

顺风稳行，迎接投资新范式

(下篇) 2024年资产配置展望

分析师：蔡梦苑

分析师登记编码：S0890521120001

电话：021-20321004

邮箱：caimengyuan@cnhbstock.com

研究助理：郝一凡

邮箱：haoyifan@cnhbstock.com

销售服务电话：

021-20515355

相关研究报告

投资要点

⊕随着我国经济增速放缓、经济发展模式变化等趋势日益明显，我国正迎来一场投资范式的变革——经济发展特征、投资者的特征、企业行为特征、股市估值模式及收益模式等特征都将受到影响并发生深刻的转变，进而演变为投资范式的变革。

在资产供给端方面，高质量发展格局下投资模式从重资产转向轻资产，融资结构从债权转向股权，进而形成了稳定、风险较小的债权类资产供给减少，高波动的权益类资产供给增加，也因此推升了市场的波动率。

随着经济增速放缓，中国A股市场的投资目的与估值方式或已在发生转变——从“高景气投资”到“价值投资”，从相对估值到绝对估值。这一变化也对应着未来股票市场红利策略将逐渐成为一类核心的长期配置策略。

在投资组合方面的理念也将随着市场波动率的提升而发生变化——从规避波动到直面波动，在未来投资中要更加注重配置的分散，以及对单一资产波动风险的“对冲”。

2024年资产配置方面，海外转向降息周期，资产估值进入顺风环境，我们认为美债黄金从中长期配置角度来看或已处于牛市当中，在欧美经济软着陆的中性假设下，欧美股市整体也偏向积极，呈缓慢震荡上行走势。国内经济稳健、温和复苏的环境下，国内资产配置将紧密围绕着“稳”和“进”两个方向展开。预计2024年债牛仍将延续，10年期国债收益率中枢有望下行至2.5%附近。预计股市方面指数有望向上温和修复但空间相对不高，A股结构性机会为主，继续围绕着“杠铃”型配置的“稳”（低波红利策略为“压舱石”）与“进”（科技成长主题为高弹性进攻端配置）两端寻找机会。

行业方面建议关注电信运营商、煤炭、石油石化、公用事业等低估值高股息行业；以及传媒、通信、计算机、电子等行业、AI相关、或其他不断涌现的科技创新领域的机会。

⊕风险提示：海外经济硬着陆，国际形势超预期变化，海外再通胀及货币政策重新收紧，国内政策力度及经济复苏不及预期，地产下行压力超预期。

内容目录

1. 当前我国面临的投资范式变化	3
1.1. 高质量发展趋势下的投资范式转变	3
1.2. 新发展格局下的资产供给特征变化	3
1.3. A股估值方式转变	4
1.4. 随着投资范式转变，红利策略的吸引力将逐渐上升	5
1.5. 投资组合的理念变化	6
1.6. 全球化投资视野	6
2. 估值环境顺风，国内经济稳健、温和复苏	7
2.1. 美联储货币政策转向，资产估值端迎来顺风环境	7
2.2. 国内经济温和、稳健复苏，欧美经济软着陆	8
3. 2024年资产配置展望	8
3.1. 美债收益率下行，黄金上行空间打开	8
3.2. 欧美股市在软着陆场景下仍偏积极	8
3.3. 国内债牛延续，10年期国债收益率或将下行至2.5%附近。	9
3.4. A股指数震荡小幅上扬，继续关注“杠铃”配置	9
4. 风险提示	10

图表目录

图 1: 经济增长换挡带来的投资范式变化	3
图 2: 2019 年以来 A 股 IPO 募资规模显著增加 (亿元)	4
图 3: 截至 2023 年三季报上证综指及科创板上市公司资产负债率对比 (整体法, %)	4
图 4: 美股高股息指数与大盘走势 (基数为 100)	5
图 5: 中证红利指数与沪深 300、创业板指走势 (基数为 100)	5
图 6: 华宝行业轮动模型显示 2023 年行业轮动速度频繁升值历史高位	6
图 7: 2020 年以来, 全球主要股票市场涨跌幅差异较大且均经历了较大幅回撤 (%)	7
图 8: 美联储 2023 年 12 月议息会议点阵图变化	7
图 9: 中美利差逐渐收窄 (%)	9

1. 当前我国面临的投资范式变化

1.1. 高质量发展趋势下的投资范式转变

随着我国经济增速放缓、经济发展模式变化等趋势日益明显，我国正迎来一场投资范式的变革——经济发展特征、投资者的特征、企业行为特征、股市估值模式及收益模式等特征都将受到影响并发生深刻的转变（如图 1 所示）。

图 1：经济增长换挡带来的投资范式变化

		高速增长阶段	高质量发展阶段
经济特征	增速	相对较高	有所放缓
	杠杆率	加速扩张	扩张放缓或收缩
投资者特征	资产负债表	扩张	停止扩张或收缩
	风险偏好	较高	降低
	投资目标	高收益、高波动	稳健低波
	投资期限	短久期	长久期
股市特征	高成长行业体量	规模较大、不断涌现	规模减少
	估值模式	相对估值法 (PE、PEG、PB等)	绝对估值法 (现金流/股利贴现模型)
	收益类型	资本利得	股息收益
	变现路径	买卖交易价差	持有获取定期分红
	交易特征	短线、高换手率	长线、低换手率
企业特征	发展阶段	成长期	成熟期
	利润分配	再投资	分红

资料来源：华宝证券研究创新部

1.2. 新发展格局下的资产供给特征变化

投资模式从重资产转向轻资产，融资结构从债权转向股权，进而形成了稳定、风险较小的债权类资产供给减少，高波动的权益类资产供给增加，也因此推升了市场的波动率。

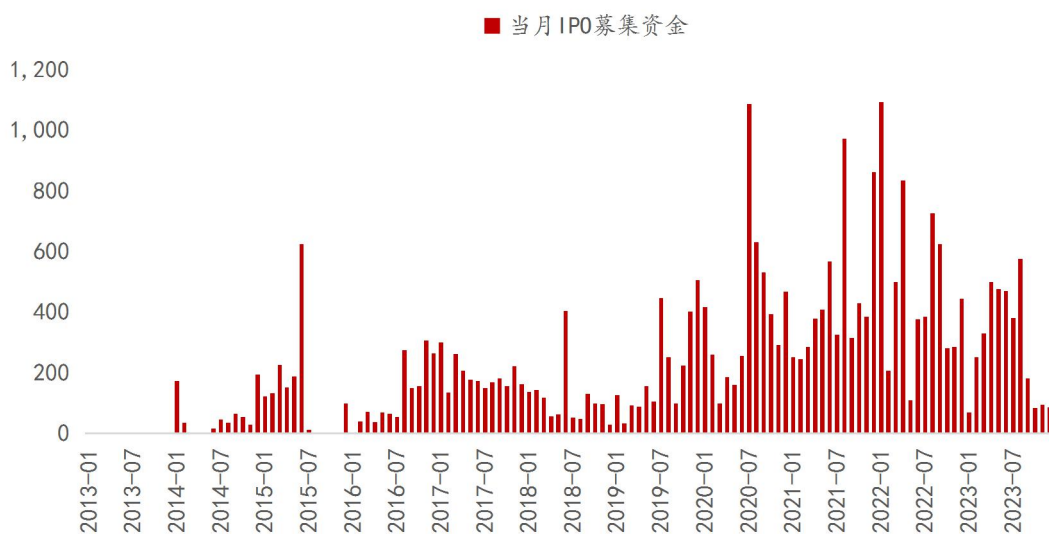
在中国经济高速发展阶段，侧重于对体量较大的领域进行大规模的投资拉动经济增长，如基建、地产及传统制造业领域，属于重资产型发展模式。企业发展的标志性路径之一就是在于通过做大资产规模，形成规模效应及“护城河”优势。

不过，随着近年来中国逐渐转向高质量发展，互联网、科技创新等轻资产行业在政策的大力支持和鼓励下迎来了飞速发展，这类企业的核心竞争力来自于科技研发、人才资源，品牌营销等。

从资产的角度来看，重资产和轻资产的差异也体现在债权和股权的比例方面，重资产企业由于具有较多资产抵押物，更易于进行债权融资，可以为市场提供更多稳定、风险较小的优质债权类资产；而轻资产行业往往以股权占比为主，权益资产的波动风险相对较高。

从权益市场近几年的发展来看也印证了这一趋势。随着注册制的试点、落地以及 2019 年科创板的成立，为科技创新型领域企业提供了更加便利的融资渠道，根据 Wind 统计，2019 年 7 月-2023 年 12 月，A 股股权融资规模显著提升，IPO 数量达到 1826 家，融资规模超过 2.15 万亿元。

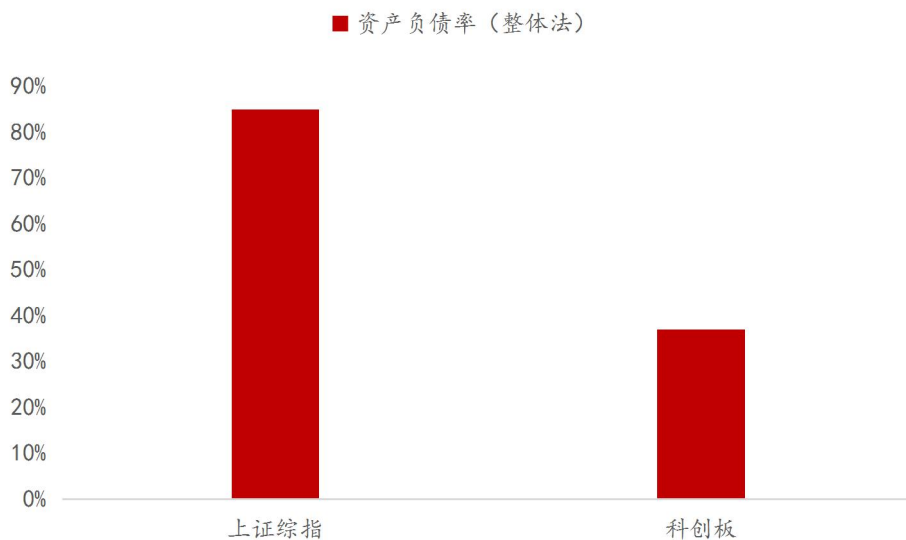
图 2：2019 年以来 A 股 IPO 募资规模显著增加（亿元）



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

此外，从资产负债结构来看，上证主板市场的资产负债率（整体法）为 85%，科创板仅为 37%，科技创新型企业以股权融资为主的特征也较为明显。

图 3：截至 2023 年三季报上证综指及科创板上市公司资产负债率对比（整体法，%）



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

1.3. A 股估值方式转变

从绝对估值法及相对估值法的比较来看，绝对估值法对于企业的长期盈利能力和折现因子的测算极为复杂和困难，过去市场更多的采用较为简单的相对估值法。

目前，中国 A 股市场的投资目的与估值方式或已在发生转变——从“高景气投资”到“价值投资”，从相对估值到绝对估值。

中国经济高速增长阶段的“高景气投资”与相对估值法。在此阶段，展现出较高成长性的行业较多、体量较大，即使是食品饮料这类行业也能由于居民的消费力上升、消费升级、企业

市占率提高等因素迎来较长时期的高景气发展阶段。市场主要根据行业展现出的高景气度、高成长性以相对估值法进行估值，同时由于内外部增量资金的不断入市及市场情绪的推动，容易导致行业或个股估值的波动被放大。

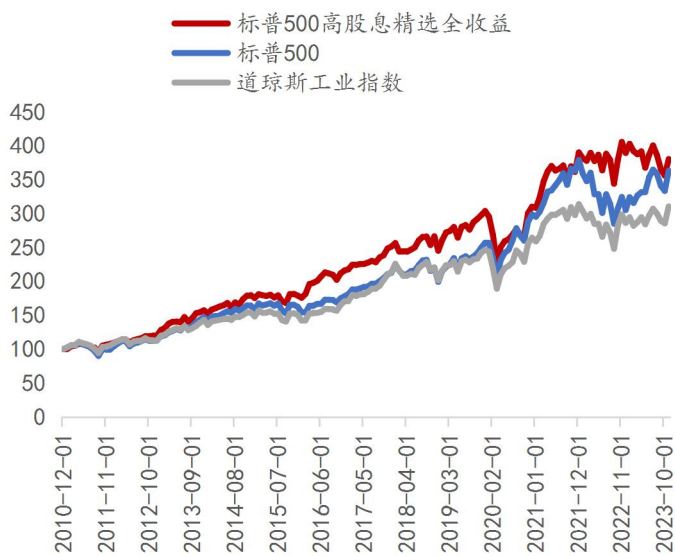
随着经济增速的放缓，绝对估值法及真正的“价值投资”或将逐渐成为主流。中国经济体量大幅增长后，经济增速及居民收入增长逐渐放缓，许多行业的成长性也逐渐降低，并转变为成熟或周期性行业，高景气行业体量逐渐减少，且沿用相对估值法可能会导致估值预测准确性下降。一方面，高景气赛道变少，成熟企业越来越多，“价值投资”（在成熟企业创造较为稳定的利润价值过程中，长期持有其股票并分享利润收益）的路径也将越来越宽。随着投资者专业度的不断提高，为了提高估值精确度和更稳定的投资机会，对越来越多成熟型行业采用绝对估值法，并以此进行“价值投资”或将逐渐成为未来 A 股市场的主流投资逻辑。

1.4. 随着投资范式转变，红利策略的吸引力将逐渐上升

2022 年，红利策略的吸引力主要在于短期防御性价值，但是 2023 年以来，高股息策略有望逐渐演变为一类核心的长期配置策略。

从投资收益的角度来看，红利策略的长期收益并不明显弱于大盘，且具备低的回撤特征，长期持有体验相对较好。无论是美股还是 A 股，高股息策略自 2011 年以来整体呈跑赢大盘的趋势，且总体回撤更小，仅在大牛市上涨阶段跑输大盘。

图 4：美股高股息指数与大盘走势（基数为 100）



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 5：中证红利指数与沪深 300、创业板指走势(基数为 100)



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

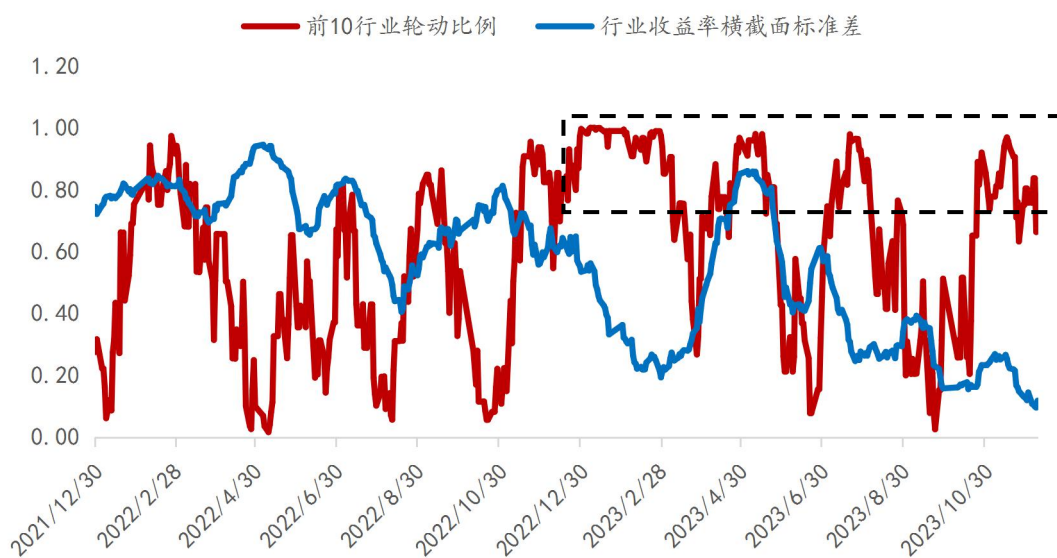
从长期视角来看，获取稳健现金流的高股息策略更符合长期投资理念。在经济增长放缓及低利率环境下，收益率预期不断下滑；股市中具有高成长特征的行业将逐渐减少，高成长投资的难度也将加大；当前全球经济、地缘政治的不确定性增加，导致市场潜在波动风险上升；投资者对于资产预期收益率也普遍降低，拥有高股息和稳健分红的成熟上市公司吸引力将明显提升。

这一变化也有望推动越来越多上市公司转向通过增加分红来吸引投资者，与投资者分享投资回报，强化股市的投资属性而非投机属性，利于股市形成更加良性的投资环境，并形成红利策略的扩容。

1.5. 投资组合的理念变化

从规避波动到直面波动，在未来投资中要更加注重配置的分散，以及对单一资产波动风险的“对冲”。一方面，当前全球宏观环境处于复杂的变局期，未来不确定因素增加，市场波动性增强；另一方面，随着市场有效性的提高，具备高成长性的行业体量减少，优质行业板块估值提升的速度更快，形成了行情短、轮动快特征（见图6）。波动明显上升并非只是一时的，因此，押注单一资产，或对某类资产单边做多、博弈成长性的策略将面临较高的回撤风险，需要更加注重分散化配置，以及“对冲”工具的运用。

图6：华宝行业轮动模型显示2023年行业轮动速度频繁升值历史高位



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

在投资组合的分散层面，可以在固收、红利策略等压舱石型配置的基础上，增加多资产、全球化等多元化资产配置方式，降低单一资产的波动风险对投资组合的影响。

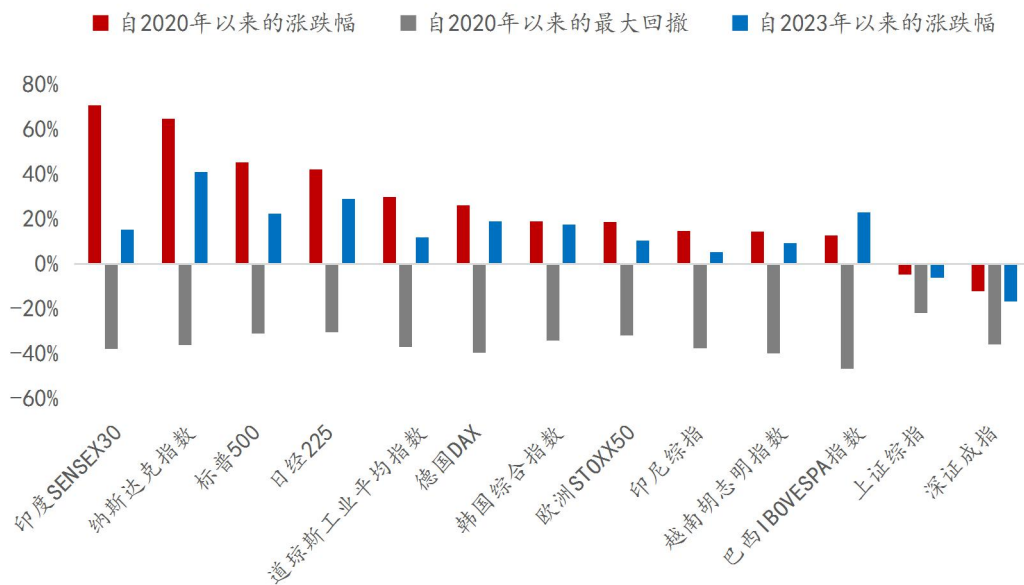
在对冲风险层面，通过对衍生品、量化等工具的运用，对冲单一资产的市场波动风险。单一资产在使用对冲工具降低波动风险后，也能够起到进一步平抑投资组合波动风险的作用。

1.6. 全球化投资视野

当前，全球经济增长动能逐渐放缓，贸易保护主义及逆全球化趋势抬头，地缘冲突风险上升，外部环境复杂多变，不确定性明显增加；同时，随着中国经济增速逐渐放缓，投资回报率有所降低，意味着想要寻求更高收益，就要借助全球化投资手段，拓宽获取超额收益的投资渠道。

2020年以来（截至2023年12月20日），全球主要股票市场在不同年份中涨跌差异较大，但相同的是都经历了较大幅的回撤，除上证综指外，其他主要股指期间最大回撤均超过30%。

图 7：2020 年以来，全球主要股票市场涨跌幅差异较大且均经历了较大幅回撤(截至 2023.12.20, %)



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

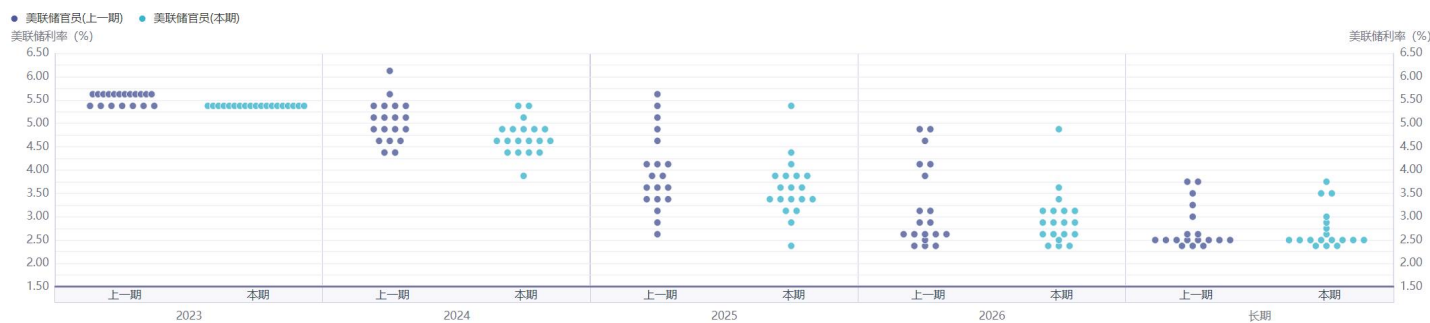
可见，在当前全球复杂多变的环境下，押注单一市场很难以避免遇到较大幅度的波动风险。对投资者而言，适度通过 QDII 基金进行全球化配置，分散风险、增厚收益的吸引力和必要性将逐渐提升。

2. 估值环境顺风，国内经济稳健、温和复苏

2.1. 美联储货币政策转向，资产估值端迎来顺风环境

2023 年 11 月以来，美国通胀、就业等数据持续回落，显示出美联储紧缩政策对通胀的控制效果逐渐显现，通胀压力出现了明显缓和，美联储对未来货币政策的态度也发生了转变，12 月美联储议息会议的点阵图显示，美联储很可能已经结束了本轮加息，2024 年预期将降息 75BP 左右。美联储将转向降息周期，标志着大类资产估值端结束了 2022-2023 年的逆风环境，进入顺风环境。

图 8：美联储 2023 年 12 月议息会议点阵图变化



资料来源：iFinD，华宝证券研究创新部

由于各类资产除了受货币政策及流动性影响之外，还会受到供需、盈利等多种其他因素影

响，在 2024 年的顺风环境中也将表现出不同的走势。

2.2. 国内经济温和、稳健复苏，欧美经济软着陆

国内方面，2024 年中国 GDP 增速预计为 4.7%，呈温和、稳健复苏态势。根据中央经济工作会议的工作部署来看，2024 年中国经济仍将以高质量发展为核心，尤其是“以科技创新引领现代化产业体系建设”等工作部署更加明确了高质量产业、经济新增长动能对经济的“以进促稳”作用。在财政货币政策方面，均提出了“适度”，意味着经济的复苏仍是温和、稳健的，对应着“稳中求进”的基调，而非通过大规模刺激推动的激进式复苏。因此，从国内投资角度来看，也将紧密围绕着“稳”和“进”两个方向展开。

从海外情况来看，预计 2024 年欧美经济或将整体呈现出有韧性下滑的软着陆走势。2023 年以来欧美经济强于预期的势头难以持续，随着紧缩政策效果的不断显现，预计将进入软着陆式下行通道。美国经济将面临三大制约因素：第一是大选年难以持续实施宽松的财政政策；第二是居民部门超额储蓄耗尽，导致消费能力下降；第三是公司债券将陆续到期，预期较高的利息支付负担或将抑制资本投资。欧洲经济也将面临大选年，财政难以维持宽松，货币紧缩政策效应显现等制约。不过当前欧美劳动力市场仍然处于偏强运行态势，经济转向硬着陆的风险不高。因此，2024 年欧美经济或将整体呈现出有韧性下滑的软着陆走势。

对于经济基本面的具体分析逻辑详见我们 2023 年 12 月 21 日发布的《顺风稳行，迎接投资新范式——（上篇）2024 年中国宏观经济展望》，此处仅简要阐述经济基本面观点。

3. 2024 年资产配置展望

3.1. 美债收益率下行，黄金上行空间打开

根据美联储的点阵图指引，2024 年将转向降息周期，持续约 2-3 年，因而美债收益率或将进入持续至少 2 年的下行趋势中，对应着美债牛市。

此外，黄金由于利率环境改善因素驱动，上行空间打开，从中期角度看也将处于上行趋势。核心机会在于二季度前后，美联储或将释放启动降息的信号，市场对更长一段时期降息空间的计价有望推动美债及黄金的上行空间进一步打开。而在美国经济硬着陆场景下，美联储降息节奏将加快、空间也将提升，对美债、黄金这类资产将形成进一步利好。

总体来看，美债黄金从中长期配置角度来看或已处于牛市当中。风险在于全球的再通胀引发欧美央行再度加息，而这一风险目前来看概率较小。

3.2. 欧美股市在软着陆场景下仍偏积极

从分子端来看，软着陆场景下，盈利的贡献虽然减弱但仍然偏正向，再加上估值端处于顺风环境，因而在此场景下，欧美股市配置观点仍偏积极，呈现震荡上涨的走势。

从风险的角度看，需要对硬着陆场景有所警惕，这一风险会带来短期市场大幅下行的风险，而权益市场大幅下行后，随之而来的可能是更加快节奏的降息，然后助推市场企稳。

3.3. 国内债牛延续，10年期国债收益率或将下行至2.5%附近。

从经济基本面看，在高质量发展基调下，2024年经济增长区间预计为4.5-5%，经济温和、稳健修复，且经济复苏节奏、外部环境仍然存在不确定因素扰动，经济基本面对债市而言利率上行风险相对较低。

从资金面看，经济内生修复动能不强，扩信用仍需资金面偏松，且地方政府化债等问题也需要偏宽松流动性支持，资金盘预计将维持合理充裕。

从政策面看，根据中央经济工作会议“促进社会综合融资成本稳中有降”的表述来看，2024年大概率还将有降准降息，我们预计LPR降息幅度将在10-30BP，降准空间在50BP左右。

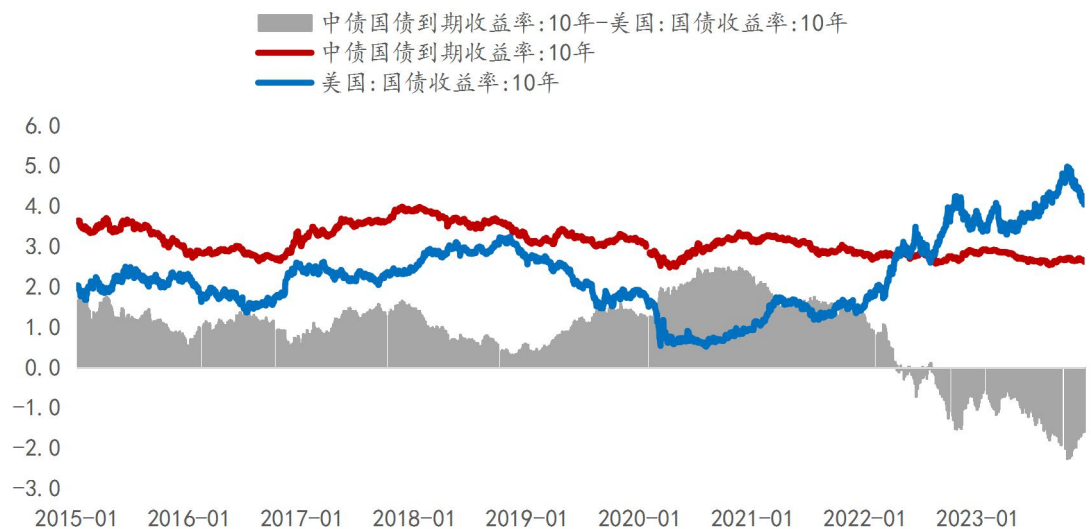
预计2024年债牛仍将延续，10年期国债收益率中枢有望下行至2.5%附近，三季度前后或为利率低点，有望阶段性下破至2.4%附近。配置上，利率债长短端均有较高的配置价值，资金面的波动或为短债带来更多的交易机会；信用债方面，信用利差处于相对低位，进一步收窄的空间较小，不过由于债市整体收益率中枢的下移，票息策略仍然具有较强的吸引力，中高等级信用债的配置价值较高，信用下沉方面建议以1年以内短久期配置为主。

3.4. A股指数震荡小幅上扬，继续关注“杠铃”配置

从基本面来看，经济修复仍存波折的情况下，尚难以形成A股进入大牛市的强预期，对指数仍需保持耐心与信心，以寻找结构性机会为主。

从资金面来看，尽管中美利差趋于收窄，但现阶段仍然为负值，这意味着海外的降息对国内资产来说主要意味着利空消退，中国资产吸引力的明显增强尚需等待中美利差回正。预计股市仍偏向于结构性行情为主，指数有望向上修复但空间相对不高。由于经济复苏仍然面临一些挑战，我国经济温和复苏的局面下，需要适应现阶段高质量发展特征、适度降低收益预期。

图9：中美利差逐渐收窄（%）



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

从风格策略上来看，继续围绕着“杠铃”型配置的“稳”与“进”两端寻找机会。

“进”——科技成长主题为高弹性进攻端配置。由于中央经济工作会议对高质量发展、科

技术创新的表述更加积极，中央经济工作会议中“要大力推进新型工业化，发展数字经济，加快推动人工智能发展”等表述，AI 对应的 TMT 等方向仍将有较大的政策支持以及成长空间，建议关注**传媒、通信、计算机、电子**等行业，以及**AI 相关、或其他不断涌现的科技创新领域的机会**。

“稳”——低波红利策略为“压舱石”。低波红利策略既具备一定的防御型配置属性，又具备稳健获取分红回报的特征，从长期逻辑来看，有望成为未来较长一段时期 A 股市场的核心配置策略之一。从行业方面建议关注**电信运营商、煤炭、石油石化、公用事业**等低估值高股息行业。

4. 风险提示

海外经济硬着陆，国际形势超预期变化，海外再通胀及货币政策重新收紧，国内政策力度及经济复苏不及预期，地产下行压力超预期。

分析师承诺

本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体建议或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

风险提示及免责声明

- ★ 华宝证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格。
- ★ 市场有风险，投资须谨慎。
- ★ 本报告所载的信息均来源于已公开信息，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。
- ★ 本报告所载的任何建议、意见及推测仅反映本公司于本报告发布当日的独立判断。本公司不保证本报告所载的信息于本报告发布后不会发生任何更新，也不保证本公司做出的任何建议、意见及推测不会发生变化。
- ★ 在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本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承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。
- ★ 本公司秉承公平原则对待投资者，但不排除本报告被他人非法转载、不当宣传、片面解读的可能，请投资者审慎识别、谨防上当受骗。
- ★ 本报告版权归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何组织或个人不得对本报告进行任何形式的发布、转载、复制。如合法引用、刊发，须注明本公司出处，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。
- ★ 本报告对基金产品的研究分析不应被视为对所述基金产品的评价结果，本报告对所述基金产品的客观数据展示不应被视为对其排名打分的依据。任何个人或机构不得将我方基金产品研究成果作为基金产品评价结果予以公开宣传或不当引用。

适当性申明

- ★ 根据证券投资者适当性管理有关法规，该研究报告仅适合专业机构投资者及与我司签订咨询服务协议的普通投资者，若您为非专业投资者及未与我司签订咨询服务协议的投资者，请勿阅读、转载本报告。