4%	11.6%	71.28	97.69
NYMEX天然气期货	1.66	0.2%	(4.2%)	(36.4%)	(23.6%)	(34.0%)	1.51	3.63
金属								
COMEX期金	2,160.00	(0.1%)	6.9%	5.0%	10.8%	5.0%	1,809.40	2,225.30
COMEX期银	24.69	(2.0%)	8.4%	1.7%	8.9%	2.5%	20.85	26.24
LME期铜	8,791.02	(2.0%)	3.0%	3.2%	(1.2%)	3.6%	7,815.00	9,177.00
LME期铝	2,281.22	2.5%	5.1%	(0.7%)	1.2%	(3.0%)	2,060.50	2,452.00
LME期锡	27,669.00	(3.0%)	6.3%	12.0%	18.4%	9.7%	22,766.81	29,100.00
DCE铁矿石	857.00	4.5%	(14.9%)	(17.4%)	(6.4%)	(17.0%)	757.00	1,154.50
SHFE螺纹钢	3,543.00	0.1%	(7.8%)	(11.6%)	(14.5%)	(13.2%)	3,189.00	4,168.00

资料来源：彭博、中信证券财富管理(香港) 注：截至2024年3月22日

(1) 印度市场焦点

预期年中降息将支持卢比、吸引外资流入

股票

从其他角度看印度股市其实不贵；

Bajaj金融；印度石油天然气

(1) 印度市场 焦点

预期RBI年中降息将支持卢比

- 美联储最新的点图仍然维持在2024年降息75个基点，在1-2月核心通胀上升至0.4%，美联储主席鲍威尔亦淡化市场对提早降息的预期。
- 尽管印度通胀已经稳定在印度储备银行 (RBI) 目标范围2-6%内，但**考虑到实际利率较高，我们6月RBI将首次降息，降息幅度为15个基点，并在2025年6月前总降息100个基点。**

我们的印度储备银行降息预测进行的压力测试

	美国	印度
情景	2024年美联储降息	印度央行2025财年降息
每月核心CPI下降超过0.3%	75	100
每月核心CPI上涨0.3%	50	50
美国核心CPI上涨超过0.4%	0	50
利率预期关键指标	当前美国水平	当前印度水平
消费者价格指数 (CPI)	3.2	5.1
核心消费者价格指数 (核心CPI)	3.8	2.9
实际利率 (政策利率 - CPI)	2.30	1.41
实际利率 (政策利率 - 核心CPI)	1.70	3.63

资料来源：中信里昂

印度储备银行在美联储暗示即将降息后才会降息



资料来源：彭博、中信里昂

- RBI当前忧虑降息会为卢比产生压力，但我们却认为降息实际上对利好卢比。因为**股权类外国投资者的持股量是债务类的20倍**，RBI降息将支持经济增长，吸引股权类外资流入，从而支持卢比，及吸引债务类外资，因为除了可以获得资本增值，又可以获得外汇收益。
- 因此，降息预期和卢比稳定将吸引以**摩根新兴市场债券指数 (BBB级以上)**为基准的债务类外国投资者。

印度卢比贬值的原因是增长差异而非利率差异

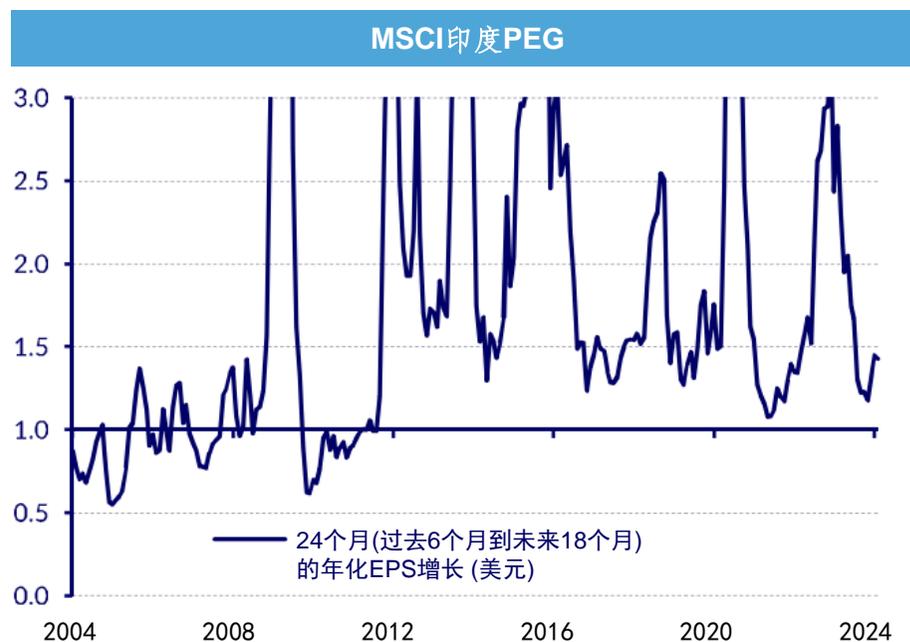
	印度-美国GDP增长	再购买利率-联储基金利率	卢比贬值/(升值)
12/31/2001	3.8	6.75	3.4
12/31/2002	2.1	6.25	(0.6)
12/31/2003	5.1	5.00	(4.9)
12/31/2004	4.0	3.75	(4.7)
12/31/2005	4.4	2.00	3.7
12/31/2006	5.3	2.00	(1.7)
12/31/2007	5.7	3.50	(11.0)
12/31/2008	3.0	6.25	23.8
12/31/2009	10.5	4.50	(4.7)
12/31/2010	5.8	6.00	(3.9)
12/31/2011	3.7	8.25	18.7
12/31/2012	3.2	7.75	3.6
12/31/2013	4.6	7.50	12.4
12/31/2014	5.1	7.75	2.0
12/31/2015	5.3	6.25	4.9
12/31/2016	6.5	5.50	2.7
12/31/2017	4.3	4.50	(6.0)
12/31/2018	3.5	4.00	9.2
12/31/2019	1.4	3.40	2.3
12/31/2020	(3.6)	3.75	2.4
12/31/2021	3.3	3.75	1.7
12/31/2022	5.3	1.75	11.3
12/31/2023	4.5	1.00	0.6

资料来源：彭博、中信里昂

- 现在市场投资者对印度市场的普遍看法：「我喜欢印度市场，但是估值太贵了！」对于印度股市估值，我们认为市盈率不能够完全反映市场的真实估值，需在加入盈利增长、汇率变动和潜在减少稀释等因子，以得出一个更具代表性的估值。如考虑以上因素后，我们发现印度股相比过去20年其实仍处于较便宜水平。

盈利估值方法：从CAPE转向PEG

- 印度的CAPE (33.5倍；相对于新兴市场溢价200%) 并未反映出印度的每股盈利超过其10年通胀调整平均水平30%以上。同样，将印度的12个月滚动市盈率与历史进行比较，会忽略近年来市场共识每股盈利预测和现实脱离。因此，对于印度股票来说，更具代表性的估值是使用12个月滚动市盈率除以年化的24个月盈利增长率，并使用卢比期货调整外汇变动。根据这个指标，印度的估值为1.4倍，低于过去20年的平均1.8倍。



资料来源：中信里昂、IBES

资产估值方法：切换到合理的市净率

- 同样，相对于新兴市场印度的市净率溢价150%，反映较高的净资产收益率 (15.9% 和较低的权益成本 (10.3%)，相对于新兴市场的净资产收益率为12.2%，权益成本为11.5%。使用戈登增长模型，并考虑这些因素，得出印度合理的市净率为3.4倍。实际市净率相对于合理市净率溢价19%，但低于20年平均溢价29%。此外，根据这种方法，整个新兴市场的市净率相对于合理市净率溢价39%，高于其20年平均溢价31%。

以美元计价的每股收益受到卢比升值前景支持

- 从外国投资者的角度来看，卢比的贬值历史上严重侵蚀每股收益增长。我们认为，由于石油折价进口和更强的债务组合净流入，印度的外部状况减少了外汇风险。
- 建议关注在PEG比率上相对于新兴市场便宜的大型印度股票，如瑞来斯实业 (RELIANCE IN)、巴帝电信 (BHARTI IN)、Bajaj金融 (BAF IN)、印度石油天然气 (ONGC IN)。

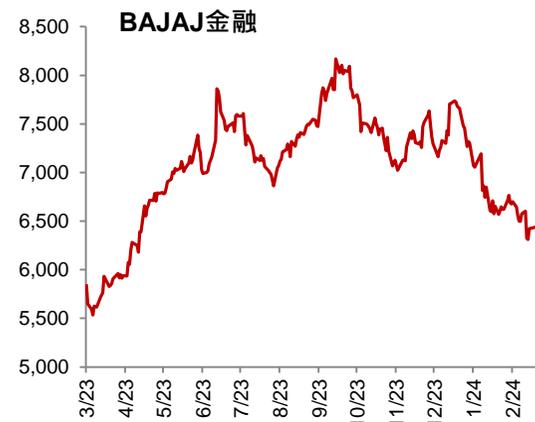
MSCI印度：实际市净率相对于合理市净率溢价



资料来源：IBES、MSCI、中信里昂

- **Bajaj金融 (BAF IN; 6,760.9卢比; 目标价: 9,500卢比)** 在各种零售产品经验丰富。我们最近与公司的高管理会面，包括候任副董事总经理Anup Saha先生。他于2017年加入公司，担任消费者B2B、个人贷款和支付业务的负责人。在疫情期间，他承担了额外的运营和客户服务职责，负责农村和黄金贷款业务。在他职业生涯中，曾从事过抵押和非抵押零售业务、楼盘融资、催收和分析等领域。公司在业务方面公司情况良好；尽管面临短期风险，我们预计在2024财年实现30%以上的贷款增长，在未来几年保持25%以上的增长。公司仍为我们行业首选。(中信里昂 - Piran Engineer)
- **印度石油天然气 (ONGC IN; 263.25卢比; 目标价: 300卢比)** 新开工项目或成重估催化剂。公司在克里希纳-戈达瓦里盆地的东部海域开发的深水区块已开始生产，并预计将为公司的产量增加约15%。如果实现这一产量增长，可能会成为公司被重估的催化剂。我们对项目经济进行深入分析，并估计其净资产值为60亿美元，即每股40卢比。我们现在仍观望项目发展，但关注该项目或能提升公司估值水平。(中信里昂 - Vikash Kumar Jain)

一年股价走势图*



一年股价走势图*



(2) 日本市场焦点

今年实际加息幅度或将低于市场预期

股票

利润飙升解释了日股近期升势；

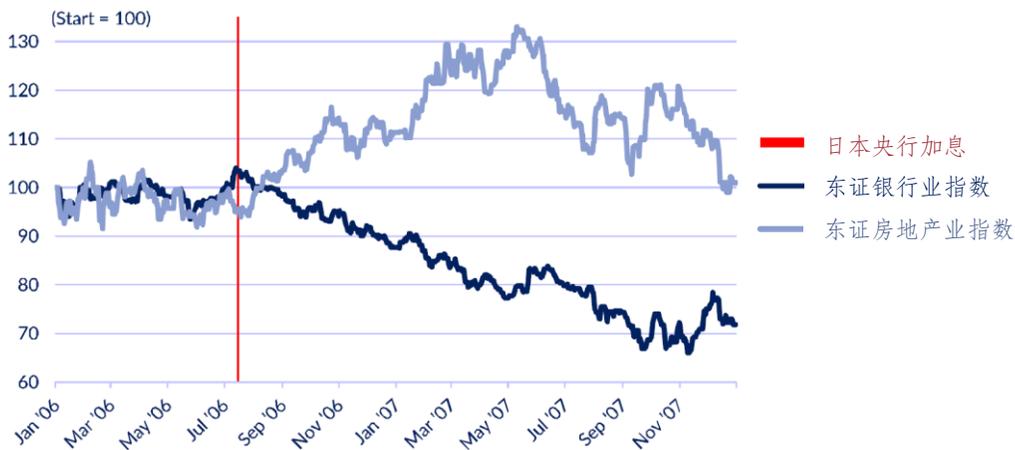
东急不动产；积水建房

债券

日本金融机构——大型银行利润有望持续改善

- 日本央行在3月货币政策会议大幅修改货币政策框架，结束负利率及YCC政策，停止购买ETF和J-REITs，撤销通胀超调承诺。
- 日本央行虽然如预期上调政策利率0.1个百分点，但其后日本国债收益率下跌，日元走弱；负债比率较高的房地产大幅上涨，而银行股则下跌。情况和2006年日本央行加息后的情况相似。这表明市场早前已反应过度并预期更多。

2006年加息后东证银行业及房地产业指数表现



今年实际加息幅度或将低于市场预期

- 现在的市场注意力将转向日本央行未来的举措。从OIS掉期隐含政策利率可以明显看出，市场预计日本央行将在今年下半年出现大幅紧缩周期。
- 相较市场进取的预期，我们认为日本央行将仅再加息10个基点。日本央行行长植田和男的指导意见是继续强调保持金融状况宽松。这不应损害“日元套利交易”，因为日元融资相对于美元、英镑甚至欧元融资仍然便宜。
- 鉴于我们预计加息幅度将低于日本货币市场的预期，我们对未来几个月的日元大幅升值持怀疑态度。不过，一旦美国开始降息周期，我预计美元兑日元将逐渐走低，下跌幅度将视乎美联储降息的力度。

OIS掉期隐含政策利率与中信里昂预测



资料来源：CIEC、中信里昂

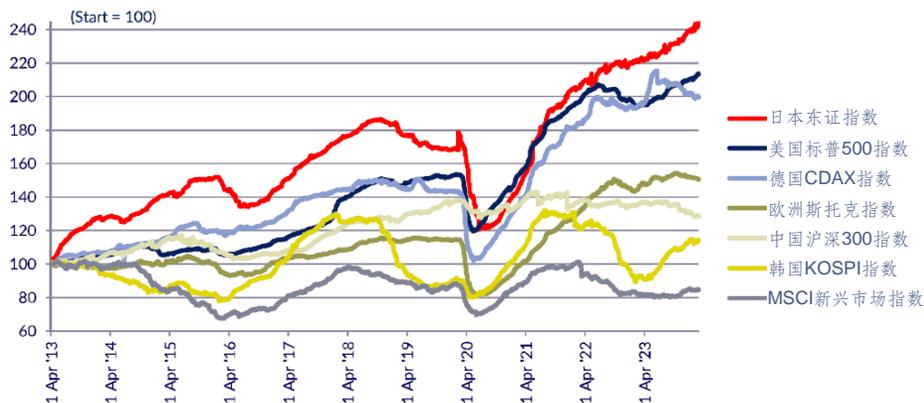
- 东证股价指数已升至1990年1月以来的最高水平。
- 不過從盈利端看，东证股价指数盈利在截至12月份季度加速上涨至新高。未来一年市场每股收益预测同样在加速上升，而在许多其他主要经济体，特别是中国和欧洲（特别是德国），它们却在下行。因此东证股价指数利润的飙升解释了该指数近期的升势。
- CPI目前超过2%，并且很可能持续下去，令实际利率仍然为负值，房地产股仍然显得有吸引力。
- 日本央行上次加息是在18年前，许多人指责加息导致了小泉牛市的结束。但当时房地产板块表现优于大盘，而银行板块表现不佳，这不符合这个论点。事实上，是因日本官员担心房地产价格上涨，推出政策使银行和房地产业受到严重损害，许多人破产。但他们今已从错误中吸取了教训，这种情况不太可能再次发生。

东证股价指数3月底非金融公司经营利润(除软银集团)



资料来源：公司报告、日本内阁府、彭博、中信里昂

12个月远期每股收益(当地货币)

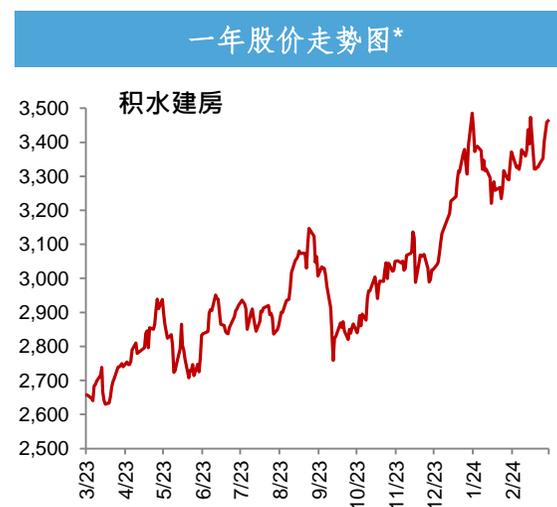


资料来源：彭博、中信里昂

- **东急不动产 (3289 JP; 1,194日元; 目标价: 1,400日元) 通胀赢家。**我们认为东急不动产是开发商中最受益于通胀，因为其资本利得率高、旗下涩谷物业受惠于办公室租金上升和负债比率较高。我们预计公司**2026-30财年 (截至3月)**的股本回报率目标为**10%**。由于公寓利润增加，我们上调了**2026财年**的预测。股东总回报率为**21%**，我们建议关注。(中信里昂 - Masahiro Mochizuki)

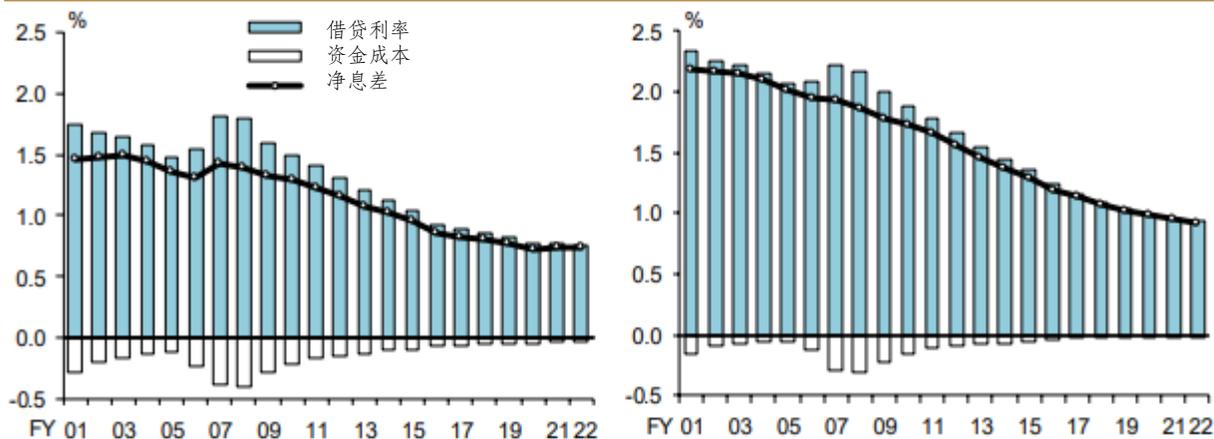


- **积水建房 (1928 JP; 3,463日元; 目标价: 4,100日元) 日本建设利润率稳定。**我们对积水建房**2024财年四季度 (截至1月)**的业绩印象稍稍正面。首先，四财季每股分红超出了公司指引和我们的预测。其次，**2025财年 (截至明年1月)**指引要求在通胀的情况下提高独立式住宅建设的利润率。第三，管理层在简报中表示，**2024年1月至2月**美国订单量增长了**30%**。建议关注。(中信里昂 - Masahiro Mochizuki)



- 本次日央行按照预期结束负利率政策，周五日本发布2月份通胀数据，通胀增速四个月来首度上行，预计未来日央行还将进一步加息。
- 对于长期处于低利率环境的日本银行业而言，即使是轻微的贷款利率上涨也将显著增加贷款的利息收入。利率逐步上升会通过净息差扩张让净利息收入增加，当前大型银行在净息差层面与地区性银行相仿，但大型银行将更容易把高利率传导至客户。虽然加息同时会产生债券的未实现损失和不小的信用成本，以当前日央行鸽派加息节奏大型银行收到影响有限，同时其对于利率上升带来的风险也具有更好的灵活性，综合来看利率上升对于大型银行在收入层面是利好。

日本大型银行及地区性银行净息差走势



(3) 欧洲市场焦点

欧元区通胀压力较此前明显消退

股票

高成长大盘欧股可望看高一线

阿斯麦；SAP

债券

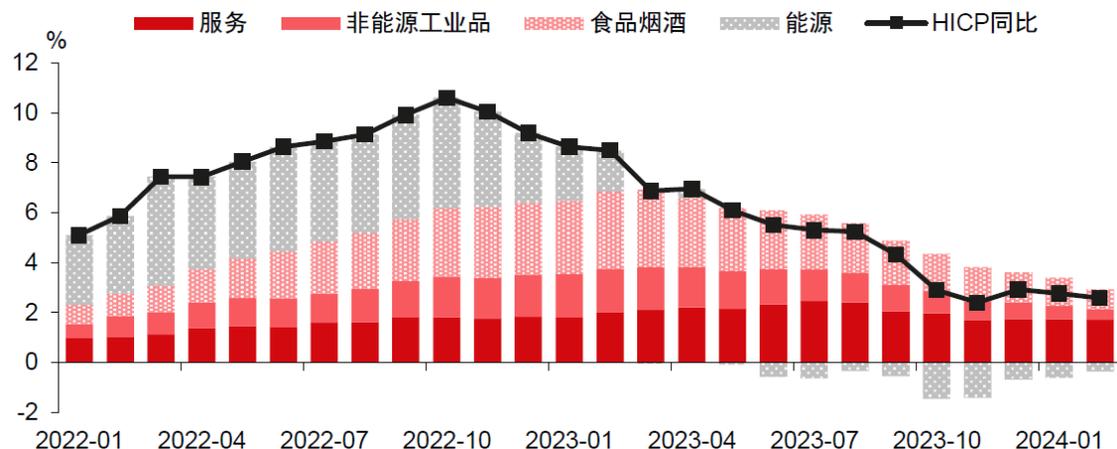
欧洲银行AT1债券 - 基本面回暖背景下的估值性价比

(2) 欧洲市场 焦点

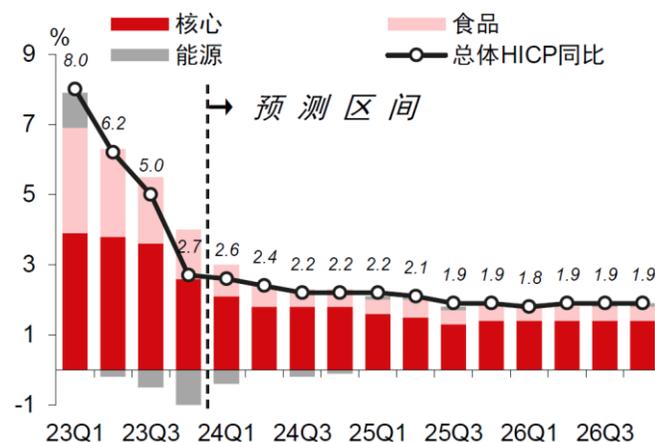
欧元区通胀压力较此前明显消退

- 美联储上周三公布议息结果，一如预期维持利率不变，且在通胀数据高于预期下，议息会议声明相对前次会议变化较小，支持美股三大指数续创新高。
- 欧洲央行亦将于4月11日议息，**总体HICP同比和PCCI同比等指标的下行趋势显示欧元区通胀压力已较此前明显消退**，且Indeed招聘启事指数反映德法等国的职缺数正稳步减少，若欧元区通胀能稳步放缓且就业市场继续降温，则**降息并非遥不可及之事**。

欧元区HICP同比及分项贡献



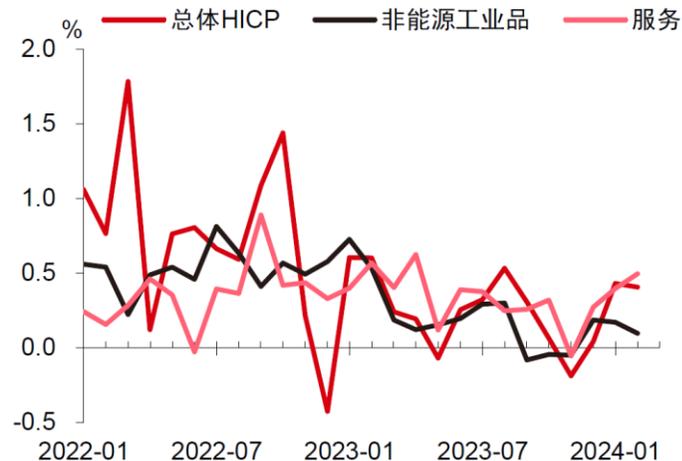
欧元区HICP同比及分项贡献



预计欧央行在今年6月首次降息

- 但另一方面，欧元区服务项HICP的季调后环比在今年2月已连续三个月反弹，欧元区谈判工资同比在去年四季度仅较前值小幅下降，这表明目前**欧元区的核心通胀粘性仍强，欧央行近期缺乏降息的合理性。**
- 拉加德在记者会亦表示管委会成员在本次会议上没有讨论降息，只是刚刚开始讨论收回限制性立场而已。
- 综合而言，我们仍然预计欧元区未来数月的通胀动能应能在高利率与低景气的环境下趋于减弱，**预计欧央行将在今年6月充分确认通胀下行趋势后首次降息25基点。**

欧元区HICP分项季调后环比



资料来源：LSEG、中信证券

- 欧洲股市今年持续涨势，但跟去年四季度板块普涨的情况不同。市值加权指数的表现超过了等权重指数，**少数股票推动了指数的上涨**。
- 但这情况不等于欧洲升势即将结束，从历史上看，此情况发生后的**12个**股市升势仍会持续，只是波动性较高。
- 如果情况继续，它可能会遵循与美股类似的轨迹（即成长股的市值增长更大）。因此，我们**看好利润率高、每股收益增长强劲和具备经济护城河的大盘股，如阿斯麦 (ASML NA)、SAP (SAP GR) 等**。
- 这些股票最近表现良好，但**2023年**的表现仍落后于美股七巨头。在**欧央行降息或将在今年6月附近落地**的情况下，高成长大盘股可望看高一线。

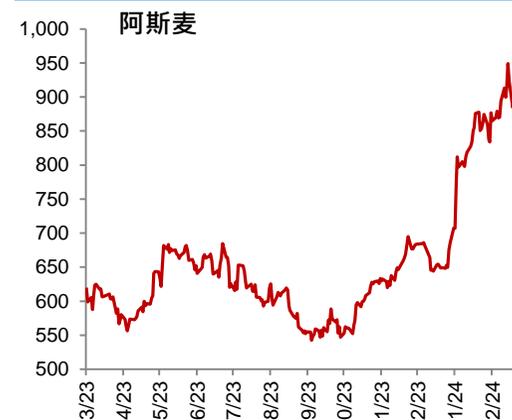
一年指数走势图*



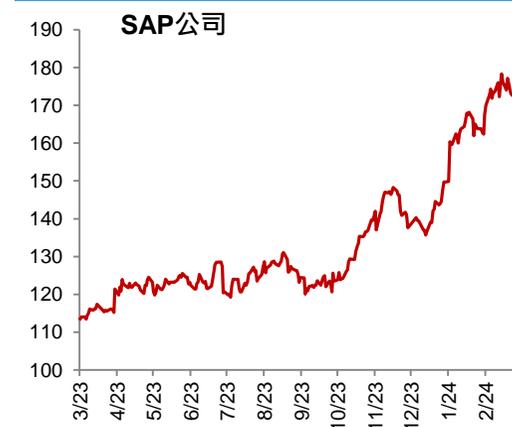
资料来源：彭博、中信证券财富管理（香港） *截至22/3/2024

- **阿斯麦 (ASML NA; 906.1欧元) 2025年业绩高增长可期。**公司2023年四季度业绩及在手订单超出市场预期，反映出下游存储设备的需求旺盛。展望未来，尽管2024Q1公司指引偏低(受周期影响设备出货量较低)，但考虑到2024年存储厂商Capex支出上行、以及2025年Foundry厂商将加大在N3/N2工艺上的投入，公司认为2024H2将迎来复苏，且2025年将迎来强劲增长。我们认为：伴随着2024年半导体行业迎来复苏、下游AI需求旺盛，以及IC设计厂商往3nm/2nm制程升级，存储设备& Foundry设备有望在2025年迎来高双位数增长。我们看好公司在半导体领域中的绝对竞争优势，看好公司的中长期投资价值。(中信证券 - 陈俊云)
- **SAP (SAP GR; 180.38欧元) 云转型加速。**最近SAP推动其核心企业资源规划(ERP)软件产品迁移到云端的势头正在增强，最快到2025年可能会实现低两位数的销售增长。由于SAP提供为初始云端化成本提供激励措施并提高其就地部署软件的支持价格，希望降低IT成本的公司正在接受云端化这转变，从而加快步伐。按固定汇率计算，2023年云订单量增长了27%，这表明即使经济状况停滞，2024年云销售额也可能超过20%。由于云业务的规模扩张以及今年对利润率较低的云基础设施的重视程度降低，毛利率可能会开始改善。(彭博)

一年股价走势图*



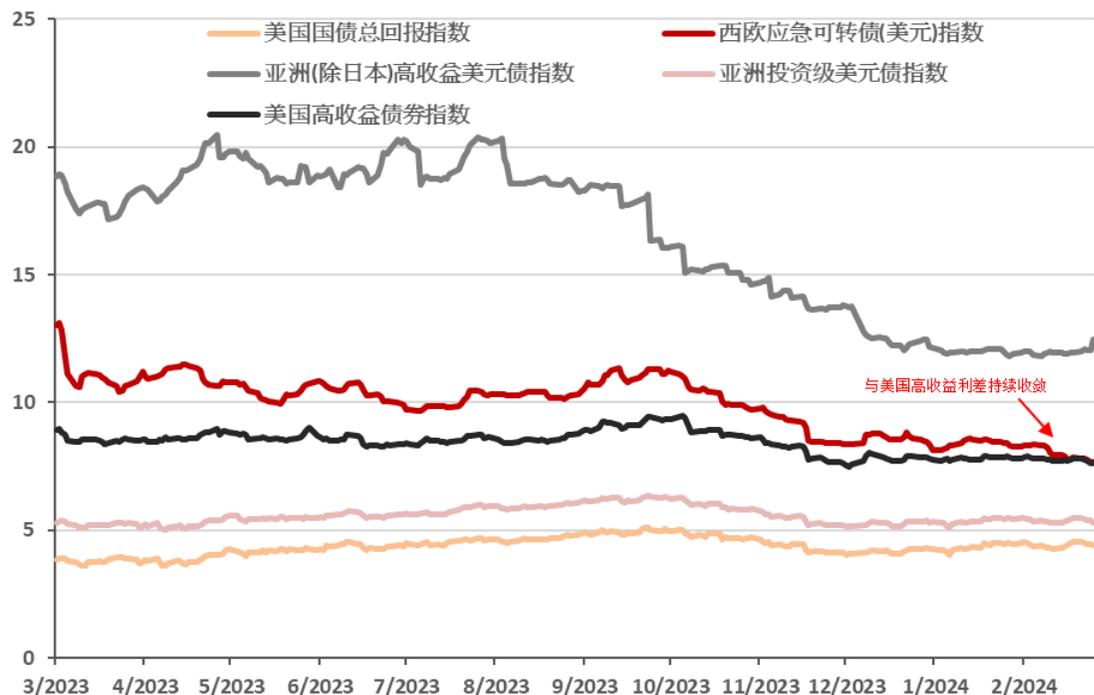
一年股价走势图*



资料来源：彭博、中信证券财富管理(香港) *截至22/3/2024

- 市场维持欧洲央行6月降息的预期，降息带来的经济基本面改善将有利于欧洲企业的收入。
- 虽然欧洲的经济今年预期很难有较大起色，当前欧洲发行人债券价格已基本反映了欧元区经济疲软的预期，估值具有性价比。
- 瑞信AT1减计事件对全球AT1债券市场造成冲击，欧洲银行AT1债券在瑞信事件后跌幅大多超10%，但当下随基本面回暖和监管完善相关风险已较大程度减少，欧洲银行AT1重获市场关注，未来还有机会进一步上升。

近一年欧元区AT1收益率与美国高收益利差持续收窄



资料来源：彭博、中信证券财富管理(香港) *截至22/3/2024

主要国家本周经济数据公布日程

公布日子/时间	地区	项目	时间	预测	前值	修正
03/25/2024 03/28	韩国	社会消费品零售总额同比	2月	--	0.082	--
03/25/2024 13:00	日本	领先指数 CI	1月	--	10990.00%	--
03/25/2024 13:30	日本	全国百货商店销售同比	2月	--	0.071	--
03/25/2024 19:00	英国	CBI零售报告销售量	3月	--	-7	--
03/25/2024 22:00	美国	新建住宅销量年率	2月	675k	661k	--
03/26/2024 05:00	韩国	消费者信心指数	3月	--	101.9	--
03/26/2024 07:30	澳大利亚	西太平洋消费者信心指数	3月	--	86	--
03/26/2024 07:50	日本	PPI服务业同比	2月	--	2.10%	--
03/26/2024 20:30	美国	耐用消费品(除运输类)	2月	0.002	-0.004	--
03/26/2024 21:00	美国	标普CoreLogic CS美国房价指数同比未经季调	1月	--	0.0553	--
03/26/2024 22:00	美国	世界大型企业研究会消费者信心指数	3月	106.8	106.7	--
03/27/2024 08:30	澳大利亚	CPI年增长率	2月	--	0.034	--
03/27/2024 09:30	中国	工业利润同比	2月	--	16.80%	--
03/27/2024 18:00	欧元区	消费者信心指数	3月	--	--	--
03/27/2024 23:00	墨西哥	未偿还贷款净额	2月	--	6009b	--
03/28/2024 08:00	澳大利亚	消费者通胀预期	3月	--	4.50%	--
03/28/2024 15:00	英国	GDP 同比	4季度	--	-0.002	--
03/28/2024 15:00	英国	商业投资总额同比	4季度	--	0.037	--
03/28/2024 15:00	英国	经常项目余额	4季度	--	-17.2b	--
03/28/2024 17:00	欧元区	M3货币供应同比	2月	--	0.10%	--

主要国家本周经济数据公布日程						
公布日子/时间	地区	项目	时间	预测	前值	修正
03/28/2024 19:00	巴西	央行通胀率季度报告	--			
03/28/2024 20:00	巴西	全国失业率	2月	--	0.076	--
03/28/2024 20:30	美国	个人消费	4季度	--	0.03	--
03/28/2024 20:30	美国	GDP价格指数	4季度	0.016	0.016	--
03/28/2024 20:30	美国	周度首次申领失业救济人数	3月23日	--	--	--
03/28/2024 22:00	美国	密歇根大学消费者信心指数	3月	--	76.5	--
03/29/2024	中国	经常账户余额	4季度	--	\$55.2b	--
03/29/2024 03/30	墨西哥	墨西哥公共部门预算余额	2月	--	-152.8b	--
03/29/2024 07:00	韩国	工业增加值同比	2月	--	0.129	--
03/29/2024 07:30	日本	失业率	2月	--	2.40%	--
03/29/2024 20:30	美国	实际个人支出	2月	--	-0.001	--
03/29/2024 20:30	美国	先期商品贸易余额	2月	-\$89.7b	-\$90.2b	-\$90.5b
03/30/2024 04/05	英国	全国房价指数未经季调同比	3月	--	0.012	--

免责声明：

本文由中信证券财富管理(香港)撰写。中信证券财富管理(香港)是中信证券经纪(香港)有限公司和中信证券期货(香港)有限公司的财富管理品牌。本文为一般性资讯，仅供参考之用。本文具有教学性质，但不被视为对任何司法管辖区的任何特定投资产品、策略、计划特征或其他目的的建议或推荐，中信证券财富管理(香港)或其任何子公司也不承诺会参与任何此处提及的交易。任何示例都是通用的、假设的并且仅用于说明目的。

本文是由投资/产品专员而非分析师撰写的文章汇编。它不构成研究报告，也不应被解释为研究报告，也不旨在提供专业、投资或任何其他类型的建议或推荐。本文件所载观点为投资/产品专员个人观点，或投资/产品专员对公司观点的理解，可能与中信证券财富管理(香港)的官方观点和利益(包括投资研究部门的观点)存在差异，也可能不存在差异。

本文不包含支持投资决策的全部信息，您不应依赖它来评估投资任何证券或产品的优势。此外，读者应对法律、监管、税务、信用和会计方面的影响进行独立评估，并与其金融专业人士一起确定此处提及的任何投资是否适合其个人目标。投资者应确保在进行任何投资前获得所有可用的相关信息。所载任何预测、数据、意见或投资技术和策略仅供参考，基于某些假设和当前市场状况，如有更改，恕不另行通知。

虽然信息来自被认为可靠的来源，但不保证其准确性，也不对任何错误或遗漏承担责任。请注意，投资涉及风险，投资的价值和收益可能会根据市场情况和税收协议而波动，投资者可能无法收回投资的全部金额。过去的表现和收益率都不是当前和未来结果的可靠指标。

任何人士于某司法管辖区其中作出购买或出售证券的邀请或招揽属违法时，本文不应被解释为发出此类邀请或招揽。此处包含的信息均未在任何司法管辖区获得批准。

法律主体声明

香港：本资料由中信证券经纪(香港)有限公司(下称“中信证券财富管理(香港)”，中央编号AAE879)，一家受香港证券及期货事务监察委员会监管的公司发表及分发。

针对不同司法管辖区的声明

香港：根据任何时间下所适用法律和法规，中信证券财富管理(香港)、其各自的关联公司或与中信证券财富管理(香港)有关联的公司或个人可能在发布本资料前使用了此处包含的信息，并且可能不时购买、出售或在所提及的任何证券中拥有重大利益，或在目前或将来可能产生或曾经有业务或财务关系，或可能或已经向本文提及的实体、其顾问和/或任何其他关联方提供投资银行、资本市场和/或其他服务。因此，投资者应注意中信证券财富管理(香港)和/或其各自的关联公司或公司、或此等个人可能存在一项或多项利益冲突。

未经中信证券经纪(香港)有限公司事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本文。中信证券经纪(香港)有限公司2023版权所有，并保留一切权利。

免责声明：

风险提示：

- 本资料仅供中信证券经纪(香港)有限公司(「中信证券财富管理(香港)」)及中信证券期货(香港)有限公司(「中信证券期货香港」)的客户或潜在客户用作直接传送及内部使用。此文件的内容需严格保密。未经中信证券财富管理(香港)或中信证券期货香港事先书面许可,任何人士不得以任何方式引用、提及、复制、分发或传播本文件或其内容的任何部分。
- 本资料内容以中信证券财富管理(香港)及中信证券期货香港认为可靠之资料为基础。然而,中信证券财富管理(香港)和中信证券期货香港无法保证或担保其准确性、完整性或通用性,并且不承担任何由于使用这些信息或数据而引起的任何损失或损害,也不承担任何错误、差异、不准确或其中包含的遗漏。
- 本资料内容可能涉及某些产品信息作为示例之用,具体产品条款及细则请以相关法律及具体产品发售文件为准。请注意,有关产品可能仅供专业投资者参与,以及可能属于复杂性产品类别中信证券财富管理(香港)已力求所提供资料之可靠及中肯,惟对内容之完整、准确及有效性不作任何形式之保证,阁下应进行独立的评估及其他适当的研究,以对内容加以参考取舍。
- 本资料介绍的产品(「有关产品」)不是保本产品,其市场价值可能会低于最初投资金额。有关产品并非银行定期存款,不受任何存款保障计划或机构保障。这类产品涉及杠杆、结构复杂并往往缺乏流动性,只适合有充分衍生产品知识及投资经验的专业投资者。如发行人违约或相关资产价值低于行使价,阁下有可能失去全部投资。
- 投资决定是由阁下自行作出的,但阁下不应投资于任何投资产品,除非中介人于销售该投资产品时已向以阁下解释经考虑阁下的财务状况、投资目标及经验后,该产品是适合阁下的。本资料列出焦点产品,只供参考,并不表示产品适合任何投资者。
- 中信证券财富管理(香港),中信证券期货香港或其任何成员、董事、高级职员、雇员、代理人或联营公司或任何其他人士均不会承担任何因使用本文件或其内容或因疏忽或以其他方式所引起的任何责任和损失。
- 投资涉及风险。价格可升可跌,在某些情况下,投资者可能需承受重大或所有投资损失。而过往表现亦未必可作为投资组合日后表现的指引。

免责声明

- 中信证券财富管理(香港)是由中信证券经纪(香港)有限公司(「中信证券经纪(香港)」)所设立的财富管理平台。本资料由中信证券经纪(香港)编制及发布。本资料并未经香港证券及期货委员会(「证监会」)或香港任何监管机构审阅。本资料若提及相关产品已获证监会认可可在香港公开发售,请注意证监会认可不等于对该等产品作出推介或认可,也不是对该产品的商业利益或表现作出任何保证,更不代表该产品适合所有投资者。本资料仅供参考并只反映个别人士个人观点或意见,并不代表中信证券经纪(香港)或其附属公司的观点或意见,或受其约束。
- 本资料无意作为提议或推荐,且并不构成在任何司法管辖区取得/出售任何证券或进行任何交易的邀请。本资料所包含的信息未考虑到任何个人投资者的特定投资目标、财务状况或需求。如有疑问,阁下应在作出任何投资决定前寻求独立专业意见。有关产品的重要资料载于其产品发售文件。在购买有关产品的股份或单位之前,阁下有义务先行阅读该相关产品的发售文件。
- 在发布或使用本资料提供之信息即属违法的任何司法管辖区或国家,或将导致中信证券经纪(香港)或其附属公司受其注册规定所规限的司法管辖区或国家,本资料所提供的信息不应视为向该等司法管辖区或国家内的任何人士或实体发布或供其使用。