

2024 年半年度大类资产配置

——经济微暖，风险偏好回升

2024 年 5 月 28 日

宏观经济

深度报告

分析师	康明怡 电话：021-25102911 邮箱：kangmy@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480519090001
分析师	孙涤 电话：010-66555181 邮箱：sundi-yjs@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480523040001

投资摘要：

海外：美国下半年为传统消费旺季，衰退概率不大。高收入增速显著下降，低收入增速高位稳定，为典型的后周期特征。实际人均可支配收入同比已低于 CPI，预计消费动能略有减弱。银行信贷有所放宽，利于投资反弹，企业利息支出占 GDI 处于历史低位。4 月非农不及预期，主要来自地方政府就业新增下降，而周期性行业就业已持续 4 个月处于低位。一季度新订单增多，客户库存下降，部分商品补库存逻辑顺畅。根据历史经验，美国 ISM 制造业 PMI 低于 45 即为经济危机，目前暂无忧虑。但商品消费有所回落，补库存带来的边际改善可持续性并不明朗。我们仍认为衰退是推迟而不是没有。最早降息节点可参考核心 CPI 环比跌落 0.4% 这一平台，如连续一个季度稳定在 0.2%~0.3%。欧洲降息先于美国降息几成定局。

利率方面，美国十年期国债利率维持下限 3.65~3.85% 和上限 4.6~4.75%。股市方面，美股短期风险不大，但类似 1997-2000 年的长期趋势泡沫再次出现。历次泡沫湮灭均与货币政策收紧有关，鉴于美联储进入降息通道，去年四季度我们从中性谨慎转为中性，中性是对泡沫的警惕，去掉谨慎是目前没有流动性问题。黄金行情可持续至 9 月。除去市场广泛接受的地缘政治、货币政策等因素，以往特朗普参选年，黄金行情均可持续至 9 月。

配置方面，建议适度增配 2 年期以内的利率短债；美股维持仓位，不建议加仓，密切关注短期资金流动性；黄金仓位不减。

国内：去年年底预期的出口回暖带动制造业投资回升的观点正在兑现。但海外数据尚不支持补库存以外的转暖逻辑，回暖幅度不会太大。受政策托举，地产相关的金融系统性风险显著下降，对 GDP 的拖累略好于去年或持平。基数效应下，消费增速不及去年。GDP 5% 的目标仍需积极的宏观政策支持。目前出台的政策为去年 12 月中央经济工作会议精神的落地措施，有较强的一致性。低通胀为宽松的财政货币政策提供了长期稳定的可行环境。

资产方面，建议适度高配 A 股，一为以上证 50 为代表的蓝筹股。蓝筹股的整体表现与经济周期有高度相关性，并略有领先。随着地产政策陆续落地，地产相关的金融系统性风险显著下降，风险偏好有所提升。美股在次贷危机后的触底也是与确认地产相关的系统性风险显著下降有关。二为政策重点支持的科技创新。

风险提示：美国大选落地前后，特朗普的对外政策可能与当前政府有所不同；国内需求不足导致经济放缓。

目 录

1. 国际环境：全球制造业景气度略有回暖，欧美经济发展不均衡.....	5
1.1 商品制造部分进入补库存阶段，景气度边际改善，利好国内出口	5
1.2 美国消费动能略有减弱，仍可支撑经济，投资和政府支出加速	6
1.3 二三季度非农总量无忧，就业市场紧绷程度继下降.....	9
1.4 服务通胀粘性仍存，年内降息必要性下降	11
2. 出口提振，地产政策频出，国内经济微暖.....	13
2.1 海外需求略有回暖，带动出口及相关制造业投资	13
2.2 消费增长不及去年，但仍对经济有正向贡献.....	14
2.3 政策托底，地产系统性风险显著降低	14
2.4 低通胀环境为宽松的财政货币政策提供稳定预期	14
2.5 经济政策有较强延续性.....	15
3. 去年至今市场表现.....	16
3.1 国内市场	16
3.2 海外市场	17
3.3 产品市场	18
4. 大类资产配置观点.....	20
4.1 海外资产配置：适度高配短期美债	20
4.2 国内资产配置：适度增配风险资产	21
4.3 国内资产：适度减配利率债，增配固收+.....	23
相关报告汇总.....	23

插图目录

图 1： 英美加制造业 PMI 基本越过 50 荣枯线.....	5
图 2： 欧洲主要国家制造业 PMI 有所好转，德国略落后	5
图 3： 英美服务业 PMI 仍在扩张区间.....	5
图 4： 欧盟主要国家服务业 PMI 回升明显.....	5
图 5： 美国 ISM 分项显示补库逻辑顺畅	6
图 6： 日韩出口底部回升明显（%）	6
图 7： 历史上美国制造业 PMI 低于 45 才经济危机.....	6
图 8： 家庭部门杠杆率较低（左：十亿美元，右%）	7
图 9： 家庭总负债同比增速（%）	7
图 10： 家庭部门债务偿还占比处于低位（%）	7
图 11： 十二月移动平均收入同比增速（四分位）（%）	7
图 12： 实际人均可支配收入同比（%）	7
图 13： 服务类消费加速，商品消费略有回落	7
图 14： 赌博娱乐就业恢复迅速（千人）	8
图 15： 建筑业投资处于相对高位	8

图 16: 州和地方政府支出增长略有加速	8
图 17: 企业杠杆高位缓降（疫情期间除外）（%）	9
图 18: 银行信贷放松（%）	9
图 19: 企业利息负担极低，利润率处于历史高位（%）	9
图 20: 总体就业紧绷程度继续下降，接近疫情前（%）	10
图 21: 扣除医疗与政府，岗位空缺数下降明显高于总量（千人）	10
图 22: 各行业岗位空缺数 1（2020 年 2 月=100）	10
图 23: 各行业岗位空缺数 2（2020 年 2 月=100）	10
图 24: 非农环比新增（千人）	10
图 25: 扣除医疗和政府就业，非农环比新增（千人）	10
图 26: 商品价格继续下降，服务价格再次加速（%）	12
图 27: 一季度核心通胀环比均为 0.4%（%）	12
图 28: 原油价格反弹（美元/桶）	12
图 29: 房价反弹（%）	12
图 30: 联邦政府利息支出迅速增长（%）	12
图 31: 欧洲通胀粘性相对较小（%）	12
图 32: 出口订单回暖	13
图 33: 国内出口与海外需求（%）	13
图 34: 出口与制造业投资大致同步（%）	13
图 35: 服务业消费增长具有可持续性（%）	13
图 36: 商品房销售金额累计值（亿元）及累计同比（%）	14
图 37: 房地产开发投资累计值（亿元）及累计同比（%）	14
图 38: 4 月新增社融低于前两年（亿元）	15
图 39: 社融存量同比（%）	15
图 40: 中长期贷款同比（%）	15
图 41: 各期限利率（%）	15
图 42: 2023/1-2024/5A 股重要指数走势（2024/5/23）	16
图 43: 2023/1-2024/5A 股风格指数走势	16
图 44: 2023 年各行业年度涨幅	17
图 45: 2024 年初至今各行业涨幅（2024/5/23）	17
图 46: 2023 年至今国债到期收益率表现	17
图 47: 2023 年至今美股主要指数表现（2024/5/23）	17
图 48: 2023 年至今（2024/5/23）美股各行业涨幅	18
图 49: 2023 年至今美国国债到期收益率（2024/5/23）	18
图 50: 近三年基金份额变化	18
图 51: 城投债信用利差	20
图 52: CREFI 指数成分基金平均股票仓位走势	20
图 53: 标普 500 长期趋势	20
图 54: 标普 500 再次处于长期趋势泡沫中	20
图 55: 美国短期流动性平稳（%）	21

图 56: 美十债利率模型 (%)	21
图 57: Comex 期货结算价 (美元/盎司)	21
图 58: 上证 50 与经济波动高度相关	22
图 59: 上证 50 估值仍处于低位	22

表格目录

表 1: 2023 年基金收益率表现	19
表 2: 2024 年至今 (2024/5/23) 基金收益率表现	19
表 3: 大类资产配置建议	22

1. 国际环境：全球制造业景气度略有回暖，欧美经济发展不均衡

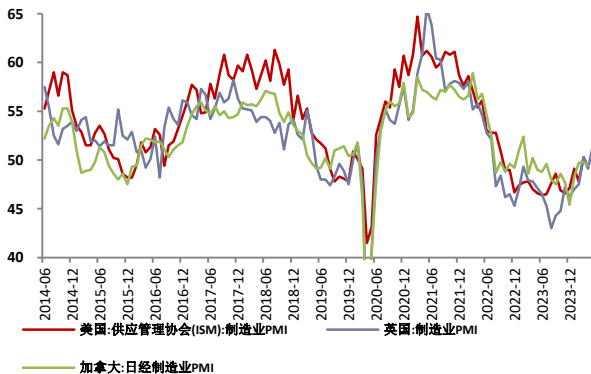
去年至今，商品冷服务热是全球经济普遍现象。美国家庭负债健康是其经济不陷入衰退的重要支撑。投资止跌，劳动力市场虽紧绷程度下降，但仍较为紧张。下半年为传统消费旺季，年内衰退概率不大。

1.1 商品制造部分进入补库存阶段，景气度边际改善，利好国内出口

从 2023 年三季度起，欧美制造业 PMI 有筑底迹象。2024 年一季度商品制造部分进入补库存阶段，欧美制造业 PMI 大部分达到荣枯线以上。3 月，美国 ISM 制造业 PMI 首次进入扩张区间，从库存分项来看，制造业新订单增多，客户库存下降，补库存逻辑顺畅（图 5）。从历史经验来看，PMI 的周期一般为 2-3 年；从国际贸易链条看，韩日本出口从底部回升明显，贸易流通转暖（图 6）。另一方面，美国商品消费有所回落，补库存带来的边际改善的可持续性尚不明朗。

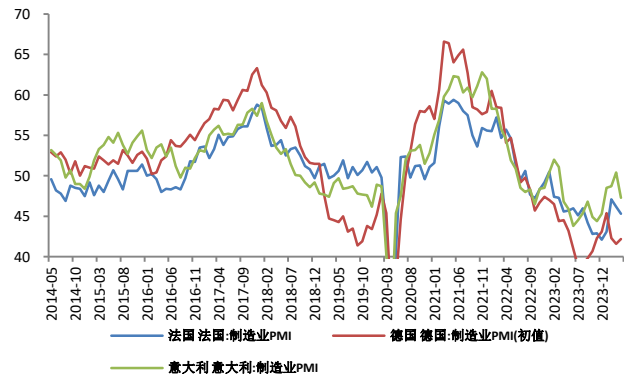
欧洲服务业一季度 PMI 普遍出现回暖，美国服务业虽略有下降，但长期处于 50 以上（图 3、4）。根据历史经验，制造业 PMI 低于 45 即为经济危机（图 7），美国经济暂无衰退忧虑。

图1：英美加制造业 PMI 基本越过 50 荣枯线



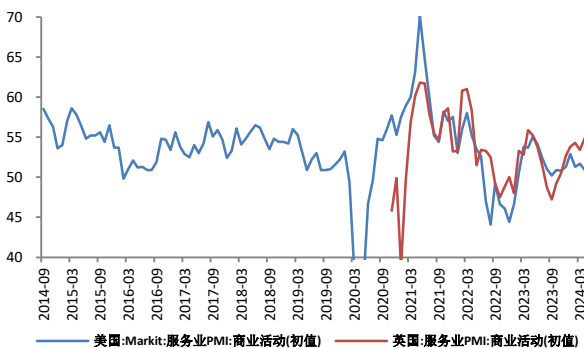
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图2：欧洲主要国家制造业 PMI 有所好转，德国略落后



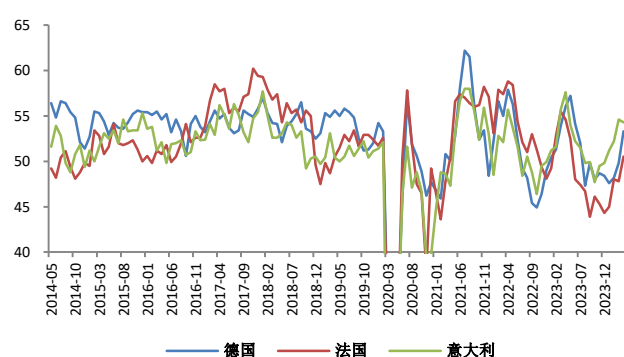
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图3：英美服务业 PMI 仍在扩张区间



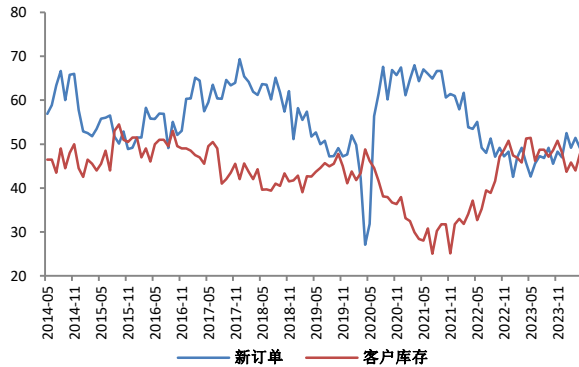
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图4：欧盟主要国家服务业 PMI 回升明显



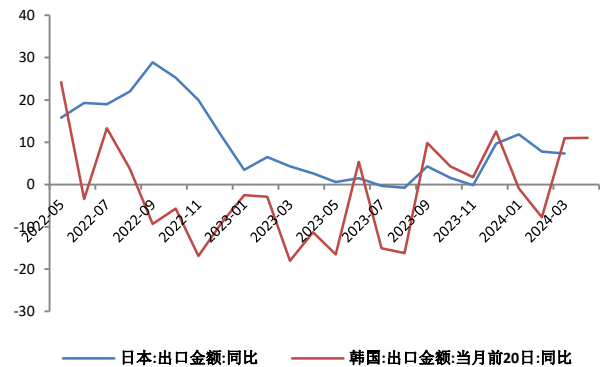
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图5：美国 ISM 分项显示补库逻辑顺畅



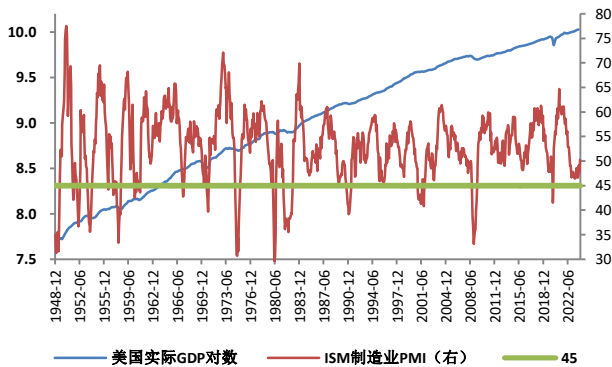
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图6：日韩出口底部回升明显（%）



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图7：历史上美国制造业 PMI 低于 45 才经济危机



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

1.2 美国消费动能略有减弱，仍可支撑经济，投资和政府支出加速

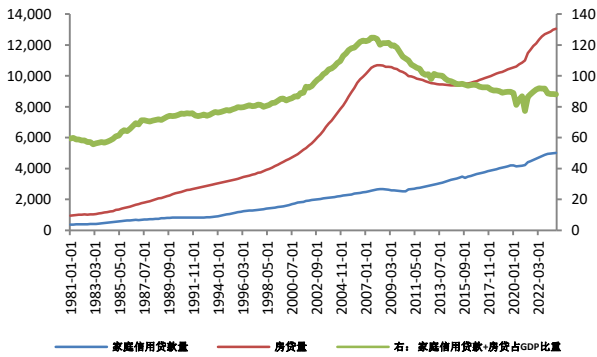
负债端对消费能力总体不构成压制。家庭部门总杠杆率与 2001 年持平（图 8），可承受当前利率水平，甚至更高。从债务增速看，信用贷款增量放缓，家庭债务同比显著下降（图 9）。从实际债务负担看，由于存量房贷在 2020 年低位进行置换，房贷实际债务负担极低，助力家庭部门债务偿还占比总负担处于历史最低位。2023 年四季度，消费信贷偿还占比为 5.78%，也未触及历史经验阈值 6%（图 10）。

收入端：中高收入增速显著下降，低收入增速高位稳定，为经济周期中后期的典型特征（图 11）。实际收入同比不及 CPI，与岗位空缺数居高不下，服务业恢复速度不减相吻合。由于空缺数总量仍显著（图 32），服务业尚有增长空间。本轮经济周期中，低收入阶层名义收入与高收入均大幅增长，这与前两次经济周期完全不同，是支撑消费的重要原因之一。注意到实际人均可支配收入同比已低于 CPI，综合来看，预计年内消费动力略有减弱，但整体仍旧尚可。

美国服务类消费增速未减，商品消费超预期止跌。欧美消费更受服务消费影响，前期服务就业节奏限制消费恢复速度，服务消费继续稳步回升。受耐用品消费环比超预期影响，商品消费超预期止跌。三四季度为传统消费旺季，赌博娱乐业近两月就业恢复良好，或预示三季度旅游旺季消费可期（图 14）。

投资与政府支出提振美国经济总量。受基建法案影响，建筑类投资一直处于高位。随着房价攀升，地方政府收入增长带动政府支出加速增长。

图8：家庭部门杠杆率较低（左：十亿美元，右%）



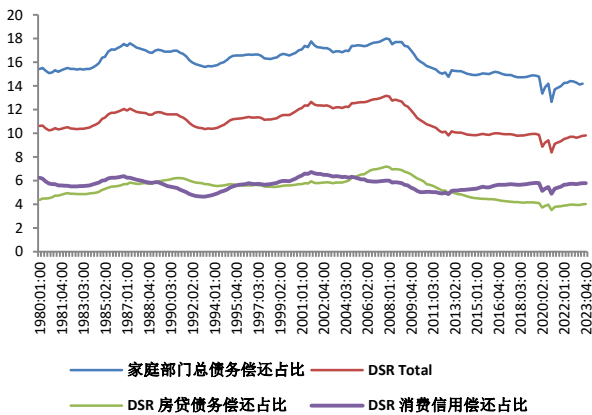
资料来源：美联储，东兴证券研究所

图9：家庭总负债同比增速（%）



资料来源：美联储，东兴证券研究所

图10：家庭部门债务偿还占比处于低位（%）



资料来源：美联储，东兴证券研究所

图11：十二月移动平均收入同比增速（四分位）（%）



资料来源：美联储，东兴证券研究所

图12：实际人均可支配收入同比（%）

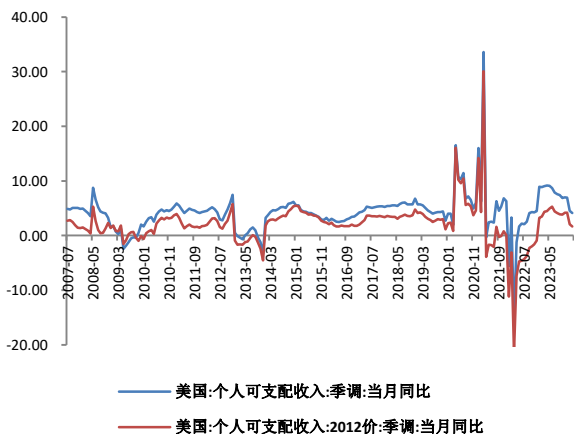
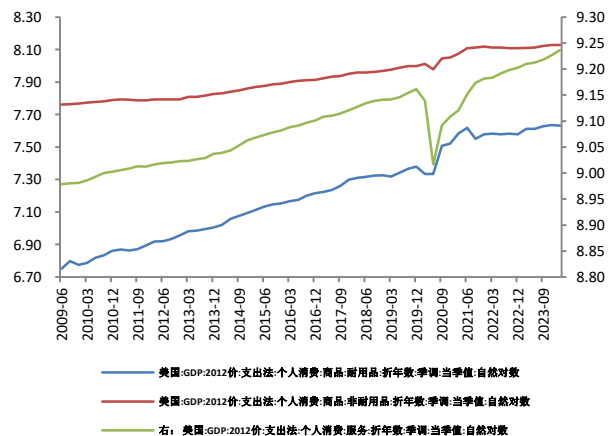
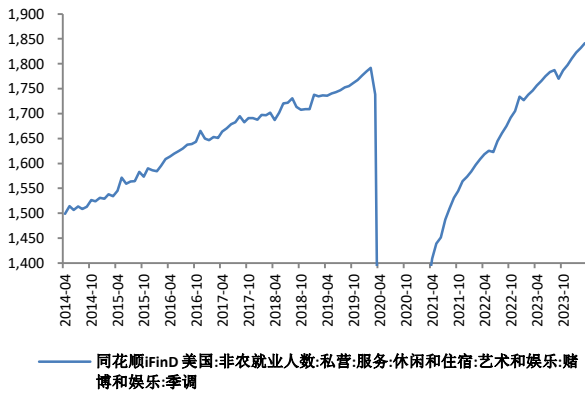


图13：服务类消费加速，商品消费略有回落



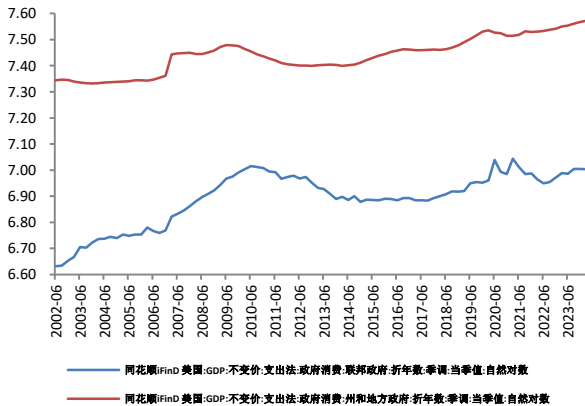
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图14：赌博娱乐就业恢复迅速（千人）



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图16：州和地方政府支出增长略有加速

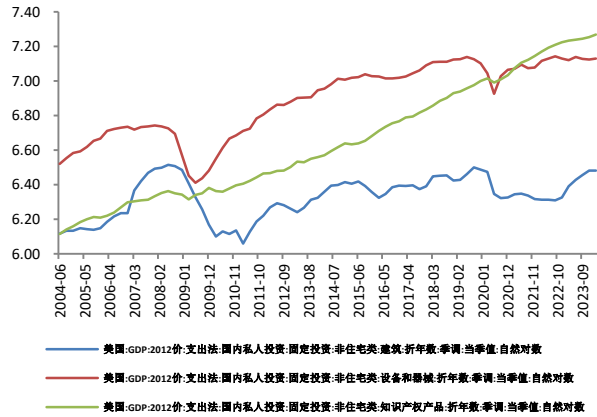


资料来源：iFinD，东兴证券研究所

金融环境有所放宽，利率对企业债务和盈利影响很小。疫情后企业杠杆稳定下降（图 17），债务并未对企业盈利产生压制。银行信贷从去年四季度起明显放宽，利于投资反弹（图 18）。利率升高对位于较高位的企业杠杆尚未产生压力，企业利息支出占 GDI 比处于历史低位，利润仍处于历史较高水平（图 19）。利率升高对存量企业贷款/债券的影响是逐年显现的（如 3~5 年更新贷款利率），与 08 年次贷危机不同（次贷利率每年更新）。企业部门杠杆高位，未来对利率敏感度远高于家庭部门。可以预见，明年利息支出占比将会略有回升，但离前期平均水平尚远，企业债务较难对经营产生压制。

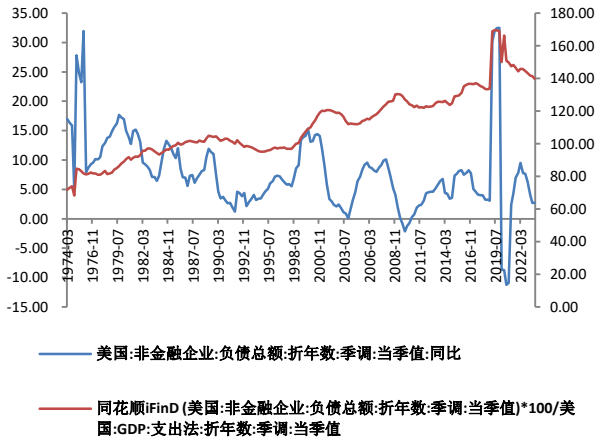
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图15：建筑业投资处于相对高位



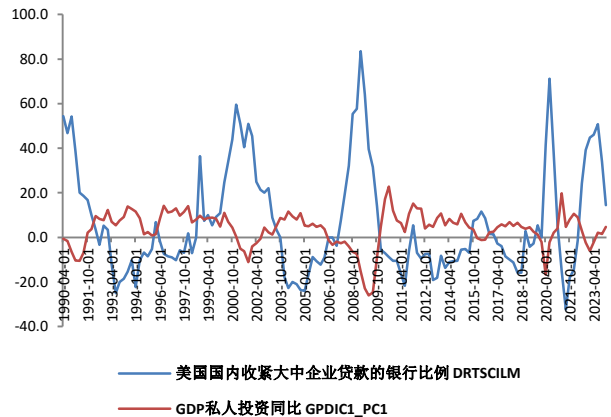
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图17：企业杠杆高位缓降（疫情期间除外）（%）



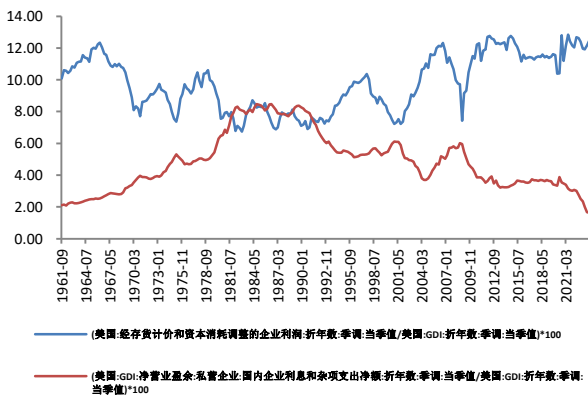
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图18：银行信贷放松（%）



资料来源：FRED，东兴证券研究所

图19：企业利息负担极低，利润率处于历史高位（%）



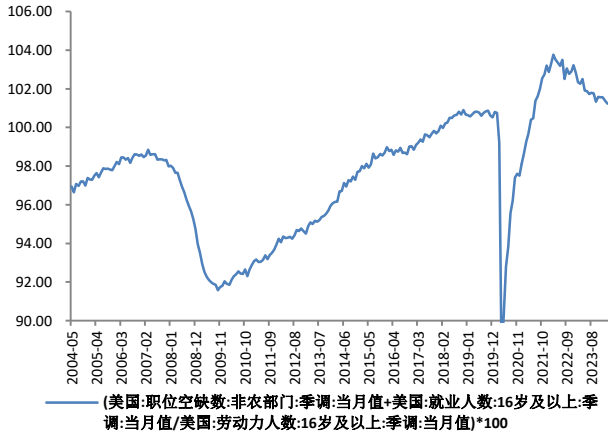
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

1.3 二三季度非农总量无忧，就业市场紧绷程度继下降

二三季度美国非农总量无忧，就业市场紧绷程度继续下降。以岗位空缺数与非农总和衡量就业市场总需求，以劳动力人数代表供给方，需求仍显著高于供给，二三季度就业无忧。3月需求供给比例从疫情后期高点降至101.23%，非常接近疫情前高点100.91%，紧绷程度继续下降（疫情前2019~20年2月，美国就业市场处于历史上较为紧绷的时期），但短期难以降至合理范围（图20）。3月部分行业岗位空缺数持续显著低于疫情前，如贸易运输和能源（86%）和零售（74%）；显著高于疫情前的有医疗（155%）、制造（142%）；建筑出现明显下降（91%）（图22、23）。虽然4月非农不及预期，但一季度非农主力行业，政府、医疗、餐饮的岗位空缺数没有趋势性下降（图23），预计短期非农总量仍较为强劲。

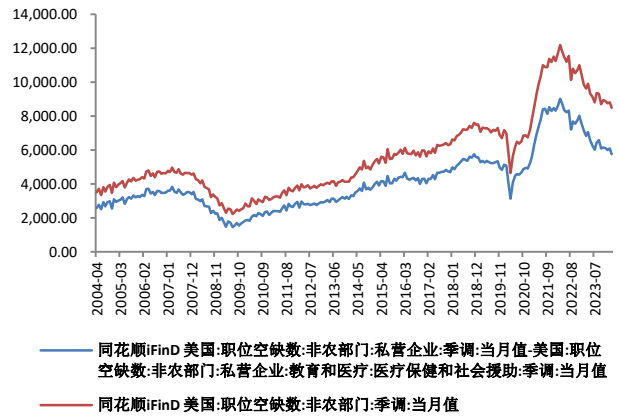
周期性行业就业略显低迷。一季度就业集中在周期不强的医疗和政府行业，两者占非农总量约25%，对非农影响显著。扣除后，3月岗位空缺数回落明显快于总量，非常接近疫情前（图21），非农新增也处于历次经济周期较低水平（图24、25），与服务业PMI回落相吻合。本轮周期不排除政府和医疗对其他行业的挤出效应，但可部分解释总量数据与个人体感之间的差异。就业数据在经济周期中一般属于滞后项，降息仍由通胀主导，只要年内通胀继续下行趋势，小幅降息仍可在选择范围内。

图20：总体就业紧绷程度继续下降，接近疫情前（%）



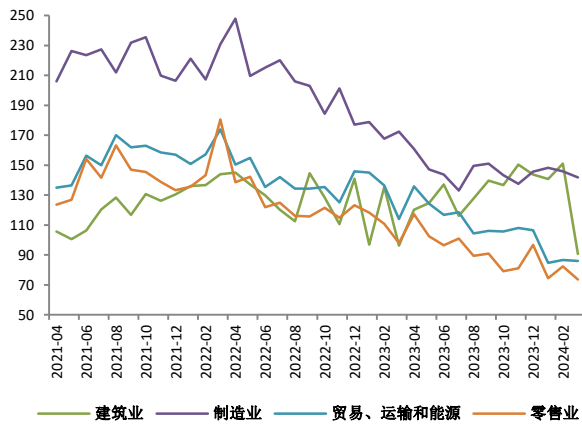
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图21：扣除医疗与政府，岗位空缺数下降明显高于总量（千人）



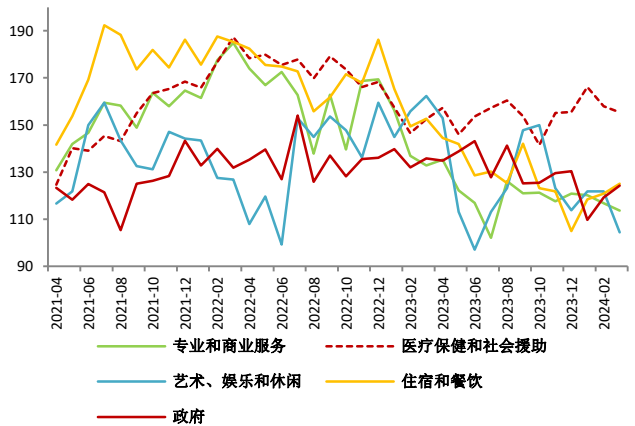
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图22：各行业岗位空缺数 1（2020 年 2 月=100）



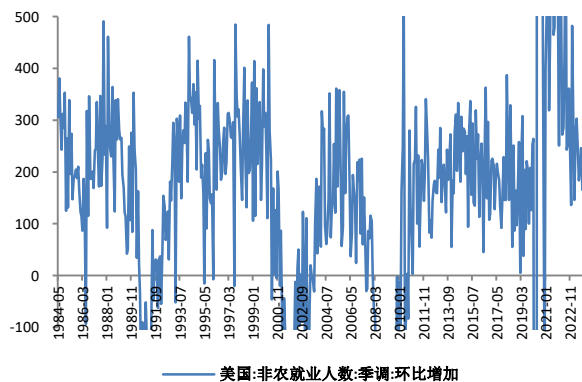
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图23：各行业岗位空缺数 2（2020 年 2 月=100）



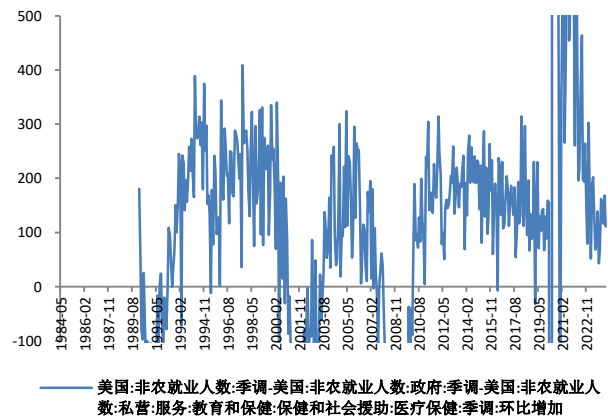
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图24：非农环比新增（千人）



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图25：扣除医疗和政府就业，非农环比新增（千人）



资料来源：iFinD,东兴证券研究所

1.4 服务通胀粘性仍存，年内降息必要性下降

我们从 2020 年始贯穿本轮疫情周期的通胀观点有二：一、通胀维持高位的时间比美联储预期的要长；二、通胀回落的幅度比美联储预期的要小。长期通缩环境使得欧美货币财政政策对通胀略显麻痹，易于过度宽松。政府机构忽视了次贷危机和本次疫情危机的区别，忽视了地产恢复了对利率的敏感度。此外，地缘冲突刺激原油上涨，延长了通胀时间。从背景和触发缘由看，当前通胀形势为 70 年代的快进版。经济易通缩体质消失，通胀中枢或抬升至 2.5%。

商品通胀继续缓降，服务通胀粘性明显。过去一年实体经济呈现商品冷服务热的经济现象体现在价格上，表现为商品价格继续下降，服务通胀粘性明显（图 26）。由于原油价格反弹（图 28），通胀下降阻力增大。住宅价格端，房价仍维持高位（图 29）；供给端，住宅市场存量房屋数太少，住宅市场处于紧平衡状态；收入端，失业率较低；政策端，美联储一直给予今年降息预期，四重因素均支撑房价。叠加非住宅服务类价格环比加速，显示通胀粘性明显。虽然美联储强调它更看重 PCE，但 PCE 的数据来源与 CPI 一致，区别主要在于链式加权公式略有不同。公式的差别导致 PCE 并没有 CPI 灵敏，从预测角度，CPI 优于 PCE。

二三季度降息无望。我们去年四季度关于今年降息节奏的观点逐步得到印证：即最早不会早于 5 月，首先考虑降息 50bp 而不是 75 或者 100bp。一季度非农和通胀均较强，二季度不会降息已被市场接受。无论劳动力市场还是房地产市场，虽有所缓和但仍处于紧绷状态，叠加拜登政府推出的基建法案，建筑业也进入相对繁荣期，过早降息可能会引起后期通胀反弹。最早的降息节点可参考核心 CPI 环比跌落当前 0.4% 这一平台的时间点，比如连续 2 个月维持在 0.2%~0.3%（图 27）。

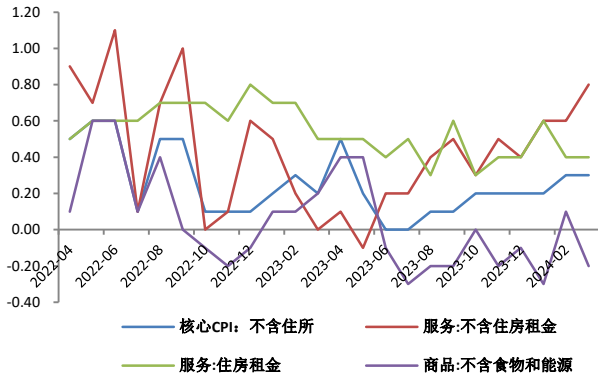
政策利率离中性利率并不远，降息必要性进一步降低。高于 2% 的 GDP 同比、高于 4% 的时薪同比，加之核心 CPI 同比在前期基数较高的情况下仍有 3.8%，远高于 1990 年以来的正常高位水平，按照 2008 年以前的政策风格美联储没有降息的理由。本轮美联储降息的诉求是在不出现衰退的前提下，政策利率能够匹配回落的通胀水平，即从限制性区域回落至略微限制~中性利率区间。从这一角度理解，若通胀不改下降趋势，今年小幅降息的概率尚存。鲍威尔之前认为目前政策利率水平明显高于中性利率水平。我们在 2020 年疫情开始时就提出，随着地产周期复苏，中性利率可能有所抬升，即目前的政策利率水平虽处于限制性区域，但离中性利率并不太远。鉴于地产市场恢复了对利率的敏感度，处于紧平衡状态而非疲软，降息幅度应更为谨慎。

适合降息的窗口很窄。从季节性特征而言，美国是消费主导的经济体，三四季度为传统消费旺季，若一二季度不出现衰退，则大概率三四季度经济表现尚可，届时通胀，特别是服务类通胀，存在反弹压力。降息拖到三季度后期至年末，可能会再次遇到通胀下行趋势减弱而经济增速维持一定水平这种不利降息的局面。

不可否认，目前联邦政府利息支出面临压力，随着存量国债陆续展期，即使政策利率有所回落，利息支出占比仍会有所上升（图 30）。历史上，80 年代初美国联邦政府利息支出长期处于 25% 以上，与此同时，美联储解决通胀的决心使得通胀开始回落。经验表明，若通胀趋势和通胀预期确定性下降，则利息支出不会成为影响经济的主要矛盾。因此，当前降息应更为谨慎。

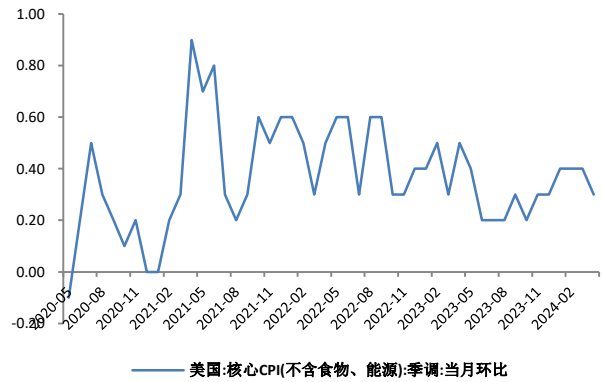
欧洲降息阻力远小于美国。不同于以往经济周期中欧洲货币政策滞后美国 1~2 个季度，本次疫情周期中欧洲财政刺激小于美国，欧洲经济基本面更为疲软，通胀的迅速下降避免了经济增长和通胀之间的两难选择（图 31），欧洲可能先于或者与美国同步降息。

图26：商品价格继续下降，服务价格再次加速（%）



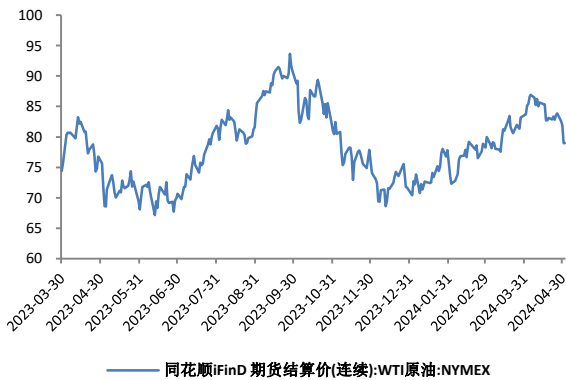
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图27：一季度核心通胀环比均为 0.4%（%）



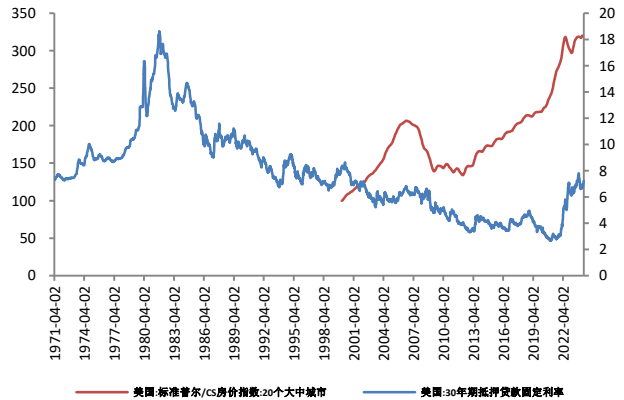
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图28：原油价格反弹（美元/桶）



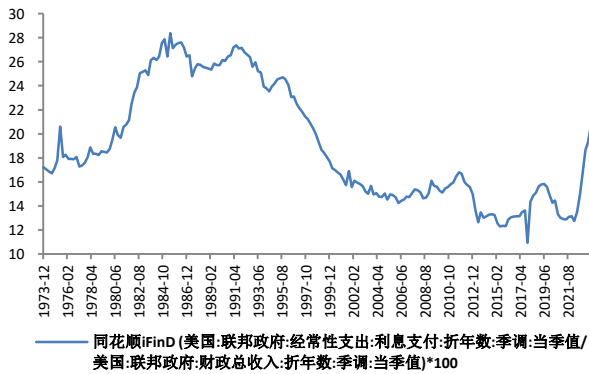
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图29：房价反弹（%）



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图30：联邦政府利息支出迅速增长（%）



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图31：欧洲通胀粘性相对较小（%）



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

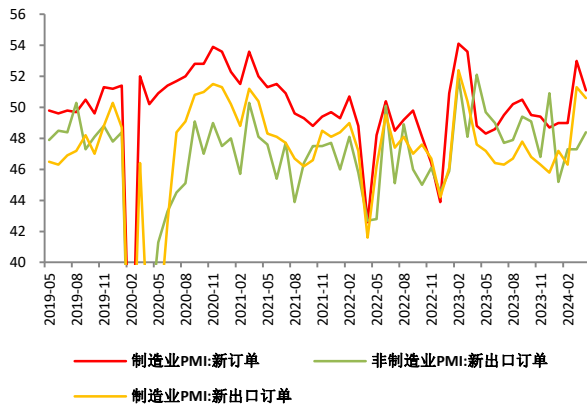
2. 出口提振，地产政策频出，国内经济微暖

受海外库存周期部分商品进入补库存阶段的影响，预计今年的出口略好于去年，但幅度不大。受新的融资、保交楼以及降息政策的托举，地产相关的金融系统性风险显著下降。由于今年上半年地产销售仍旧低迷，预计全年地产对 GDP 的拖累略好于去年或与持平。出口转暖和地产企稳将带动投资略有好转。另一方面，去年恢复性增长导致消费对经济增长贡献率达 82.5%，今年的消费基数效应下降，消费增速将不及去年。综合来看，虽然今年经济增速目标 5% 小于去年经济表现 5.2%，但仍需积极的宏观政策支持。

2.1 海外需求略有回暖，带动出口及相关制造业投资

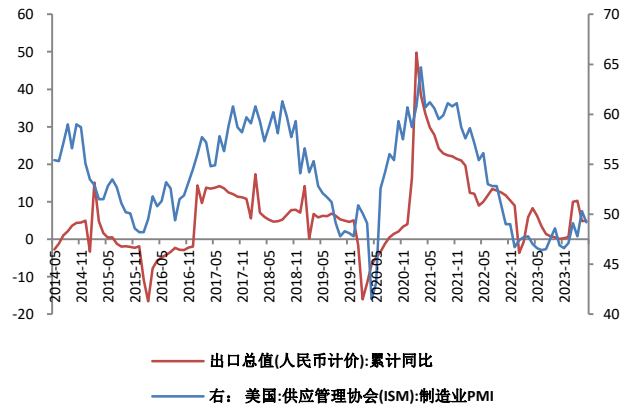
疫情期间由于供应链存在压力，以及发达国家宽松的财政货币政策导致商品消费过于旺盛，海外库存长期处于高位。经过一年多的消化，库存逐渐回落至正常高位，部分商品进入正常补库存阶段，受此影响，海外商品需求有所回升，发达国家制造业 PMI 基本触底略有回升，我国出口新订单指数也明确回暖。随着欧洲可能率先进入降息节奏，制造业 PMI 边际回暖有望有所持续，今年出口将带动国内制造业投资略有回暖，改变去年拖累经济的局面，对 GDP 产生正向影响。但海外补库存持续性仍有待观察，海外消费数据尚不支持补库存以外的转暖逻辑。我们仍认为出口略好于去年，但幅度不大。

图32：出口订单回暖



资料来源：iFinD, 东兴证券研究所

图33：国内出口与海外需求（%）



资料来源：iFinD, 东兴证券研究所

图34：出口与制造业投资大致同步（%）

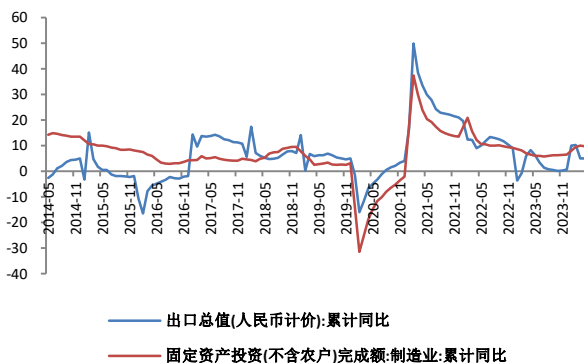
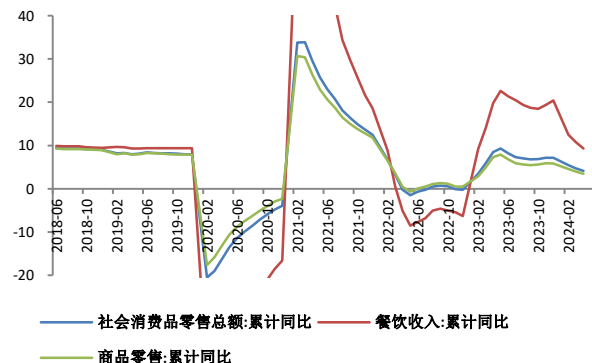


图35：服务业消费增长具有可持续性（%）



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

资料来源：iFinD，东兴证券研究所

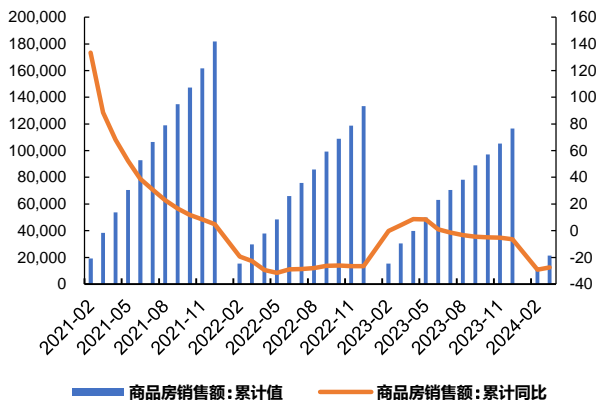
2.2 消费增长不及去年，但仍对经济有正向贡献

去年恢复性增长导致消费对经济增长贡献率达 82.5%，基数效应下，消费增速将不及去年，但仍将支撑经济，特别是服务业仍在继续复苏。疫后经济复苏持续，特别是服务业生产和消费。在高基数效应下，4 月，商品零售累计同比 3.5%，远低于去年同期，也显著低于疫情前的平均水平；而受益于疫后经济的服务类餐饮，累计同比虽有回落，但仍有 9.3%，且与疫情前增速大致持平（图 35）。旅游方面，五一旅游人次较 23 年同期增 2.1%，较 19 年增 29.7%。服务业增长的可持续性与国外疫后经济特征相仿。

2.3 政策托底，地产系统性风险显著降低

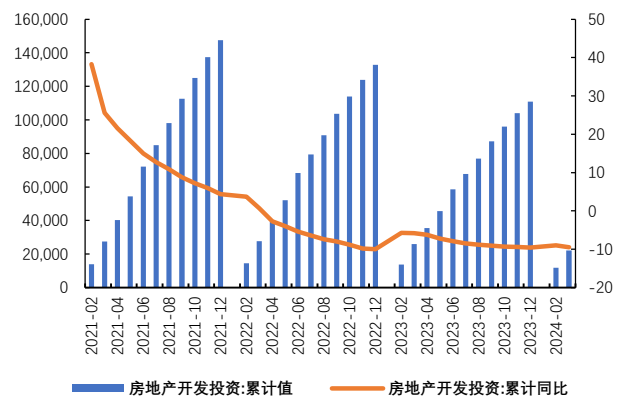
地产仍处于底部，销售低迷。叠加去年基数效应，一季度新房销售累计降幅扩大。去年地产融资环境不明朗，地产开发投资较为谨慎，与商品房销售之间的联动性减弱，基数效应不大。今年地产开发投资同比可能会略低于去年或持平，与销售端数据的联动性仍较弱。

图36：商品房销售金额累计值（亿元）及累计同比（%）



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图37：房地产开发投资累计值（亿元）及累计同比（%）



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

政策端，销售端和融资端陆续出台政策，房地产系统性风险明显降低。政治局首次提出“统筹研究消化存量房产和优化增量住房的政策措施”，“以旧换新”将成为消化存量房产的重要抓手，“改建或收购存量住房用作保障性住房”可能成为消化存量房产和优化增量住房的重要举措。融资端再次强调对所有房企一视同仁，金融系统性风险可控性明显增强。随后，5月17日，央行下调公积金贷款利率 25bp，并设立 3000 亿保障性住房再贷款。面对房地产市场由卖方市场向买方市场转变的新形势，放松楼市限制性措施已经是大势所趋，预计后续一线城市楼市政策优化仍然有空间。随着地产占 GDP 比重下降，基数效应在 4 月达到顶峰，地产对 GDP 的拖累预计小于去年或与去年持平。

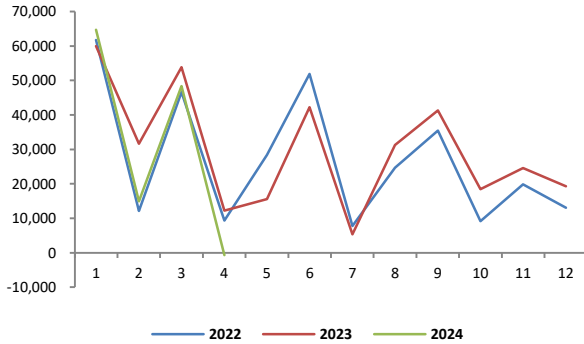
2.4 低通胀环境为宽松的财政货币政策提供稳定预期

随着地产周期进入底部，宏观层面上，总需求与总供给关系发生变化，国内经济易通胀的环境改变，不易通胀的经济环境为较为长期的宽松财政和货币政策提供了稳定环境。

4 月社融负增长，为 2005 年 10 月以来首次负增长，导致社融存量同比创新低，政府债券发行进度较滞后、企业债发债偏慢、居民贷款继续下降均有所贡献，表明实体信贷需求仍偏弱。近期政治局会议强调要靠前发

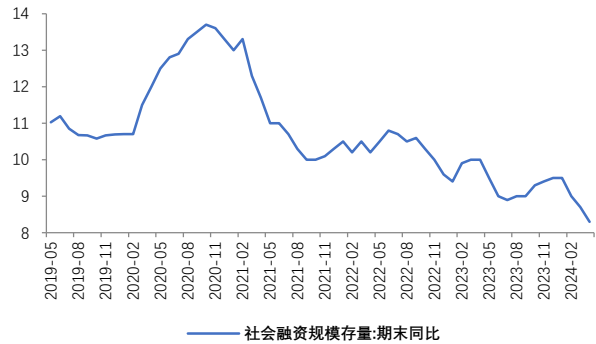
力有效落实已经确定的宏观政策，超长期国债发行落地可期，涉政类项目提速推荐有望提振相关企业信贷需求，叠加地产政策不断加码，信贷有望企稳。

图38：4月新增社融低于前两年（亿元）



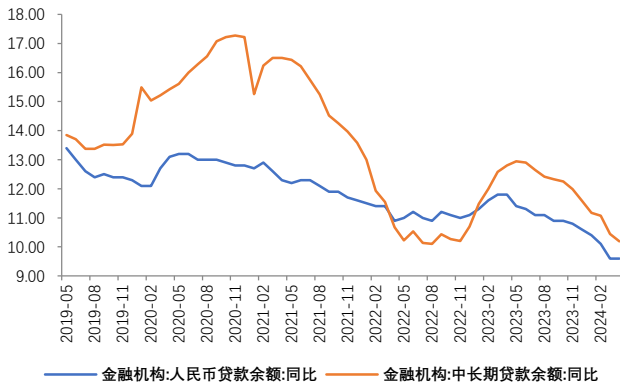
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图39：社融存量同比（%）



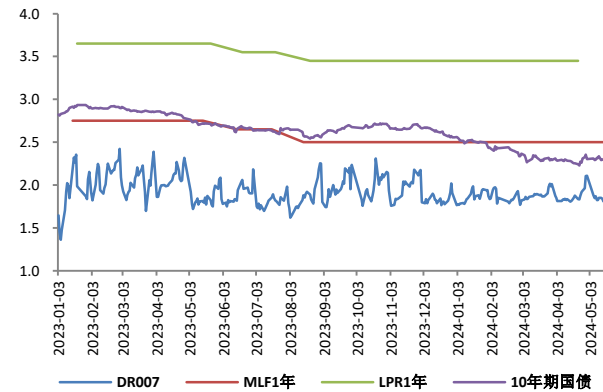
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图40：中长期贷款同比（%）



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图41：各期限利率（%）



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

国内经济易通胀的环境改变，不易通胀的经济环境为较长期的宽松财政和货币政策提供了稳定环境。随着通胀和长期增长中枢下行，长期利率中枢也随之下降。结合融资需求不旺，政策利率仍有可行的下降区间。

2.5 经济政策有较强延续性

当前经济政策基本延续 2023 年 12 月中央经济工作会议精神，总基调仍为加大力度，可以认为今年的财政和货币政策仍处于宽松区间，与去年下半年相仿。仍然不会大水漫灌，重点支持科技创新和制造业。财政方面，明确提出拟连续几年发行超长期特别国债，今年先发行 1 万亿。货币方面，提及增强资本市场内在稳定性。政府工作报告中对于今年工作任务的排列顺序中，首先是科技，其次是教育，再次是经济，基本体现了今年政府工作重心。

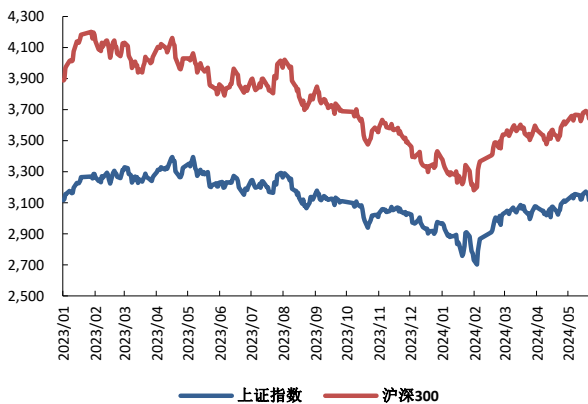
3. 去年至今市场表现

3.1 国内市场

A 股来看，2023 年 A 股整体呈震荡下跌态势，仅年初出现小幅上涨。年初疫情政策出现积极改善后，市场预期也得到明显提振，上证综指从 2023/1/3 的 3073.5 震荡上升，Q1 最高达到 3332.02；Q2 伴随年报发布、政治局会议召开，上证指数震荡上行，5/9 达到年内高点 3418.96；其后“强预期”和“弱现实”对比下，上证综指整体下行，叠加外资大幅外流、量化基金大幅下跌引发市场恐慌情绪，上证综指最低至 2635.09。

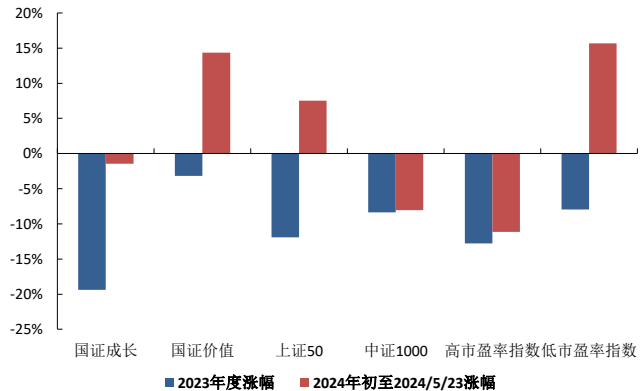
2024 年初至今，A 股走出 V 型反转。悲观情绪持续渲泄至 1 月末，春节前上证综指见底回升，从 2/5 位于 2635.09 的低点升至 3/19 的 3090.05 位置，其后大盘整体横盘震荡，4 月下旬重拾涨势，4/23-5/20 期间，上证综指、沪深 300 分别上涨 4.94%、5.27%。

图42：2023/1-2024/5A 股重要指数走势（2024/5/23）



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图43：2023/1-2024/5A 股风格指数走势

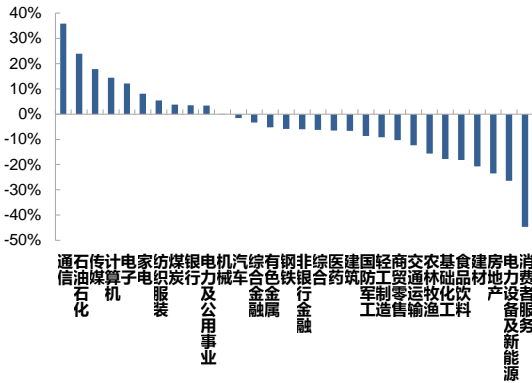


资料来源：iFinD，东兴证券研究所

A 股风格来看，2023 年价值型、低估值风格跌幅较小。2023 年全年，国证成长、国证价值分别下跌 19.37%、3.16%，低估值、高估值分别下跌 7.95%、12.76%。2024 年初至今（2024/5/23），价值、大市值风格占优。2024 年初至今国证成长、中证 1000 仍下跌，但国证价值、上证 50 指数分别上涨 14.35%、7.51%。

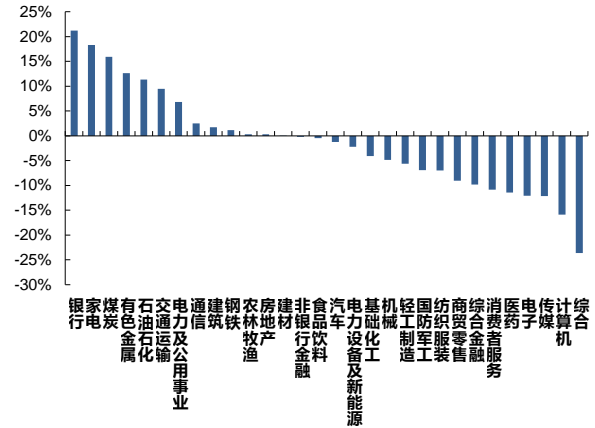
A 股行业结构来看，2023 年科技行业占优。2023 全年，AI 行业出现重大变革，通信、传媒、计算机、电子涨幅位居前列，分别为 35.91%、17.88%、14.42%、12.16%，而地产处于下行周期、基本面不及预期，导致地产、消费降幅较大，其中房地产、建材涨幅分别为-23.48%、-20.74%，食品饮料、消费者服务涨幅分别为-18.15%、-44.62%。2024 年初至今（2024/5/23）金融、周期占优。年初至 2024/5/23 期间，银行涨幅最高、达 21.20%，另外资源品、贵金属大幅上行，煤炭、有色、石油石化分别上涨 15.94%、12.64%、11.34%，5/1-5/23 期间地产股大幅上涨 15.12%，年初至 5 月涨幅已转为正值。

图44：2023 年各行业年度涨幅



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

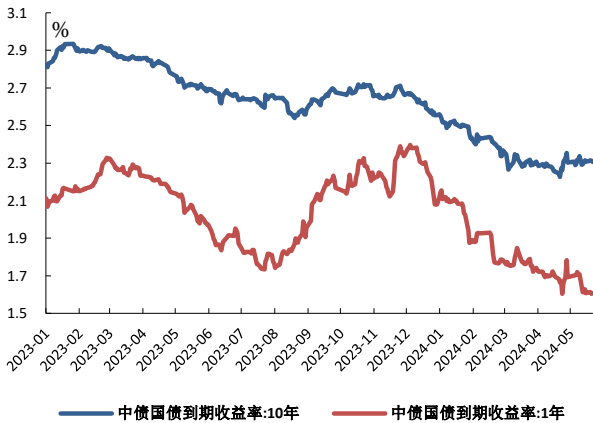
图45：2024 年初至今各行业涨幅（2024/5/23）



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

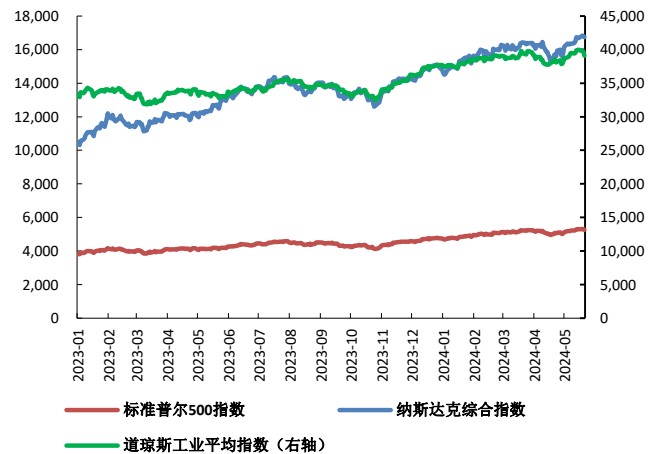
国债全年呈下行趋势。2023 年除 Q3 短暂上行外，10Y 国债到期收益率震荡下行。2023/3-2023/8，基本面“弱现实”逐渐被市场消化，同时央行货币政策逐渐落地，利率回落幅度较大；2023/8-2023/11，10Y 国债到期收益率已行至历史低位，市场存在畏高情绪，“宽信用”政策推动利率上行；2023 年末，基本面并未如期回暖，货币政策边际增量预期再起，10Y 国债到期收益率继续下行。

图46：2023 年至今国债到期收益率表现



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图47：2023 年至今美股主要指数表现（2024/5/23）



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

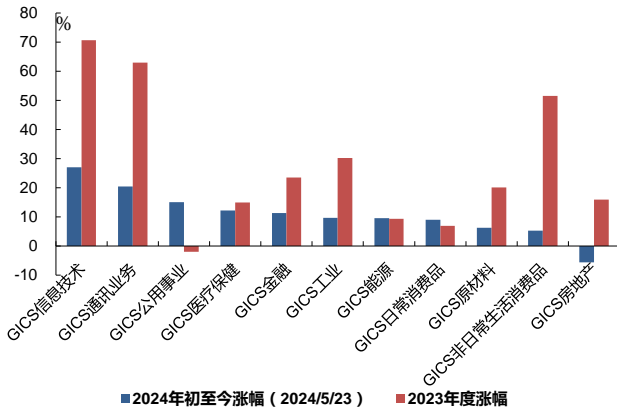
3.2 海外市场

相较于 A 股，美基本面更加强劲的表现推动指数上涨。美股 2023 年市场情绪良好，整体指数呈快速上涨的趋势，纳斯达克指数年度涨幅超过 40%，其中纳斯达克指数涨幅达到 44.52%，标普 500、道指分别上涨 24.73%、13.74%。

结构来看，科技行业领涨市场。2023 年全年，美股信息、通讯板块大幅领涨市涨，按 GICS 分类，信息技术、通讯业务分别上涨 61.30%、49.02%，2023 年美股人工智能处于风口期，ChatGPT 带动 OpenAI 出现爆发式的发展，英伟达、Meta 等科技巨头公司甚至出现翻倍涨幅。相对来说，医疗保健、能源、消费、公用事业

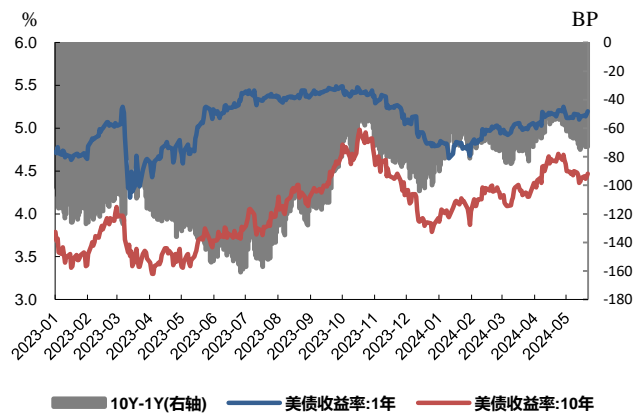
等周期类板块涨幅较低。2024 年初至今，科技股涨幅仍最大，信息技术、通讯业务涨幅分别达到 27.0%、20.5%，地产则下跌 5.63%。

图48：2023 年至今（2024/5/23）美股各行业涨幅



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图49：2023 年至今美国国债到期收益率（2024/5/23）



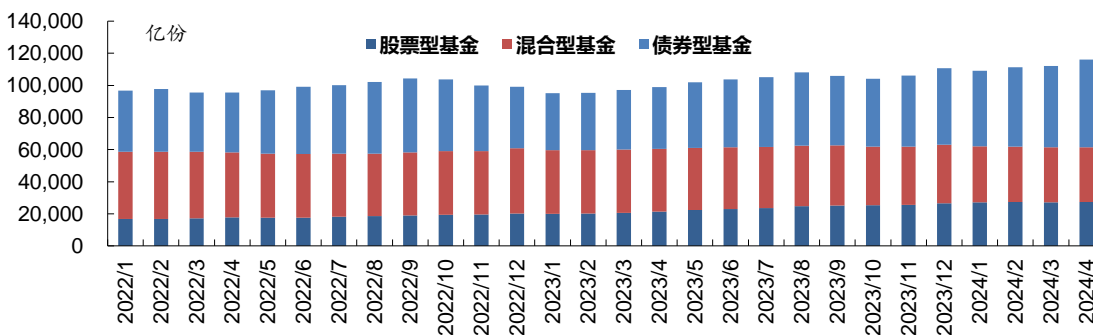
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

美债收益率先上后下。美债仍受到美联储加息影响，2023 年美联储加息 4 次，累计加息 100 基点后 2023/7 联邦基金目标利率区间已达到 5.25%-5.50%，2023 年 10Y 美债到期收益率持续上行至 10 月，1Y、10Y 美债到期收益率分别上行 71、100 基点。年末，消费、通胀数据出现下滑，导致市场降息预期愈发浓厚，1Y、10Y 美债到期收益率下行，最终年末与年初基本持平。2024 年美债收益率重回上行，2024/1/1-2024/5/23 期间，1Y、10Y 美债到期收益率分别上行 41、59 基点，美联储迟迟不进行降息打破市场预期，同时全球制造业均呈修复态势，推升美债收益率。

3.3 产品市场

公募基金份额、收益率来看，全年呈现“债强于股”的特征。规模方面，2023 年债券型基金份额增长 9471 亿份、混合型基金减少 4252 亿份、股票型基金份额增长 6353 亿份，分别强于、弱于、持平前值；收益率方面也呈现相同特点，仅债券型基金中位数为正值。2023 年面临更加复杂的内外环境，且年中、年末分别受到北向流出、雪球产品敲入的负面影响，市场预期更加悲观，导致基金市场出现“债强于股”的表现。2024/1-2024/4 期间，混合型基金份额继续减少 2440 亿份，股票型、债券型基金分别增长 941、6847 亿份。

图50：近三年基金份额变化



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

公募基金 2023 年总体超额收益大幅下滑，权益类产品持仓平均超过 80%。其中股票型，混合型基金平均收益下滑严重，FOF 型基金也有所下滑。另类投资型表现最佳，债券型业绩也为正值。私募基金仓位有所下降，CREFI 指数成分基金的平均股票仓位为 58.71%，较年初约 70%的仓位大幅下滑。虽然收益率降低，但总体还是正收益。

表1：2023 年基金收益率表现

基金类型	收益率中位数	收益率平均	基金数量（只）	上涨数量（只）	下跌数量（只）
股票型	-9.53%	-9.49%	2987	527	2460
混合型	-9.89%	-10.00%	7027	1203	5824
债券型	3.17%	2.88%	5037	4557	480
货币型	1.98%	1.94%	768	768	0
另类投资	7.23%	6.71%	87	61	26
QDII	2.74%	6.82%	433	257	176
FOF	-5.01%	-5.54%	650	85	565

资料来源：iFinD，东兴证券研究所

2024 年仍是债券型基金收益表现最好。股票型，混合型基金平均收益仍为负值，债券型基金收益率中位数、平均值小幅上涨，分别为 1.78%、1.82%。另类投资型基金表现最好，2024/1/1-2024/5/23 期间收益率中位数为 12.17%、平均值为 8.43%。

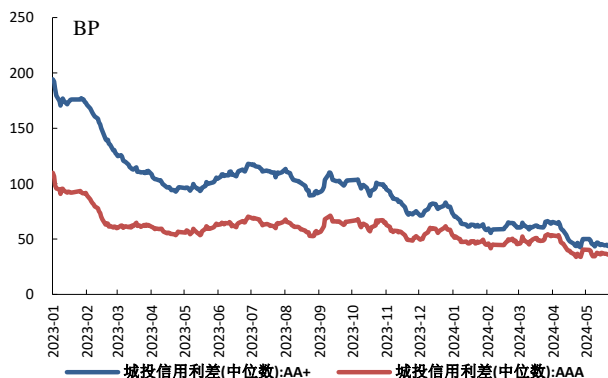
表2：2024 年至今（2024/5/23）基金收益率表现

基金类型	收益率中位数	收益率平均	基金数量（只）	上涨数量（只）	下跌数量（只）
股票型	-0.13%	-0.25%	3578	1779	1799
混合型	1.07%	-0.01%	7914	4474	3440
债券型	1.78%	1.82%	5866	5688	178
货币型	0.78%	0.77%	862	862	0
另类投资	12.17%	8.43%	93	80	13
QDII	7.15%	6.23%	578	464	114
FOF	1.73%	1.52%	866	723	143

资料来源：iFinD，东兴证券研究所

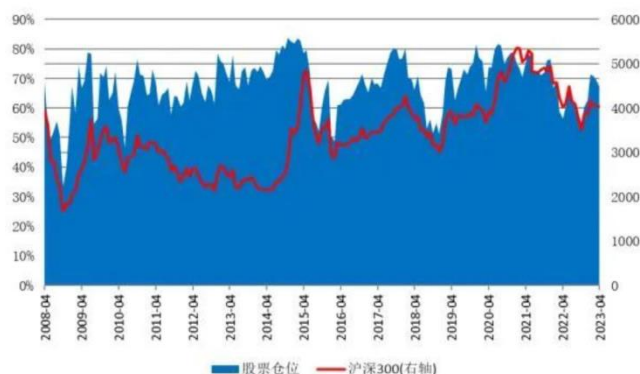
固定收益类产品有别于纯权益类产品，主要收益来源是债券。2023 年固定收益类产品波动较大，但总体呈正收益，产品占比持续增加，截至 2023 年 12 月末，固定收益类产品的存续规模为 25.82 万亿元，占全部理财产品存续规模的比例达 96.34%，较年初增加 1.84 个百分点。固定收益类产品上半年受城投债非标违约、银行贷款展期等违约风险因素的影响，信用利差处于高位，收益率下降。而在下半年政府出台了“一揽子化债政策”使得信用利差开始缩窄，信用风险降低，也使得固定收益类产品收益率走高。

图51：城投债信用利差



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图52：CREFI 指数成分基金平均股票仓位走势



资料来源：《华润信托阳光私募股票多头指数月度报告 202404》毕宇，东兴证券研究所

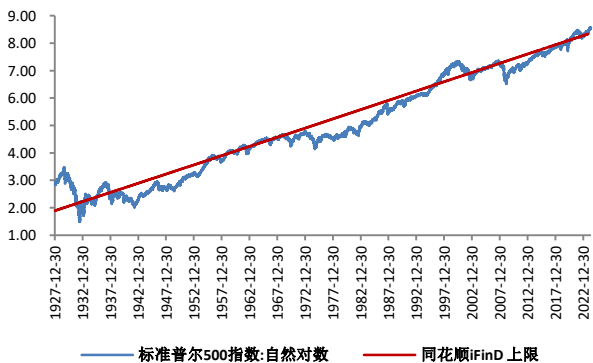
私募基金仓位下降较快。私募基金 2023 年超额收益为正，近一年来 CREFI 指数（华润信托阳光私募股票多头指数）下跌 8.71%，沪深 300 指数下跌 9.26%，私募相对跑赢大盘。但由于私募基金波动性较大特征，下跌走势加剧私募减仓倾向，2023 年 12 月末，CREFI 指数成分基金的平均股票仓位为 55.93%，较年初约 70%的仓位大幅下滑。截至 2024/4，私募持仓维持在 55.51%位置，与 2023 年末持平。

4. 大类资产配置观点

4.1 海外资产配置：适度高配短期美债

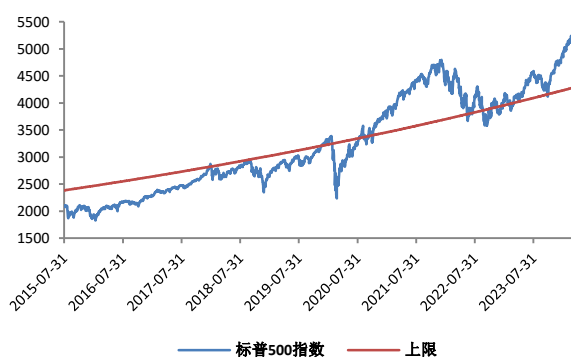
建议维持美股仓位，密切关注资金流动性。美国商品消费略有疲软，但服务类消费增速不减。三四季度为传统消费旺季，年内经济衰退风险不大。银行信贷有所放松，实体经济投资止跌反弹，叠加 AI 技术突破，股市短期风险不大。但类似 1997-2000 年的长期泡沫再次出现，历次长期趋势的泡沫湮灭均与货币政策收紧有关。鉴于美联储开始进入降息通道，我们在 2023 年年底对长期趋势的看法从中性谨慎转为中性，中性是对泡沫的警惕，去掉谨慎是目前尚没有货币政策导致的流动性问题。目前，美国国债抵押市场利率波动正常，联邦隔夜拆借利率非常平稳，表明市场短期资金流动性充裕（图 55），可以继续维持美股仓位。

图53：标普 500 长期趋势



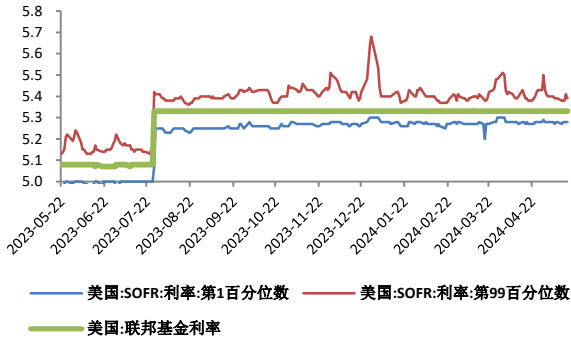
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图54：标普 500 再次处于长期趋势泡沫中



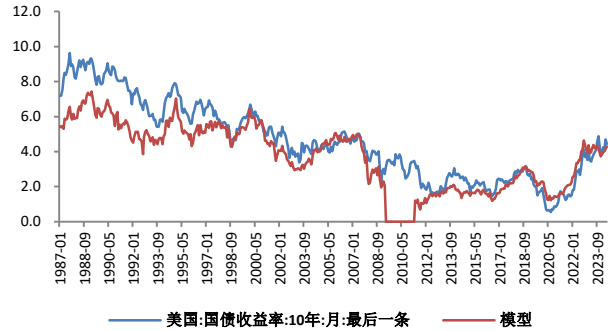
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图55：美国短期流动性平稳（%）



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图56：美十债利率模型（%）

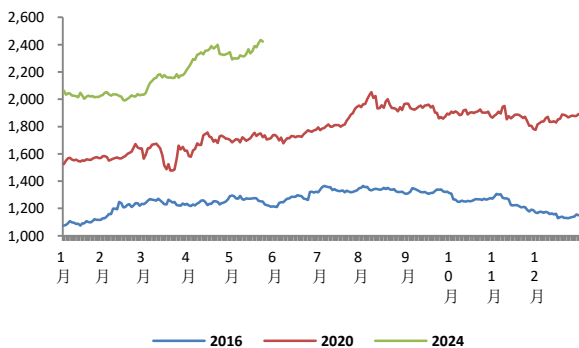


资料来源：iFinD，东兴证券研究所

建议适当增配 2 年期以内的美国利率短债。根据我们的模型，美国十年期国债利率下限维持 3.65~3.85%，上限维持 4.6~4.75%。随着通胀中枢以及 GDP 增长中枢上移，美十债很难回到 2008~2022 年间的长期低利率水平。去年美十债一度突破 5%，债市与股市产生了跷跷板的反应。当时的背景为美联储可能还会再加一次息以及通胀环比仍处于高位，市场情绪一度较为极端，但今年这两个因素均不存在。今年美联储基本不考虑再次加息，并寻找合适的机会开启降息。通胀虽然仍具有粘性，但整体环比还是比去年跌落一个平台。今年美十债再次突破 5% 的可能性不高。另一方面，标普 500 的长期收益率为 6.8%（图 53），鉴于目前美股处于泡沫阶段，5% 以上的利率长短债非常具有投资价值。若美十债利率再次突破 5%，从风险收益来看，长债也会优于美股。

黄金有望持续行情至 9 月。除市场广泛接受的地缘政治、货币政策等因素以外，在历次特朗普的大选年，黄金行情均可持续至 8~9 月（图 57）。黄金仓位仍可以继续持有。

图57：Comex 期货结算价（美元/盎司）

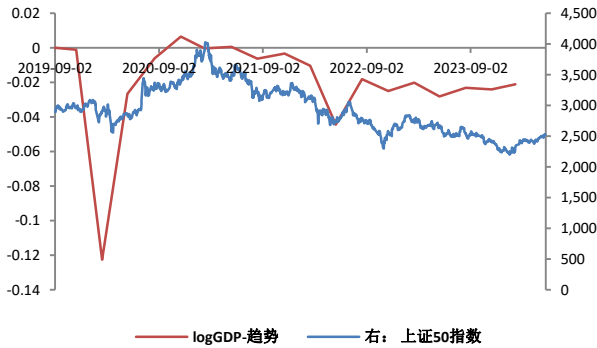


资料来源：iFinD，东兴证券研究所

4.2 国内资产配置：适度增配风险资产

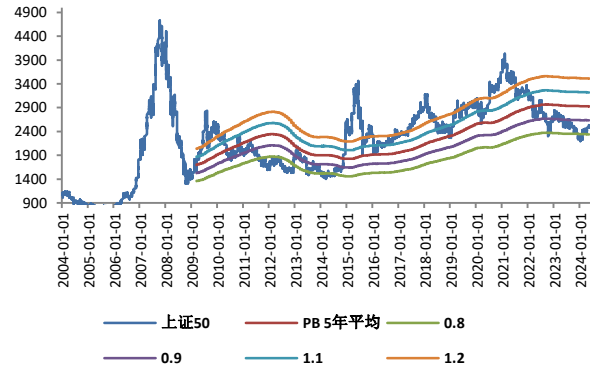
建议适度增配 A 股。一为以上证 50 为代表的蓝筹股。蓝筹股的整体表现一直与经济围绕增长趋势的波动有高度相关性，并略领先于实体经济表现。我们以去年实际 GDP 增速 5.2% 作为长期趋势基准，2020 年以来，GDP 围绕该趋势的波动基本与上证 50 一致（图 58）。

图58：上证 50 与经济波动高度相关



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图59：上证 50 估值仍处于低位



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

随着地产政策陆续落地，地产相关的金融系统性风险显著下降，风险偏好有所提升。以美股为例，标普 500 在次贷危机后的触底也是与确认地产相关的金融系统性风险显著下降有关。从 2007 年 10 月高点到 2009 年 3 月触底，标普 500 共经历了 1.5 年熊市，跌幅 56.8%。期间，市场对金融体系特别是银行体系的稳定性产生担忧。2009 年 3 月，美国政府公布了帮助银行业剥离不良资产的详细计划；同时，2008 年 11 月开启的 QE1 于 2009 年 3 月加码，当月标普 500 触底回升。上证 50 从 2021 年 2 月高点到今年 1 月触底，经历了 3 年，跌幅 45.4%。今年新国九条和地产政策陆续推出，金融系统性风险显著下降，风险偏好有所提升。当前，上证 50 估值仍处于相对低位。自今年年初触底回升后，目前上证 50 的 5 年 PB 移动平均仍低于 0.9 倍数。随着风险偏好有所提升，建议适度增配 A 股。

二为政策重点支持的科技创新。今年政府工作报告对于今年工作任务的排列顺序，首先是科技，其次是教育，再次是经济，关于财政政策的表述中也明确重点支持科技创新和制造业发展。在具体落实新质生产力方面，科技对经济和国力的推动作用居于首要位置。本次政府报告中对科技的提及较多，围绕新质生产力、产业升级以及积极培育新兴产业和未来产业。“巩固扩大智能网联新能源汽车等产业领先优势，加快前沿新兴氢能、新材料、创新药等产业发展，积极打造生物制造、商业航天、低空经济等新增长引擎。”“深化大数据、人工智能等研发应用”。

表3：大类资产配置建议

资产	低配	持平	增持
A 股			●
美股		●	
境内利率债	●		
境内固收+			●
美利率债			●
黄金			●

资料来源：东兴证券研究所

4.3 国内资产：适度减配利率债，增配固收+

国内低通胀环境以及宽松的货币财政政策，利率中枢结构性下降，预计国内长期处于低利率状态。随着外围利率下行，国内利率下行压力减小，建议固收整体适度减配。相对而言，固收+产品可能收益相对较有优势。

风险提示：美国大选落地前后，特朗普的对外政策可能与当前政府有所不同；国内需求不足导致经济放缓。

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
宏观普通报告	美国二三季度降息无望，年内降息必要性下降—美国 3 月 CPI 数据点评	2024-04-12
宏观普通报告	降息仍由通胀主导，年内降息概率略有下降—美国 3 月非农数据点评	2024-04-10
宏观普通报告	点阵图对降息幅度有边际收窄倾向—美国 3 月 FOMC 点评	2024-03-22
宏观深度报告	衰退继续延迟，海外进入降息通道—2024 海外经济展望 PPT	2024-03-14
宏观普通报告	美国通胀仍有粘性，降息窗口较窄—美国 2 月 CPI 数据点评	2024-03-14
宏观普通报告	美国劳动力市场仍较为稳健，降息窗口较窄—美国 2 月非农数据点评	2024-03-13
宏观深度报告	对 2024 年政府工作报告的几点理解—	2024-03-07
宏观普通报告	美国商品价格止跌，服务价格粘性不变—美国 12 月 CPI 数据点评	2024-01-18
宏观普通报告	美国劳动力市场仍较为稳健—美国 12 月非农数据点评	2024-01-10
宏观普通报告	宏观普通报告：降息进入美联储视野，略超市场预期	2023-12-20

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

康明怡

经济学博士。分别就读于武汉大学、清华大学和明尼苏达大学，博士期间曾在明尼苏达大学、美联储明尼阿波利斯分行从事多年教学和访问工作。2010 年开始执教于复旦大学经济学院 985 平台，上海浦江人才计划项目。2017 年加入东兴证券研究所。

孙涤

对外经济贸易大学金融硕士，曾就职于中债资信研究部，负责债券市场研究。2021 年 3 月加入东兴证券研究所，侧重货币政策分析，市场流动性研判，利率走势分析，投资者行为研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和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。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）：
以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）：
以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京	上海	深圳
西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层	虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层	福田区益田路 6009 号新世界中心 46F
邮编：100033	邮编：200082	邮编：518038
电话：010-66554070	电话：021-25102800	电话：0755-83239601
传真：010-66554008	传真：021-25102881	传真：0755-23824526