

Alpha, GO!——2024 年大类资产配置展望

报告要点:

● 宏观层面无法对资产配置提供有效线索:

- 1) 严谨按周期来说, 明年应该在一个 risk-on 的阶段;
- 2) 但打底的宏观周期的斜率足够平, 类似于 2012~2013H1, 因此, 低风险资产所面临的风险和高风险资产所面临的机遇都十分有限。

● 按照标准情形, 股债商都被限制在一个十分局限的空间里, 发生趋势性变化的可能性不大:

- 1) 10Y 国债收益率区间应为 2.6~2.75%, 这个趋势也许足够平, 经济往下走一点, 政策会封住收益率的下行空间, 经济往上走一点, 市场长期预期的空间也没有打开;
- 2) 相应地, 权益市场全盘发生变化的可能性也有限, 上证指数应以震荡为主, 上市公司利润周期性走出负增长的泥潭可能是一个关键的边际变化;
- 3) 商品按说是引领经济走出通缩循环最为重要的线索, 但目前看, 供应过剩的经济形态限制了商品的向上斜率。

● 相应地, 二者确定性的阿尔法机会分别是城投债、二永债和微盘指数、半导体:

- 1) 从我们的观察看, 近几年稳定政府信用的这个目标甚至超过了周期性稳增长的目标, 因此, 明年预计依然有偏强的化债及再融资债替代的力度, 这导致名单内城投债的风险状态几乎明牌;
- 2) 票息应是明年债券市场的主要收益点, 目前二永债的利差水平和城投等价齐观, 当前银行的资本充足率存在分化, 但二永债存在进一步下潜到中小型城商行的机会;
- 3) 回溯历史可以发现, 当宏观基本面的弹性偏弱, 场内资金偏向于存量博弈时, 微盘股一般都会有超额收益。毕竟在流动性多于具体机会的情况下, 短时难以证伪且股价有弹性的微盘股最为受益;
- 4) 如果全球的宏观景气在一个周期底部, 将会推动半导体行业业绩出现一些带有弹性的修复, 这可能是来年股票市场中夏普比率十分合适的机会。

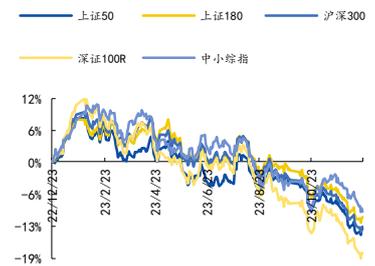
● 即使市场都在平衡状态, 各个市场所面临的赔率也不一样, 赔率从低风险市场到高风险市场依次递减, 多资产账户可以在仓位上略为 risk-on:

- 1) 债券市场所潜在的赔率偏大, 其潜在情境是政策目标明显转向防风险, 且如果一旦有政策制约资金流动、限制资金杠杆, 利率可能会面临基本面可解释范畴之外的意外上升;
- 2) 股票市场的预期外收益空间来自于房地产降速的明显下降, 预期外风险的空间来自于财政退潮带来的融资断崖, 目前衡量下来, 股市的潜在收益要更高一些;

主要数据:

上证综指:	2914.78
深圳成指:	9221.31
沪深 300:	3337.23
中小盘指:	3456.94
创业板指:	1825.84

主要市场走势图



资料来源: Wind

相关研究报告

- 《宏观与大类资产周报: 向左走, 向右走》
2023.12.17
- 《宏观与大类资产周报: 一带一路值得琢磨》
2023.12.10

报告作者

分析师	杨为敦
执业证书编号	S0020521060001
邮箱	yangweixue@gyzq.com.cn
电话	021-51097188
分析师	孟子君
执业证书编号	S0020521120001
邮箱	mengzijun@gyzq.com.cn
电话	021-51097188

3) 商品市场的预期外收益空间来自于美联储，如果美联储出现比预期更加猛烈的降息，则可能推动商品的上升斜率更为陡峭。

● 在 2024 年，主动宏观策略的收益可能下降，对多资产账户来说，我们的操作建议有二：

1) 底仓建议更加阿尔法，债券市场在风控允许的范围内，考虑在城投和二永上下潜信用，且增加仓位，股票市场则优先配置微盘指数，以及带有周期属性的科技赛道（如半导体）；

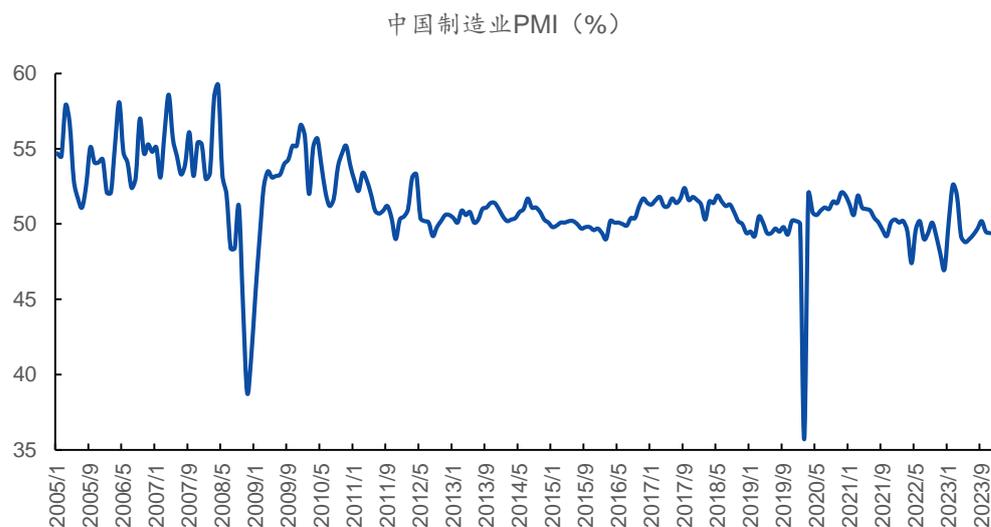
2) 在没有观察到监管政策、美联储政策及地产斜率有超预期情况的状态下，在贝塔层面下反复交易短时的资本利得。

风险提示：地缘政治风险超预期；全球经济衰退超预期；国内政策不及预期。

1. 宏观层面无法对资产配置提供有效线索

严谨按周期视角来讲，2024 年国内经济处于复苏期，各资产应该按照 risk-on 的思路进行交易。如果我们从 PMI 角度来看经济周期的话，大概 3~4 年一个周期，本轮周期开始于 2022 年 11 月，2023、2024 年经济处于复苏期。照此思路，在资产配置上，我们应该按照 risk-on 思路交易，即偏好风险资产，即股票，规避无风险资产，即债券。

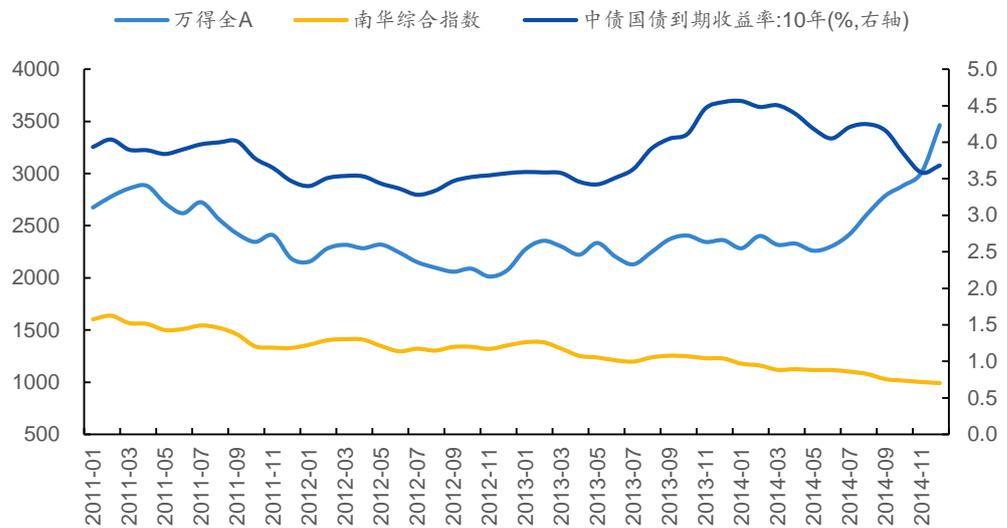
图 1：从 PMI 角度来看经济周期，2023、2024 年经济处于复苏期



资料来源：Wind，国元证券研究所

但不同于以往周期的是，本轮经济复苏期的斜率足够平，类似于 2012~2013H1，因此，低风险资产所面临的风险和高风险资产所面临的机遇都十分有限。从一级配置的角度去讲，在宏观足够平的情况下，无论是 A 股、国债、还是商品，都没有显著的机会。这个时候对投资者而言确实会比较艰难，因为是没有 β 层面的势能借力的。其实历史上我们也经历过这种时期，即 2012~2013H1，回溯那段时间的资产表现，可以看到各资产都是不温不火的状态，这也从侧面佐证了我们的观点。

图 2：2012~2013H1，各资产都是不温不火的状态



资料来源：Wind，国元证券研究所

2. 各资产交易更多是“螺狮壳里做道场”

按照标准情形，股债商都被限制在一个十分局限的空间里，发生趋势性变化的可能性不大。

2.1 10Y 国债收益率区间应为 2.6~2.75%：

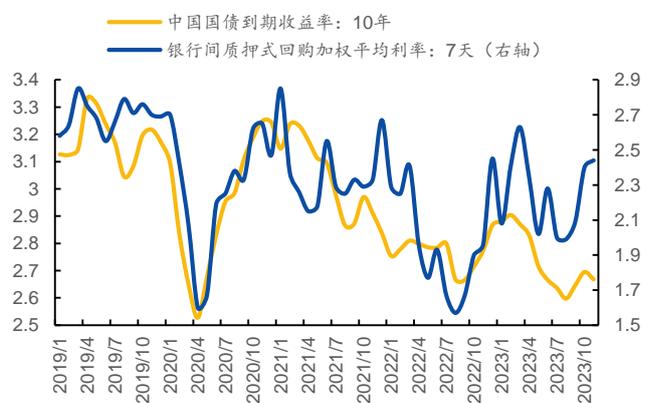
预计 10Y 国债收益率的波动区间很窄。长端国债是对经济预期的反映，其走势基本由房地产和库存共同决定。在国内的地产周期和库存周期都走平的环境下，长端利率也失去了大幅波动的基础。具体而言，其向上的阻力是不言而喻的，毕竟市场对经济长期增长预期空间的打开，不是一朝一夕的事情；而向下同样面临阻力：一是经济基本面本就已经平稳，即使短时出现向下，政策也会发力从而封住收益率的下行空间，二是短端利率水平对长端利率提供了支撑。

图 3：长端利率与经济名义增速密切相关



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 4：短端利率水平对长端利率提供了支撑（%）



资料来源：Wind，国元证券研究所

交易层面，2024 年长债收益率的窄幅波动决定了投资者获取资本利得的难度增加，交易上建议更多采取“高抛低吸”的策略，具体而言，在接近 2.6%及以下时做空，在接近 2.75%及以上时做多。当一些事件性原因驱动 10Y 国债收益率因情绪因素跳出目标区间时，都是交易的良好时机，这些事件包括但不限于：降准政策、地产利好政策、财政刺激政策。

2.2 上证指数以窄幅震荡为主：

2024 年的经济增长速度可能会比 2023 年有所回落，这种回落是技术性的，正因 2022 年经济基数偏低的问题，导致 2023 年大约 1.1% 的经济增长是由低基数所导致，如果按照景气度变平去预测，2024 年经济增长可能在 4.2% 附近，再叠加上我们对 PPI 的预测，在 2024 年末，我们所对应的中国经济名义增长率可能在 1.7% 附近。

此外，如果货币政策保持平稳，金融周期可能也不会出现太多变化，因此，狭义社会融资总量的增长速度在 2024 年预计会保持在 8%-9% 之间。一方面，如果整个经济基本面的压力下降，这会导致 2024 年货币政策不一定大幅宽松，金融周期向上的空间应是极为有限的；另一方面，若经济平稳，那企业部门的融资需求不会出现大幅回落，这也限制了金融周期向下的空间。如果偏稳的金融周期落实在市场估值上，2024 年 A 股市场整体估值也不会出现太大幅的变化。

如果按照这个预测去估计，权益市场在 2024 年也许不会发生太大程度的指数变化，全年可能会以震荡为主。

图 5：A 股业绩取决于经济的名义增长率



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 6：A 股 PE 与流动性增速密切相关



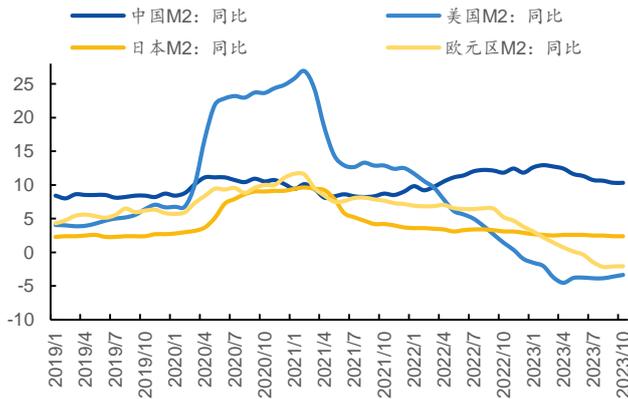
资料来源：Wind，国元证券研究所

其实除了流动性水平以外，风险偏好同样会影响股市的估值水平，但是风险偏好一是难以预测，二是波动较大，虽然它也会影响股市的走势，但这种影响更多是偏短期的，并不会改变市场原本的运行轨迹。因此，我们不妨暂时不考虑其影响。但是如果市场因为短时风险偏好的改变而偏离正常区间时，会带来比较好的交易性机会，比如因印花税调整、地产限购放松等政策出台而带来的市场调整。

2.3 商品周期向上的弹性也是非常有限的：

本轮商品周期的反弹更多来自于金融属性的重塑，而非需求的好转。自2023年5月起的商品价格的反弹更多是因为美元贬值而带来的全球M2增速的上行，与实体需求改善的关系不大。而这种靠汇率变化推升的商品价格的变化一定是弱逻辑，其带动的商品向上的弹性也应该有限。

图 7：全球主要经济体的 M2 并未大幅扩张



资料来源：Wind，国元证券研究所

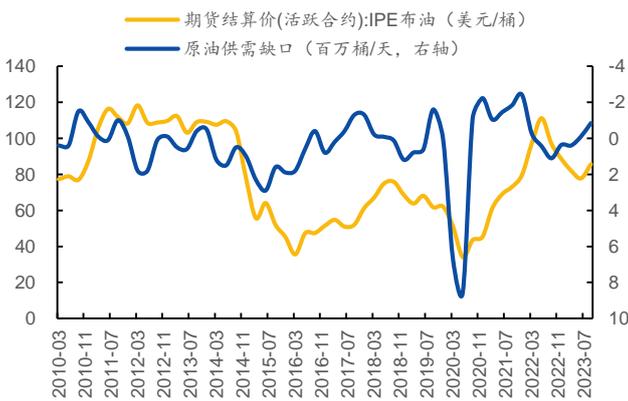
图 8：2023 年 5 月以来美元贬值



资料来源：Wind，国元证券研究所

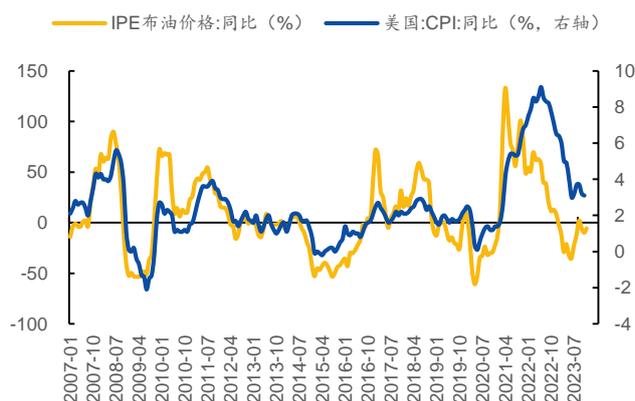
往后来看，无论是金融环境，还是供需条件，都限制了商品的向上斜率。美元贬值对商品的拉动一定没有全球放水大，但如果美国通胀在能源价格的支撑下居高不下的话，美联储开启降息的时间大概率会晚于市场预期，这意味着新一轮商品的强周期不会出现在 2024。同时，从供需角度来看，我国的工业产能利用率再次回到与 2014 年相仿的状态，这也制约了商品向上的弹性。

图 9：油价后续上行的概率偏大



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 10：油价上行会对美国通胀带来支撑



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 11：我国的工业产能利用率再次回到与 2014 年相仿的状态



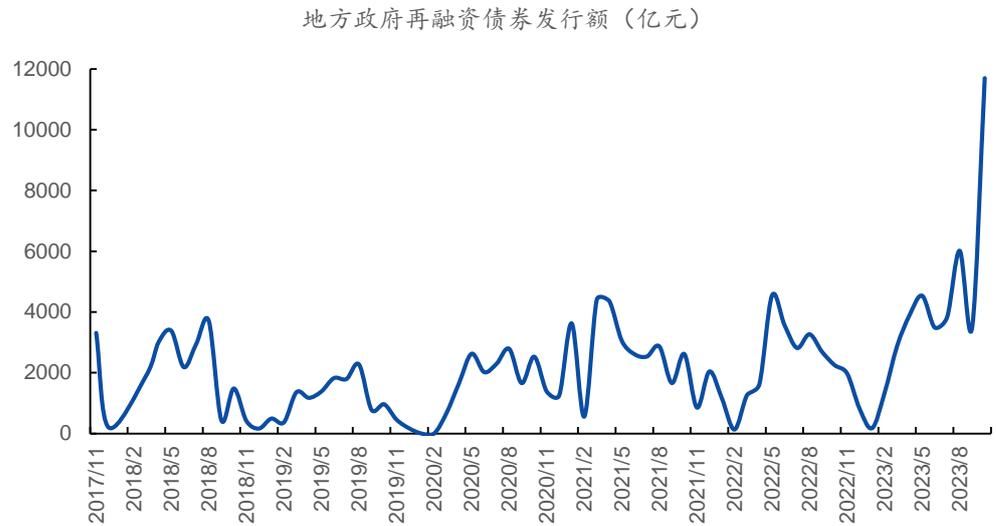
资料来源：Wind，国元证券研究所

3. α 角度：债市推荐城投债、二永债，股市推荐微盘指数和半导体行业

一旦债券市场的资本利得空间不大，债券市场的超额收益就要更多靠信用利差。

我们观察到，近几年稳定政府信用的这个目标甚至超过了周期性稳增长的目标，而且近期多次重要的政府会议都透露出 2024 年仍是防风险的重要一年，地方债务风险化解仍是政府工作的重点。在这种政策导向下，预计 2024 年依然有偏强的化债及再融资债替代的力度，这导致名单内城投债的风险状态几乎明牌。建议城投债在风控允许的范围尽量进行信用下潜。

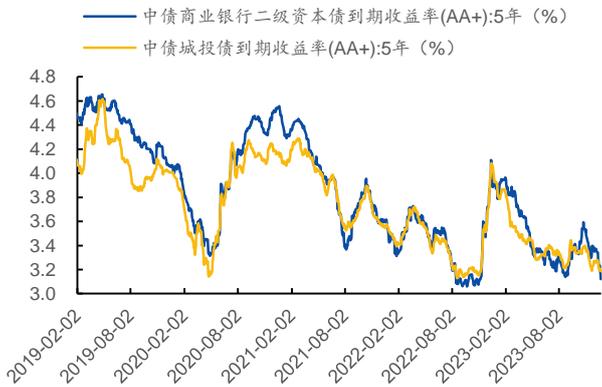
图 12：地方债务风险化解仍是政府工作的重点



资料来源：Wind，国元证券研究所

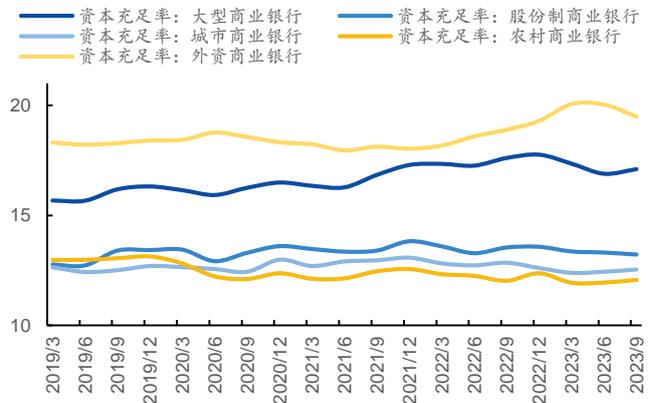
利差相对有空间且安全性尚可的除了城投外，还有二永债。目前二永债的利差水平和城投等价齐观，此外，当前城商行及以上的银行资产充足率在稳定或改善的状态之中，风险其实可控，因此，若我们有空间在二永债上下潜到中小型城商行，也是一个比较确定的获取超额收益的机会。

图 13：二永债的利差水平和城投等价齐观



资料来源：Wind，国元证券研究所

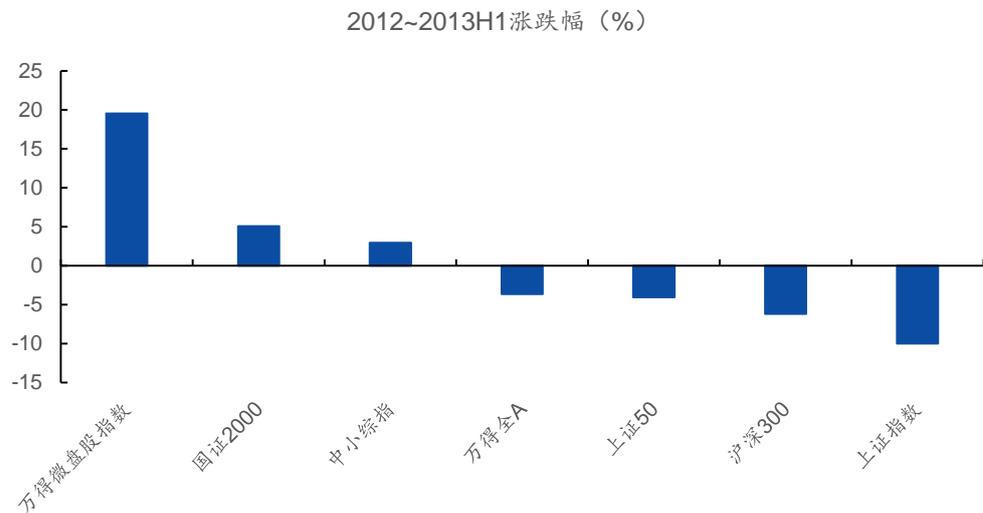
图 14：各银行资产充足率情况 (%)



资料来源：Wind，国元证券研究所

预计 2024 年 A 股会维持震荡格局，但仍存在所谓的结构性机会，即微盘股，这与 2022~2013H1 非常相似。回溯历史可以发现，当宏观基本面的弹性偏弱，场内资金偏向于存量博弈时，微盘股一般都会有超额收益。毕竟对于微盘股来说，其行情高度和流动性相关而非与自身业绩相关。在流动性多于具体机会的情况下，流动性一般会寻找短时难以证伪或股价有弹性的赛道去抱团，而微盘股正好符合这两个特征。

图 15：2022~2013H1 微盘股超额收益显著

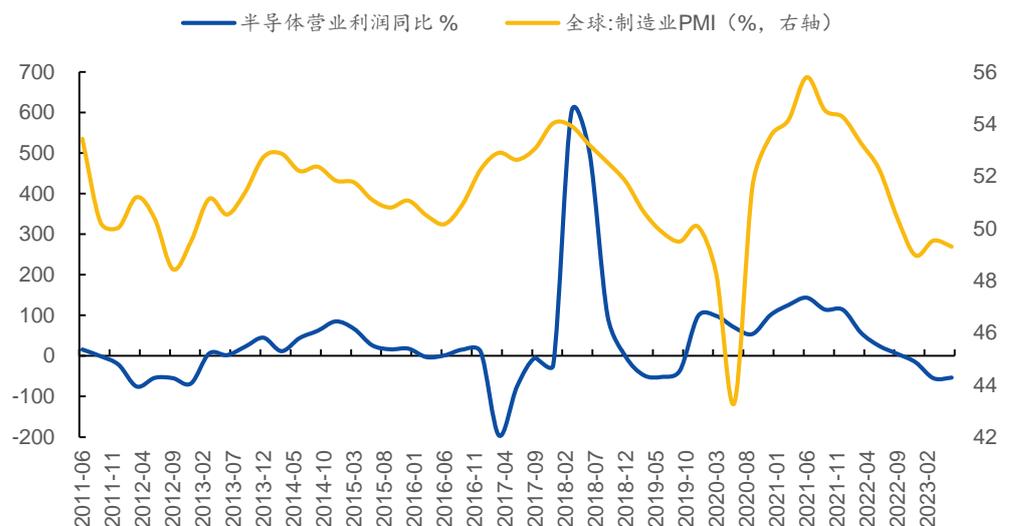


资料来源：国元证券研究所

关于行业配置，主要是考虑分化的问题。我们从两个角度进行推荐：一是考虑价格便宜且基本面尚可，如半导体；二是考虑政策支持，主要是科技类，如 AI、云计算。

其中，半导体作为一个高度全球化的产业，其业绩表现与全球经济景气度密切相关：如果全球经济周期向上，对半导体的需求就会增加，半导体行业的业绩就会出现上行；反之亦然。当前全球景气度已经由跌转平，这将会推动半导体行业业绩出现一些带有弹性的修复，这可能是来年股票市场中夏普比率十分合适的机会。而且，AI、云计算等新兴技术的迅猛发展对半导体产业也有推动作用。

图 16：半导体业绩与全球经济景气度密切相关



资料来源：Wind，国元证券研究所

4. 平衡态下各资产的赔率亦有差异

即使市场都在平衡状态，各个市场所面临的赔率也不一样，赔率从低风险市场到高风险市场依次递减，多资产账户可以在仓位上略为 **risk-on**：

- 1) 债券市场所潜在的赔率偏大，其潜在情境是政策目标明显转向防风险，且如果一旦有政策制约资金流动、限制资金杠杆，利率可能会面临基本面可解释范畴之外的意外上升；
- 2) 股票市场的预期外收益空间来自于房地产降速的明显下降，预期外风险的空间来自于财政退潮带来的融资断崖，目前衡量下来，股市的潜在收益要更高一些；
- 3) 商品市场的预期外收益空间来自于美联储，如果美联储出现比预期更加猛烈的降息，则可能推动商品的上升斜率更为陡峭。

5. 配置建议

在 2024 年，主动宏观策略的收益可能下降，对多资产账户来说，我们的操作建议有二：1) 底仓建议更加 α ，债券市场在风控允许的范围内，考虑在城投和二永上下潜信用，且增加仓位，股票市场则优先配置微盘指数，以及带有周期属性的科技赛道，如半导体；2) 在没有观察到监管政策、美联储政策及地产斜率有超预期情况的状态下，在 β 层面下反复交易短时的资本利得。

投资评级说明:

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	预计未来 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	预计未来 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来 6 个月内, 行业指数表现劣于市场指数 10%以上
卖出	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力, 本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论, 结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式, 指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司(以下简称“本公司”)在中华人民共和国境内(香港、澳门、台湾除外)发布, 仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告, 则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议, 国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况, 以及(若有必要)咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下, 本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责声明

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究所联系。 网址: www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥	上海
地址: 安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址: 上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编: 230000	邮编: 200135
传真: (0551) 62207952	传真: (021) 68869125
	电话: (021) 51097188