

经济微暖

--2024年半年度大类资产配置

分析师

康明怡

联系方式：13795374754

执业证书编号：S1480519090001

● 海外衰退推迟：消费动能仍在，仍可支撑短期经济，投资短期止跌略有回升。

- 实体经济：全球商品库存周期开始部分正常化，美国年内衰退概率不大。
- 货币政策：年内降息必要性下降。
- 美股：短期没有明显风险点；长期处于趋势性泡沫，2023年年底从中性谨慎转为中性。
- 美债：隐含降息幅度为0，上限4.6~4.75%；若再次突破5%，则对美股产生压制作用。

● 国内经济恢复性复苏中后期：信贷、财政政策均出现拐点

- GDP：前期财政货币政策宽松程度与欧美存在差异，国内经济更多为自然复苏，需要时间，服务业经济复苏可持续。
 - ✓ 消费：恢复性增长中后期，可能略不及2023年，但幅度不大。
 - ✓ 投资：受出口、地产投资拖累程度略有下降
 - ✓ 地产：底部，很难有明显起色，信贷政策出现拐点。
 - ✓ 出口：略好于2023年，但幅度有限。
- 通胀：压力不大，提供了宽松政策的基础。
- 货币：货币将维持宽松氛围。
- 财政：特别国债。

● 资本市场

- A股：底部区域
- 利率：国内利率中枢下降

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

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。

海外环境

实体经济：消费仍可支撑年内经济，投资止跌，全球制造业进入补库存阶段。

- 商品贸易出现转暖，全球制造业PMI回升至荣枯线以上。
- 家庭负债健康是经济不陷入衰退的重要支撑。
- 基建助力，投资止跌。
- 政府支出增加。
- 劳动力市场紧绷程度下降，但仍高于2020年2月，二、三季度无忧。（周期性行业新增非农连续一个季度处于低位）

货币政策：年内降息概率下降，欧洲不再跟随美联储。

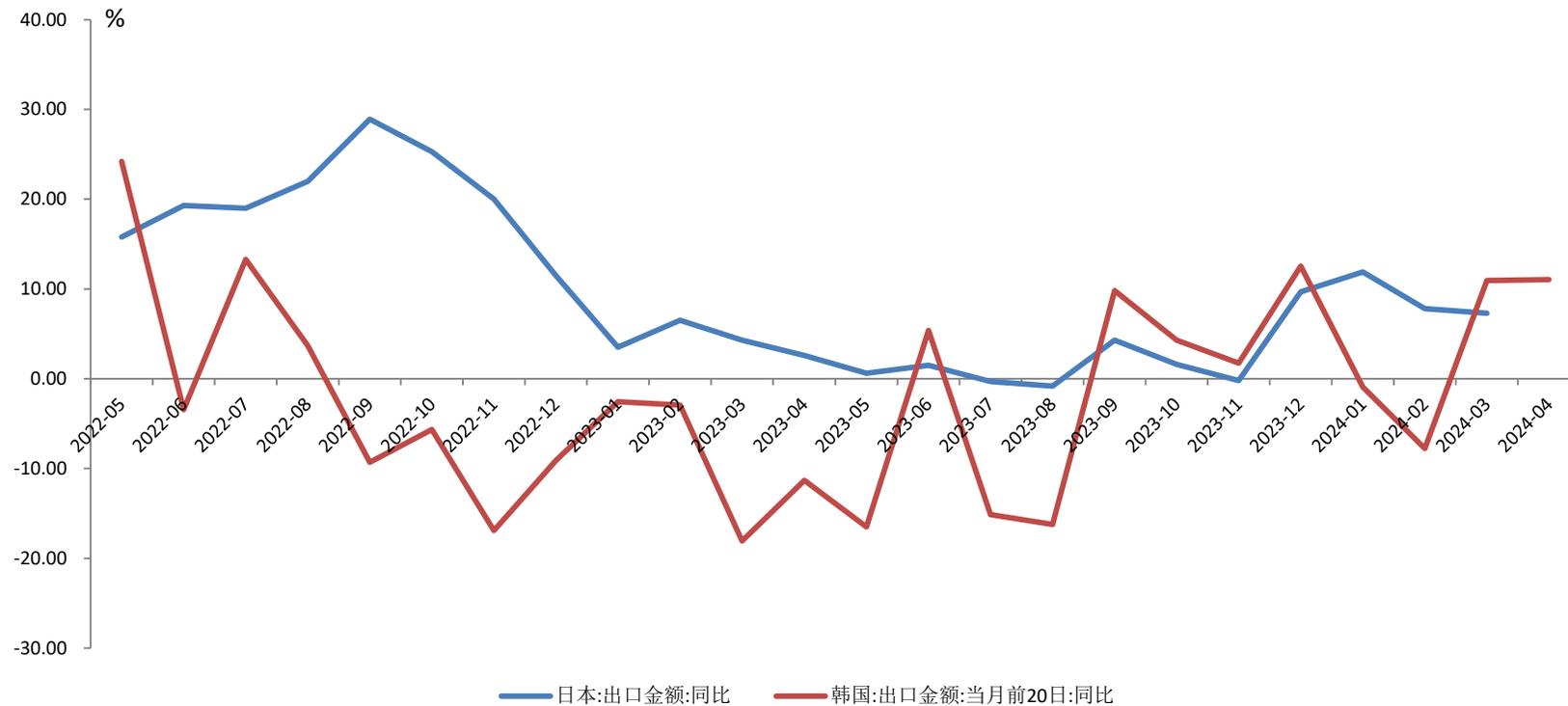
- 耐受性：家庭部门可承受高利率；企业部门杠杆较高，但基于负债利率结构，需更长时间显现。
- 降息时间点：年内降息窗口很窄，可参考核心CPI环比连续两个月靠近0.2%。
- 美十债隐含降息利率为0。

资本市场：美股处于趋势性泡沫中

- 美股：短期没有风险，长期再次出现趋势性泡沫，2023年年底从中性谨慎转为中性。
- 美十债：利率上限4.6~4.75%，若再次超过5%，会对美股产生压制。
- 美元：由于美联储降息概率下降，美元相对略强势。
- 黄金：可看涨至三季度末。

一、实体经济：全球制造业、服务PMI均暂时企稳

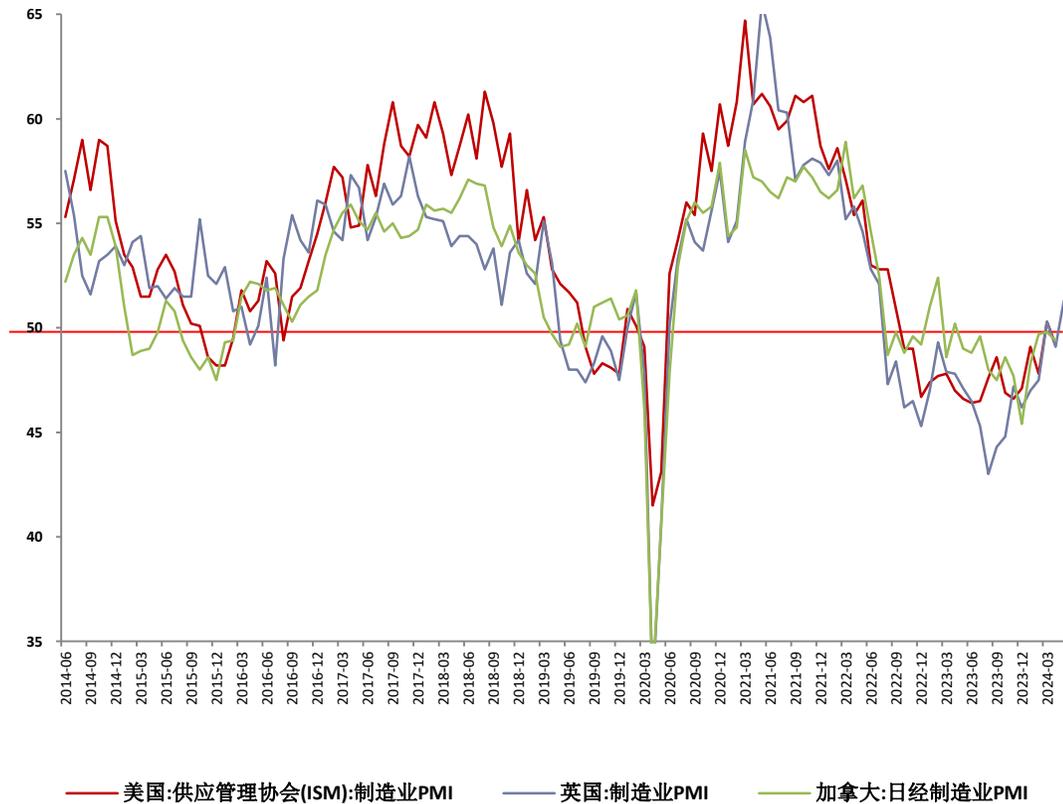
- 韩日出口走出底部，全球商品库存周期开始正常化。



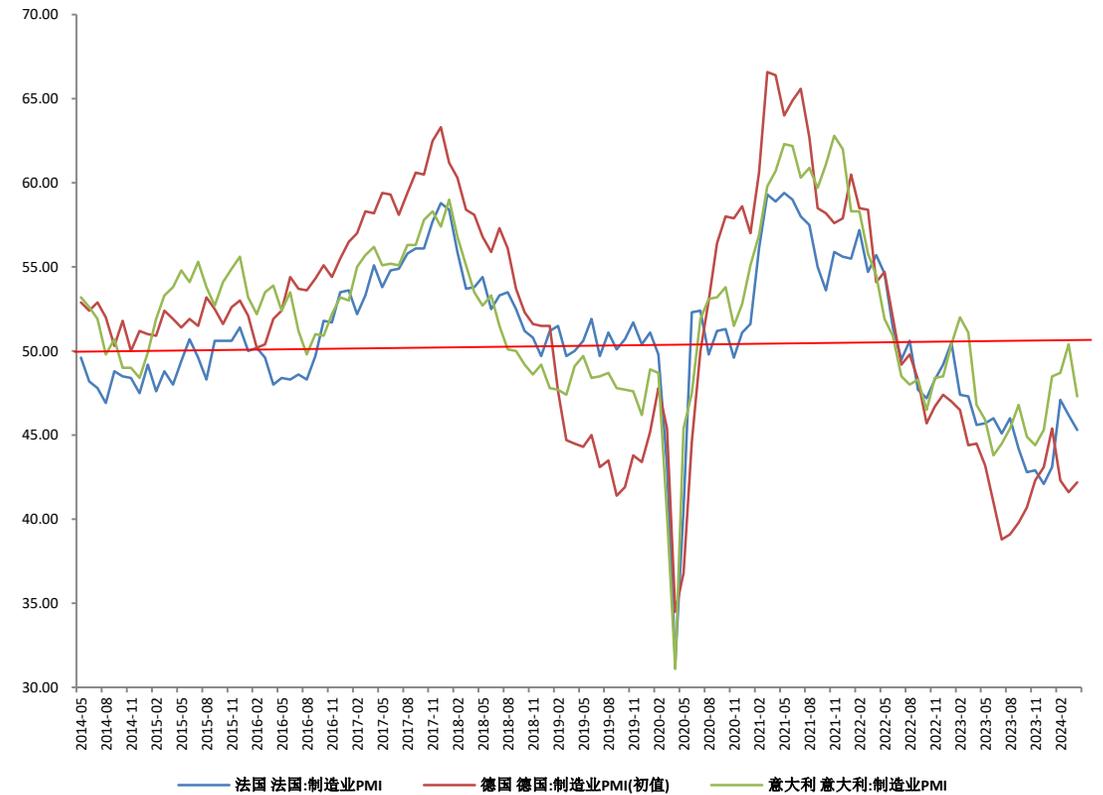
数据来源: iFinD, 东兴证券研究所

一、实体经济：全球制造业、服务PMI均暂时企稳

- 欧美制造业PMI底部暂缓下跌。



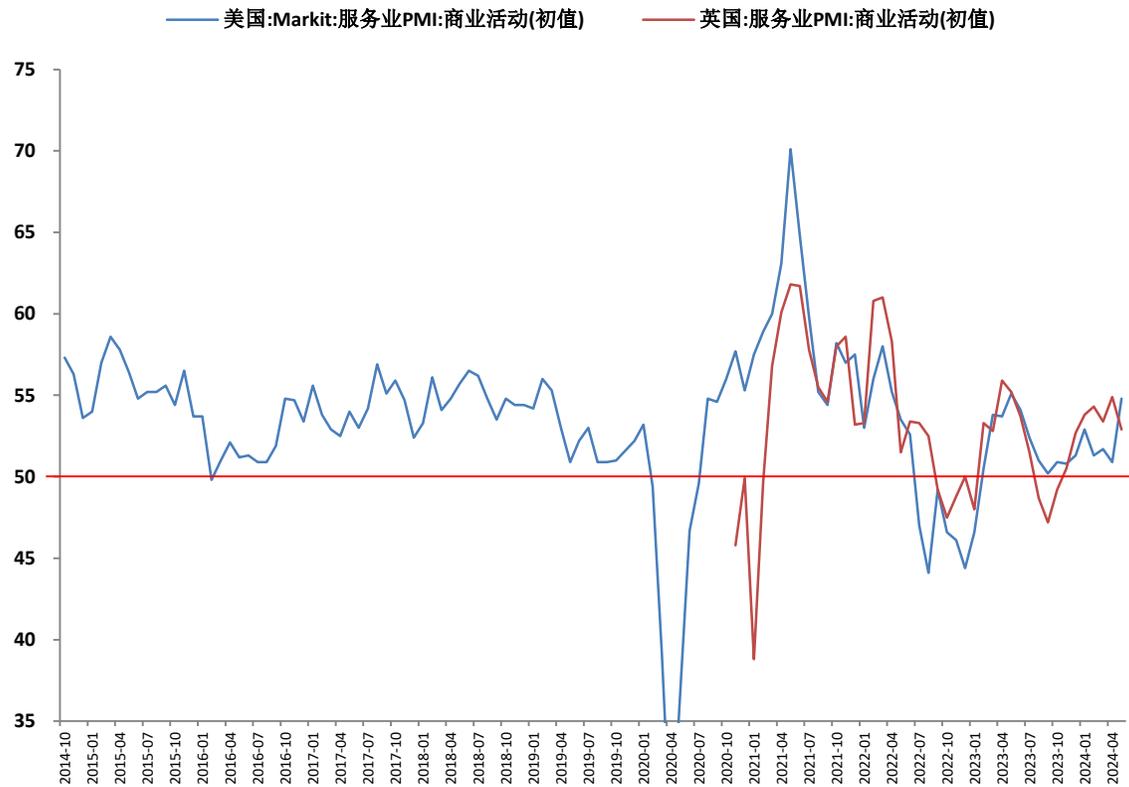
数据来源：iFinD，东兴证券研究所



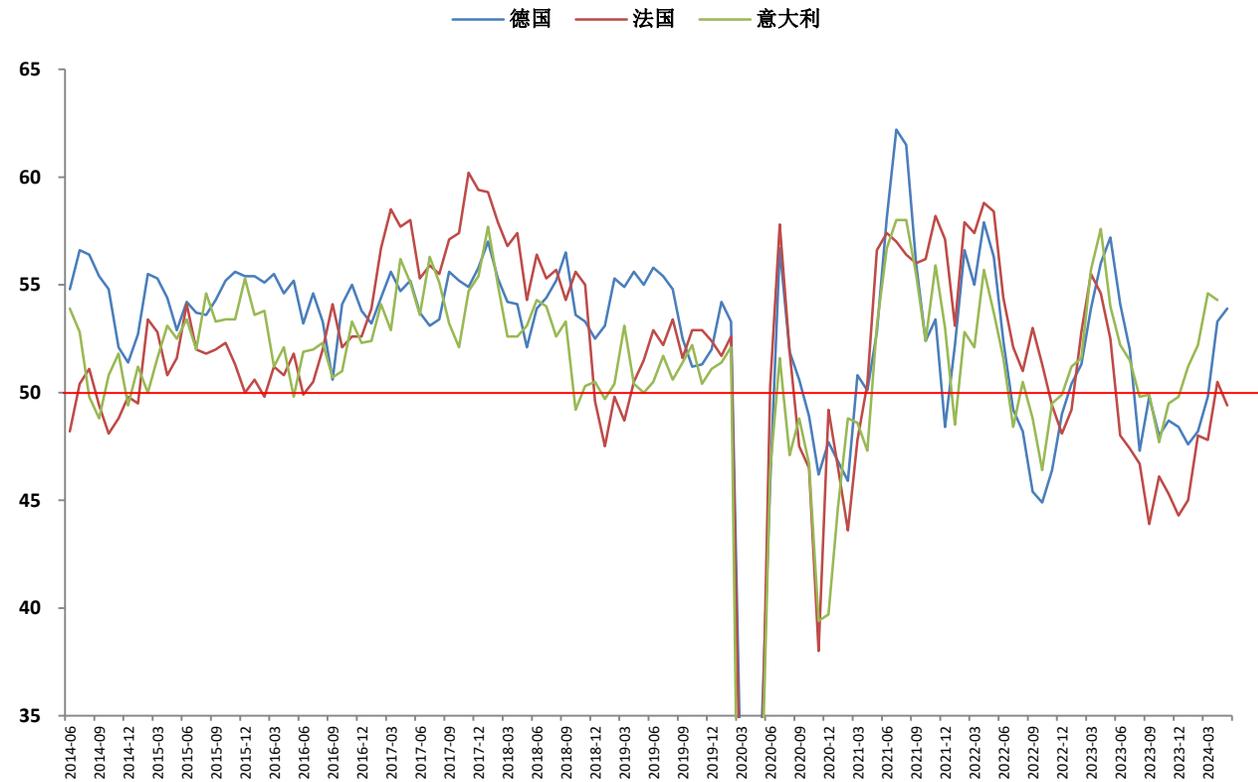
数据来源：iFinD，东兴证券研究所

一、实体经济：全球制造业、服务PMI均暂时企稳

- 欧洲服务业PMI有所企稳。



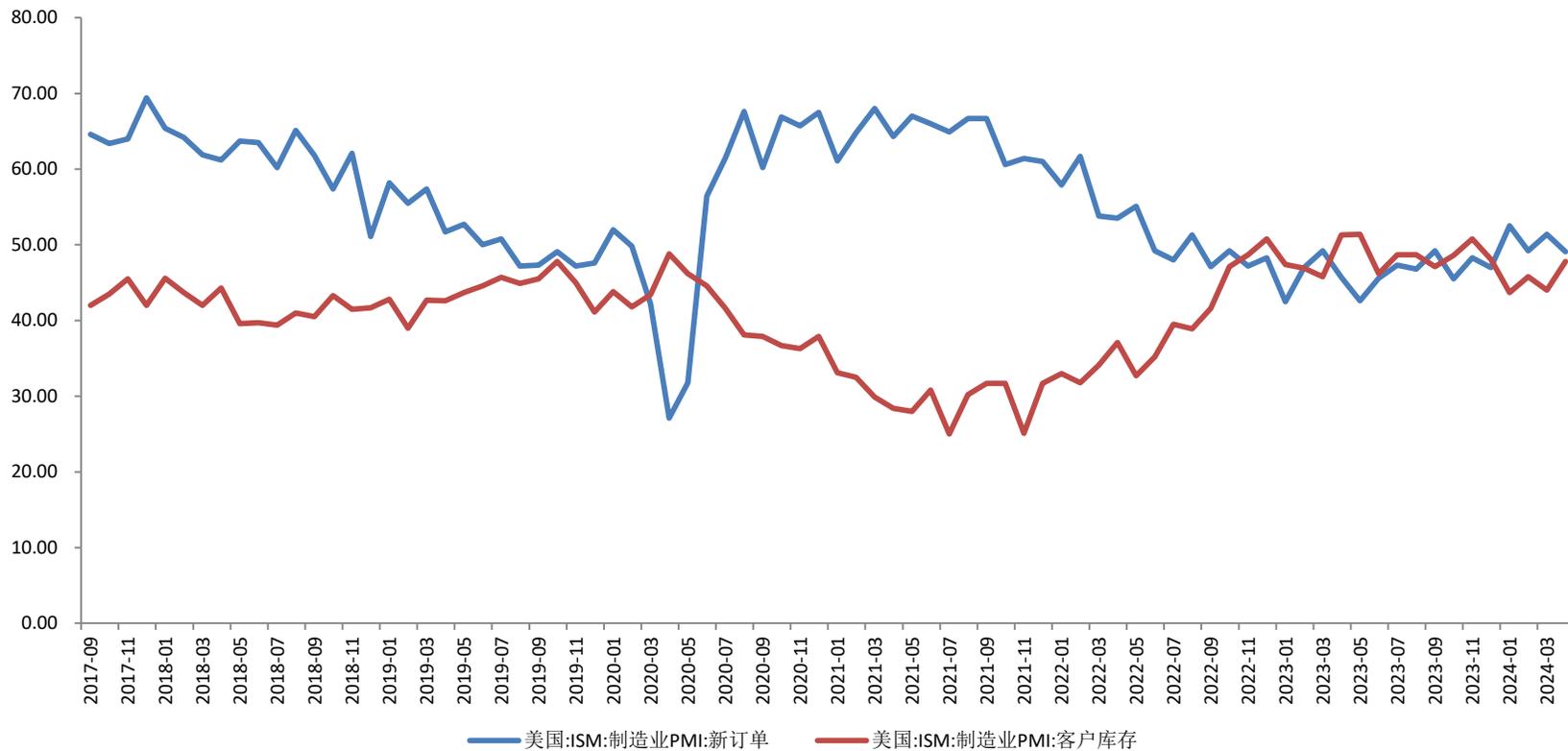
数据来源：iFinD，东兴证券研究所



数据来源：iFinD，东兴证券研究所

一、实体经济：全球制造业、服务PMI均暂时企稳

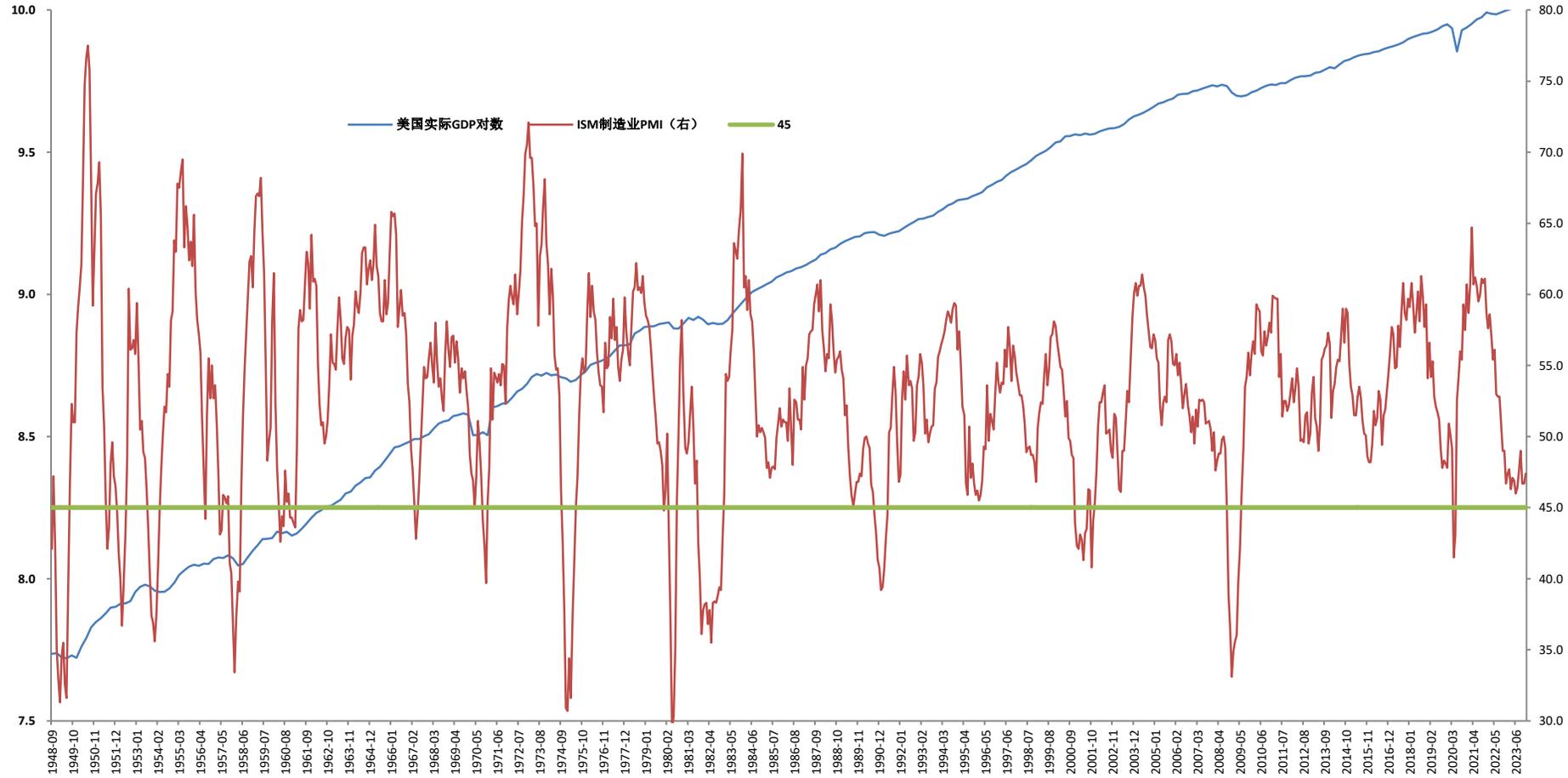
- 客户订单下降，新订单上升，部分补库存逻辑顺畅。



数据来源：iFinD，东兴证券研究所

一、实体经济：全球制造业、服务PMI均暂时企稳

- 制造业PMI：根据历史经验，低于45即为经济危机。

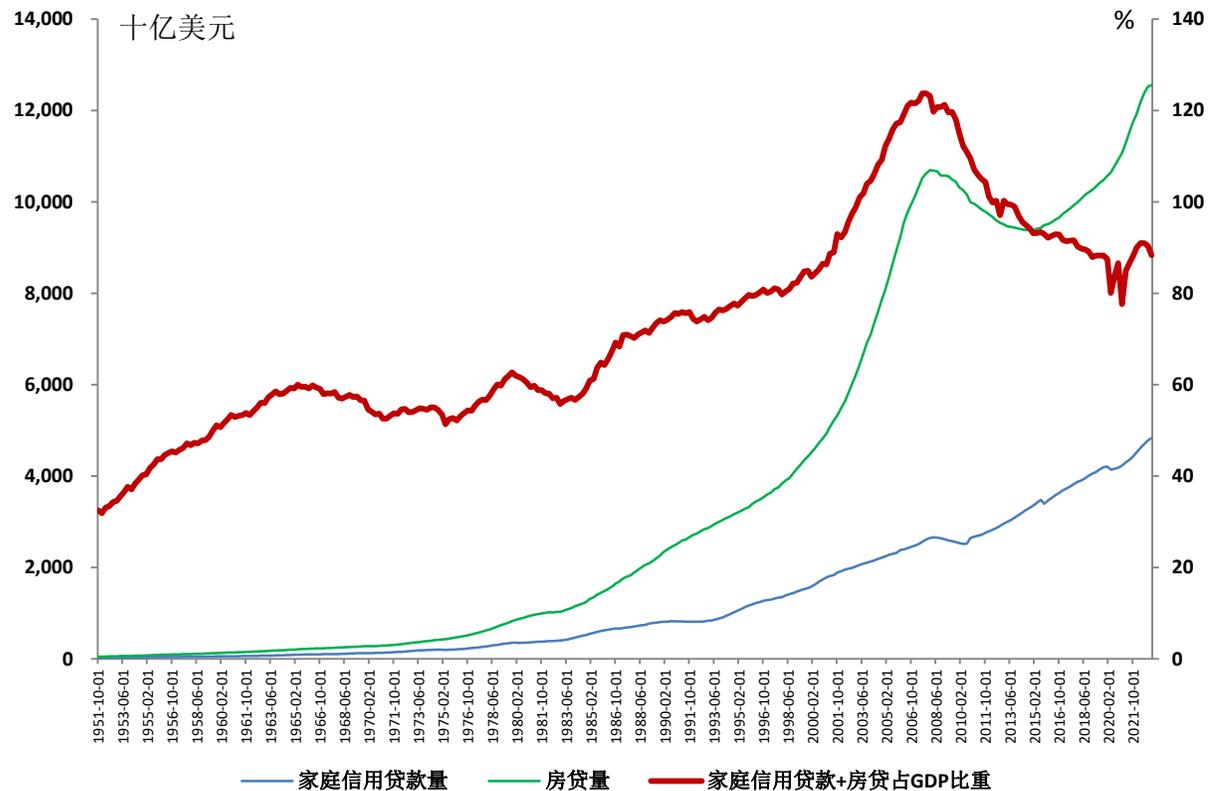


数据来源：iFinD，东兴证券研究所

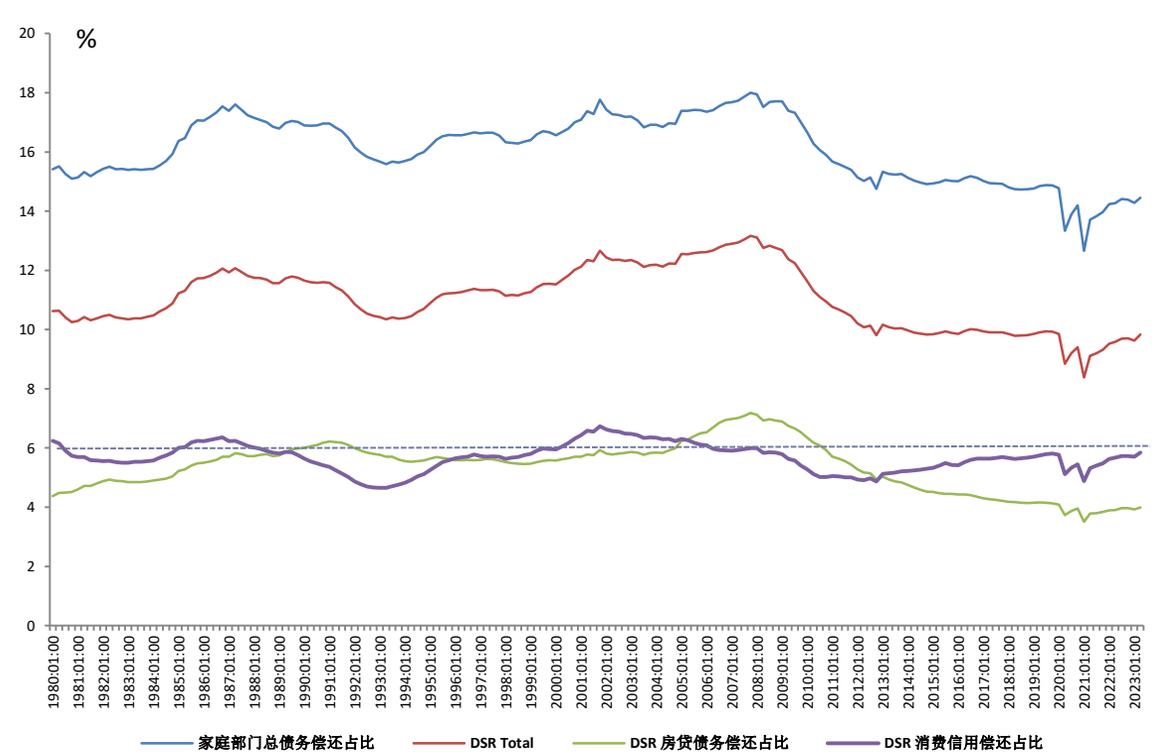
一、实体经济：消费动能仍在，继续支撑短期经济（以美国为例）

➤ 负债端对消费能力总体不构成压制。

1. 家庭部门总杠杆率与2001年持平，总体可以承受目前的高利率，是支撑经济浅衰退/软着陆的主要来源。
2. 家庭部门债务偿还占比总负担处于历史最低位。
3. 根据历史经验，当消费债务偿还占比超过6%，信用消费债务才会对消费起到压制作用：随着消费利率抬高，后期可能接近。



数据来源：iFinD，东兴证券研究所

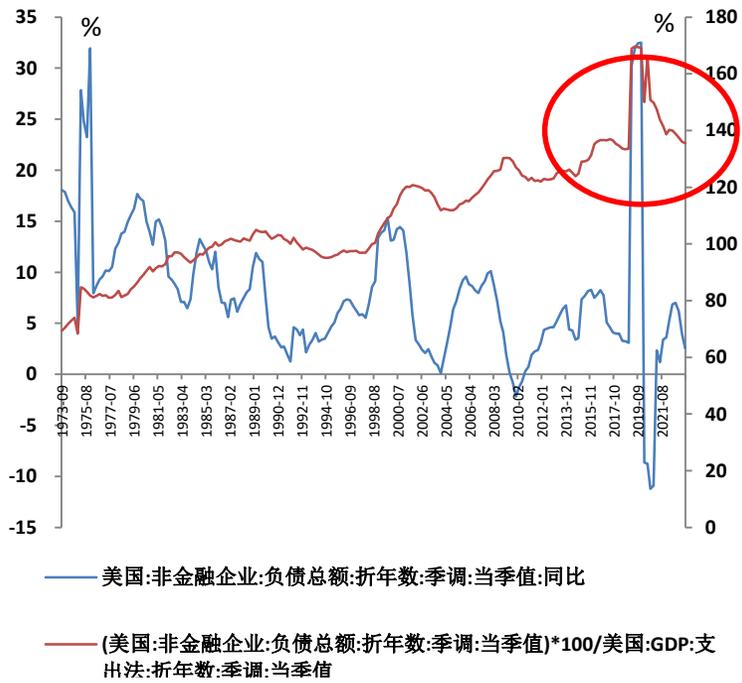


数据来源：iFinD，东兴证券研究所

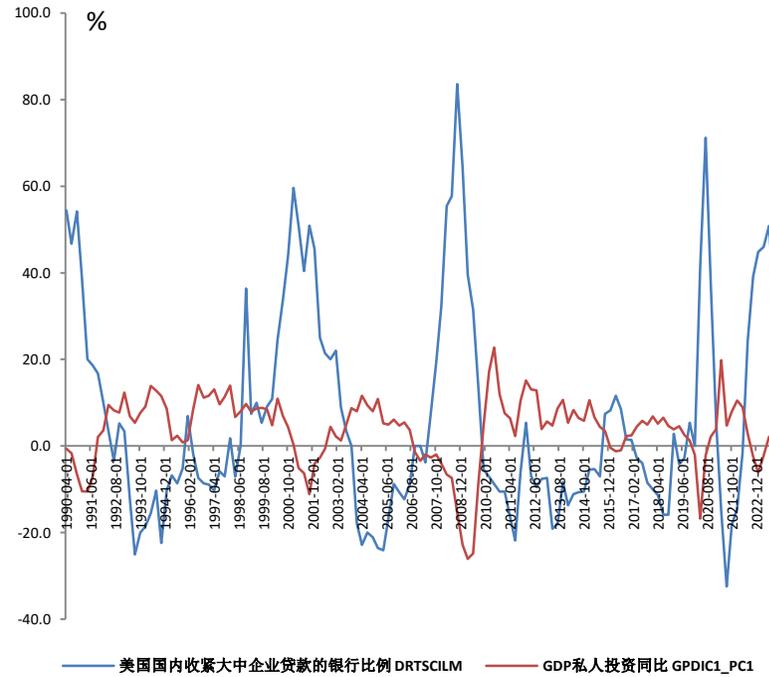
一、实体经济：投资止跌，小幅震荡

➤ 企业部门实际债务负担处于历史地位，短期尚可。

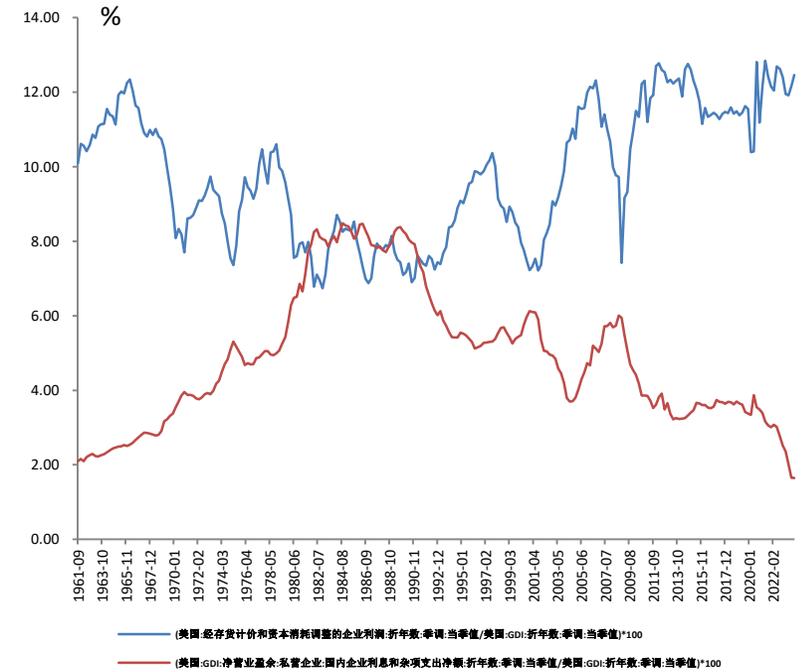
1. 企业部门杠杆高位缓降，未来对利率敏感度远高于家庭部门。
2. 银行信贷开始放松。
3. 利率升高对**存量**企业贷款的影响是逐年显现的（如3~5年更新贷款利率），与08年次贷危机不同（次贷利率每年更新）。



数据来源：iFinD，东兴证券研究所



数据来源：Fred，东兴证券研究所

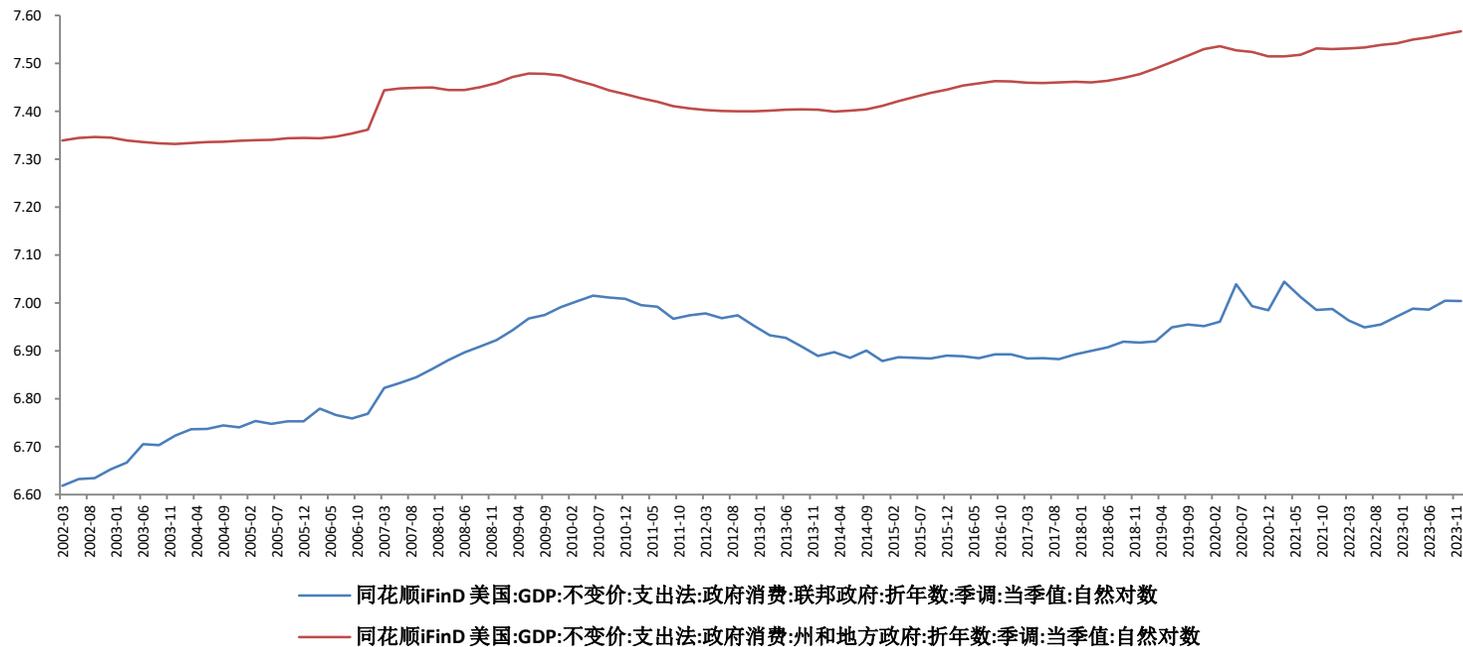


数据来源：iFinD，东兴证券研究所

一、实体经济：公共支出增加

➤ 政府部分消费和投资增速不减。

1. 受益于房价上涨，地方政府收入增加，州和地方政府支出增速不减。



数据来源：iFinD，东兴证券研究所

二、通胀与货币政策：全球进入降息通道，最快二季度末开始

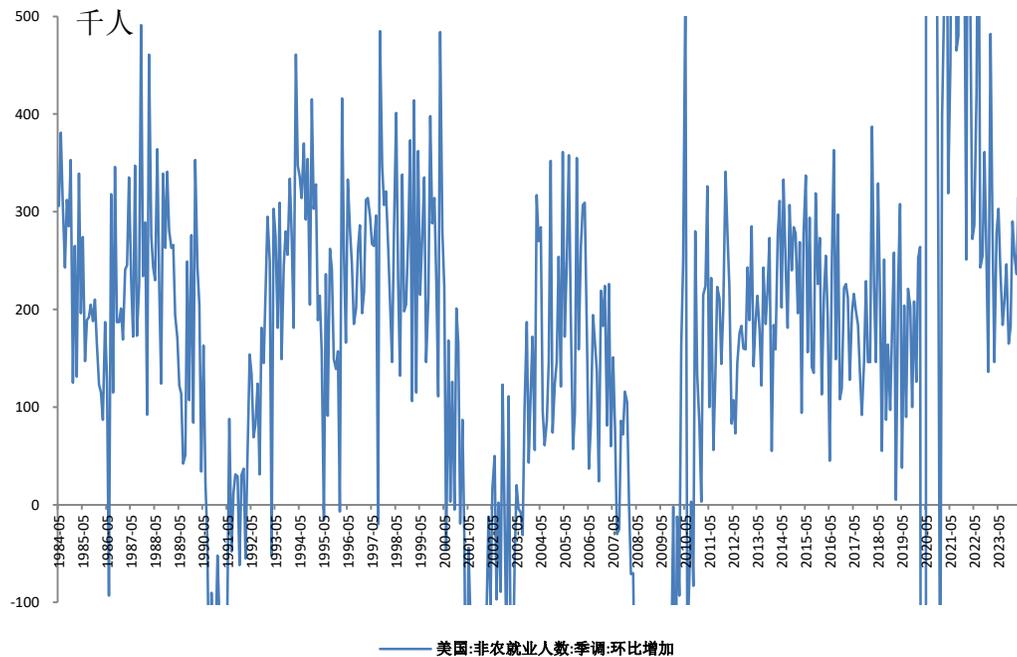
➤ 经济短期可以承受较高利率水平。

1. 非金融企业部门杠杆率无法承受太高的利率，但由于加息过快，基于贷款、公司债券利率结构，需要2~3年才能显现。
2. 家庭部门可以承受高利率，消费继续支撑经济。
3. 劳动力紧绷仍需数月。
4. 短期可承受介于2000年和2007年政策利率高峰之间的利率区间：5.5~6.25%；长期仍维持超过5.25%衰退风险加大的观点。

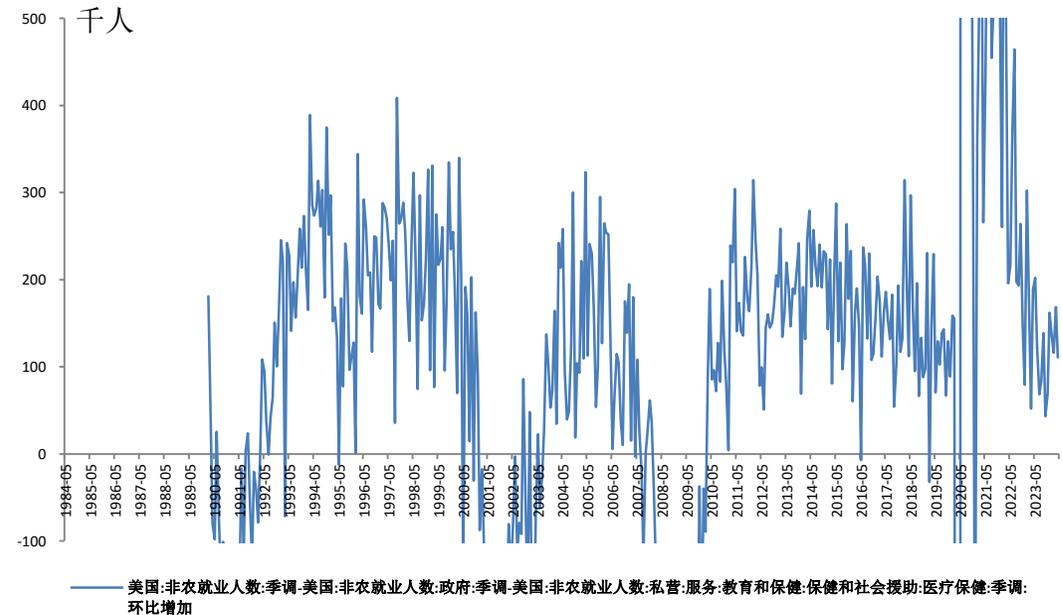
二、通胀与货币政策：全球进入降息通道，最快二季度末开始

➤ 劳动力市场紧绷程度持续下降，出现结构性变化。

1、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，非农新增处于历次经济周期较低水平。



数据来源：iFinD，东兴证券研究所

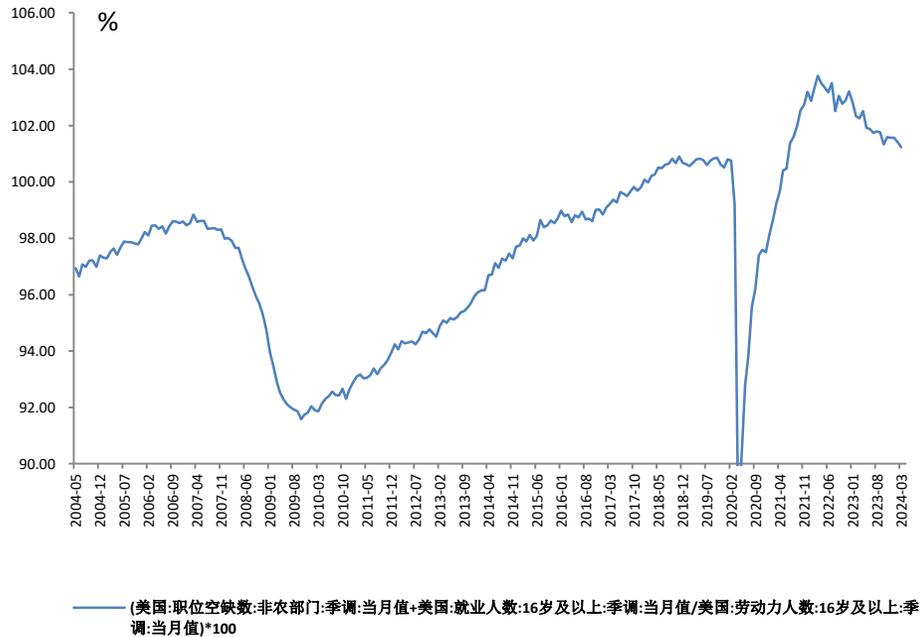


数据来源：iFinD，东兴证券研究所

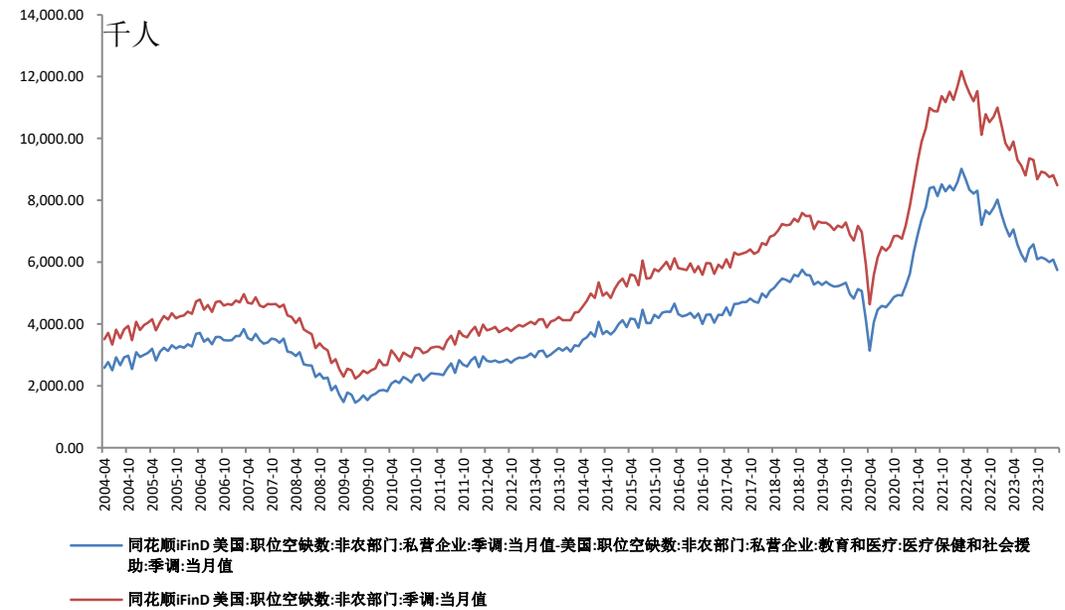
二、通胀与货币政策：全球进入降息通道，最快二季度末开始

➤ 劳动力市场紧绷程度持续下降，出现结构性变化。

2、3月需求供给比例从疫情后期高点103.68%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。扣除政府和医疗就业，3月岗位空缺数回落明显快于总量，非常接近疫情前。



数据来源：iFinD，东兴证券研究所

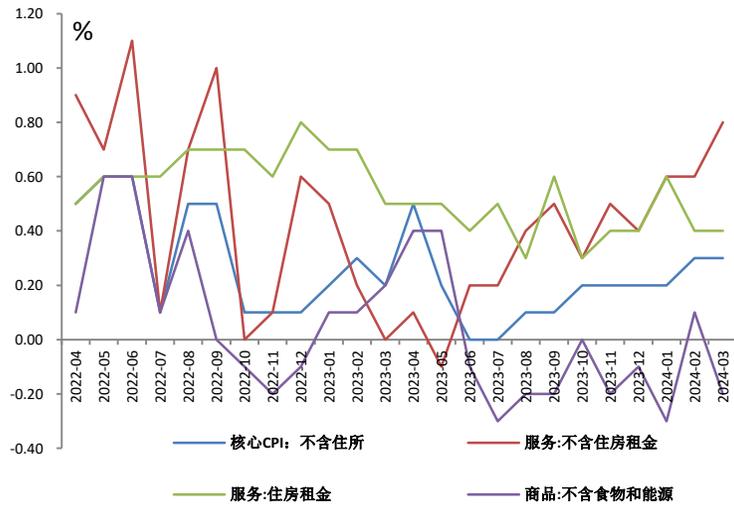


数据来源：iFinD，东兴证券研究所

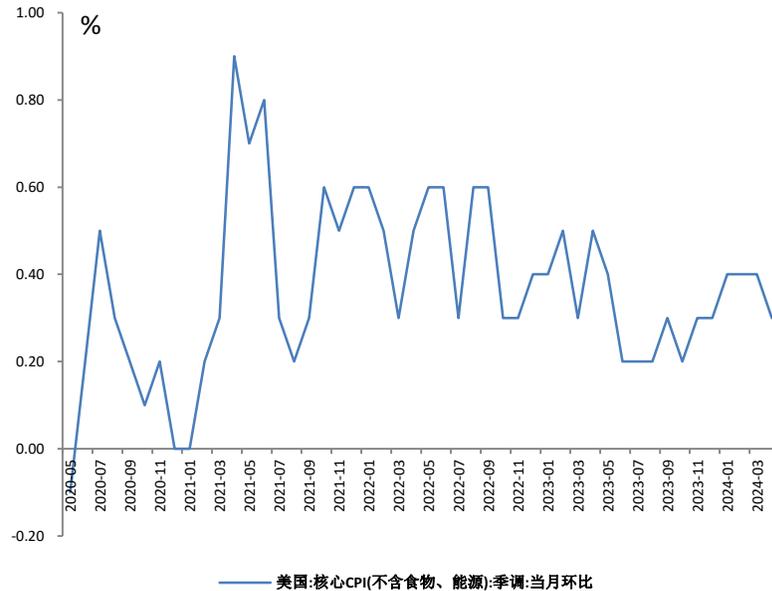
二、通胀与货币政策：全球进入降息通道，最快二季度末开始

➤ 通胀仍具有粘性。

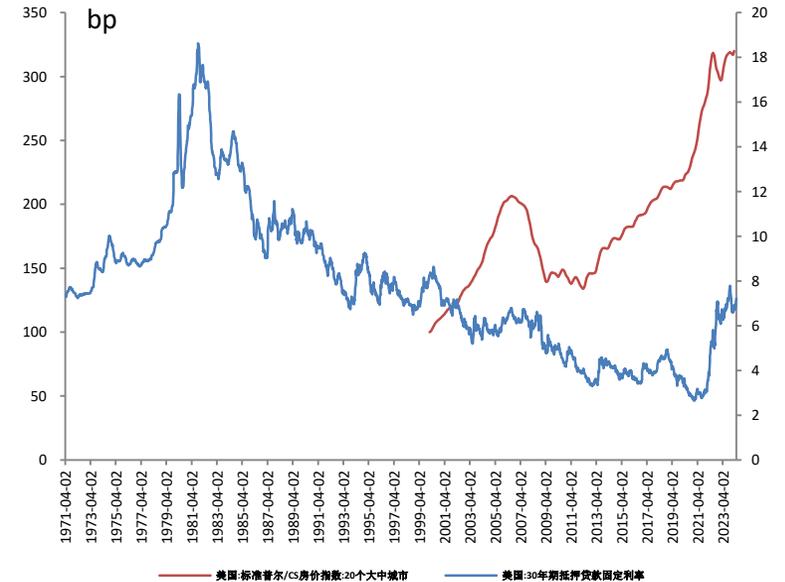
最早的降息节点可参考核心CPI环比跌落当前0.4%这一平台的时间点，比如连续2个月维持在0.2%~0.3%



数据来源：iFinD，东兴证券研究所



数据来源：iFinD，东兴证券研究所

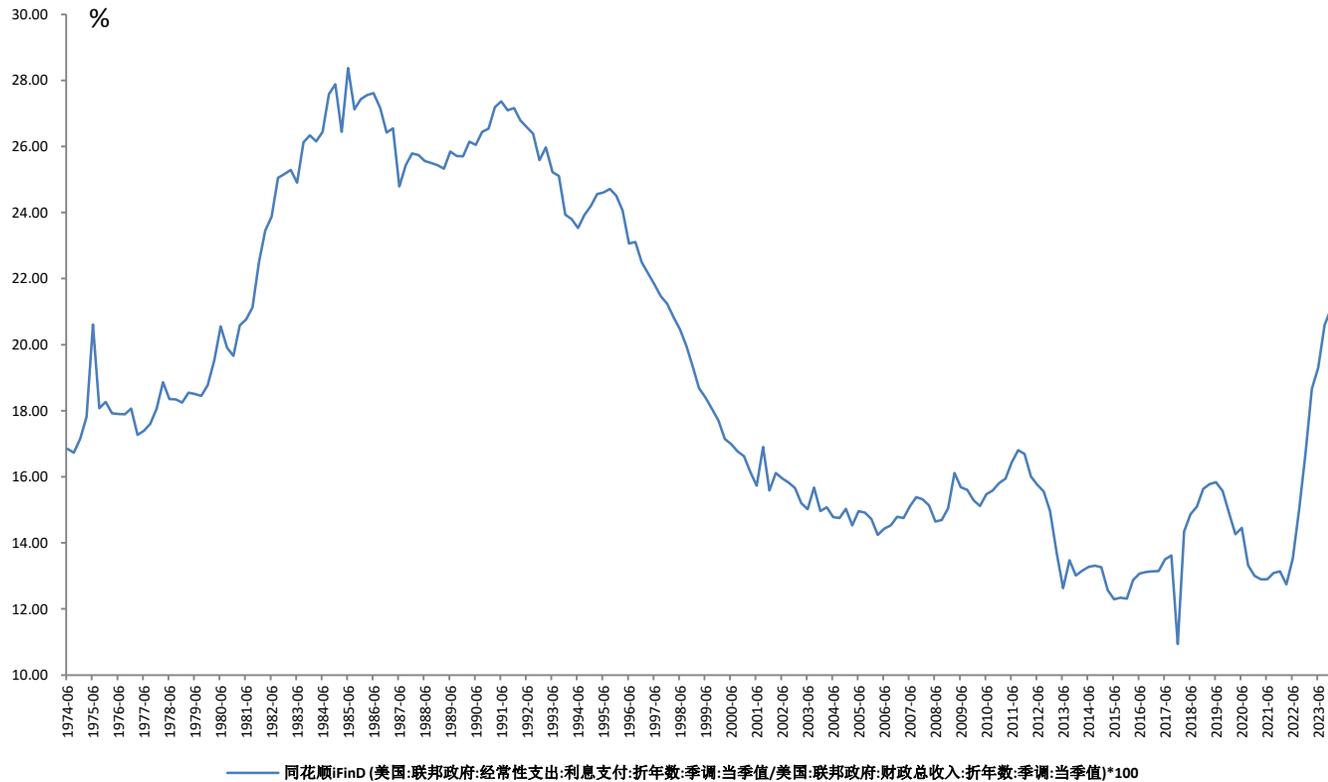


数据来源：iFinD，东兴证券研究所

二、通胀与货币政策：全球进入降息通道，最快二季度末开始

➤ 联邦政府债务水平已达到二战时期，利息负担压力增加：明年政府非利息支出增长存在一定压力。

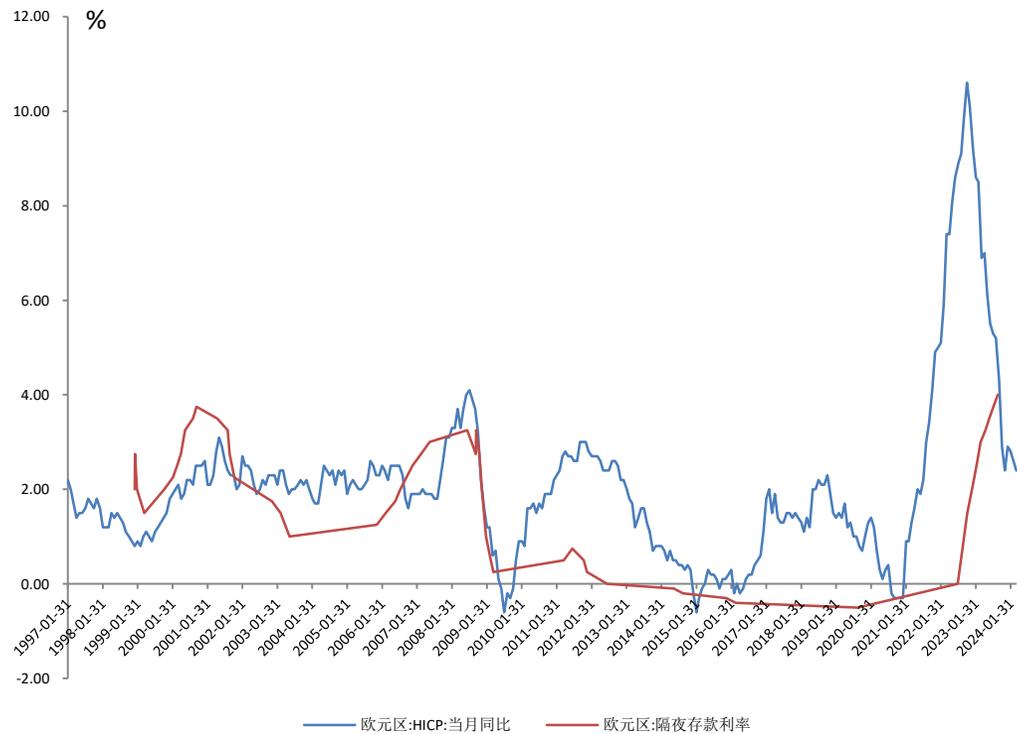
2023年4季度联邦利息支出占收入21.1%，处于历史高位。



数据来源：iFinD，东兴证券研究所

二、通胀与货币政策：全球进入降息通道，最快二季度末开始

➤ 本轮周期欧洲可能先于美国降息。



数据来源：iFinD，东兴证券研究所

国内经济

● 海外衰退推迟：消费动能仍在，仍可支撑短期经济，投资短期止跌略有回升。

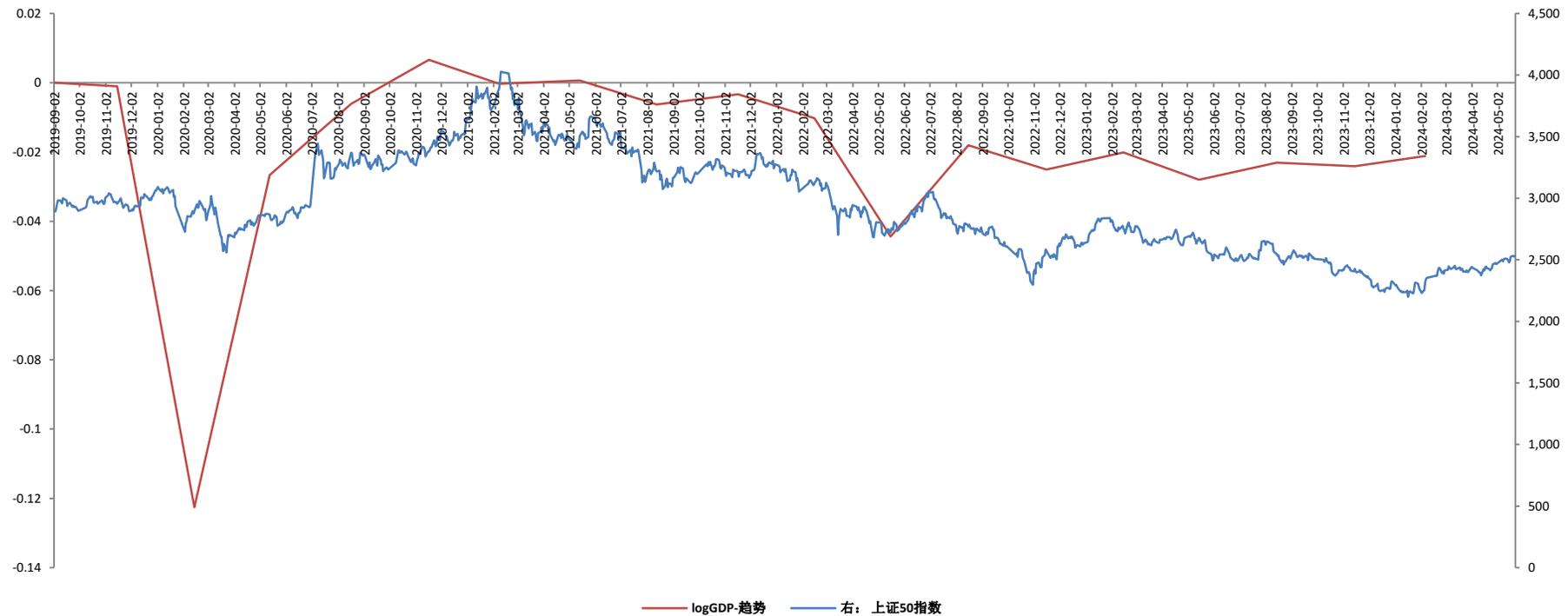
- 实体经济：全球商品库存周期开始正常化，美国上半年衰退概率不大；下半年尚不能排除放缓/衰退。
- 货币政策：年内降息必要性下降。
- 美股：短期没有明显风险点；长期再次出现趋势性泡沫，2023年年底从中性谨慎转为中性。
- 美债：隐含降息幅度为0，上限4.6~4.75%。

● 国内经济恢复性复苏中后期：信贷、财政政策均出现拐点（5.2~5.3%）

- GDP：前期财政货币政策宽松程度与欧美存在差异，国内经济更多为自然复苏，需要时间，服务业经济复苏可持续。
 - ✓ 消费：恢复性增长中后期，可能略不及2023年，但幅度不大。 ↓
 - ✓ 投资：受出口、地产投资拖累程度略有下降 ↑
 - ✓ 地产：略好于2023年，很难有明显起色，信贷政策出现拐点。 →
 - ✓ 出口：略好于2023年，但幅度有限。 ↑
- 通胀：压力不大，提供了宽松政策的基础。
- 货币：货币将维持宽松氛围。
- 财政：特别国债。

一、当前经济状态：自然复苏

当前GDP累计水平VS 无疫情年均**5.2%**增速水平——经济略有好转

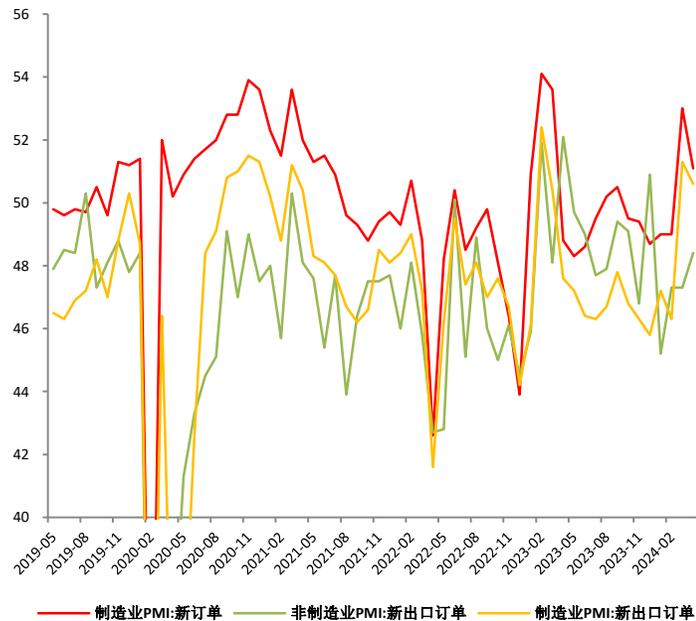


资料来源：iFinD，东兴证券研究所

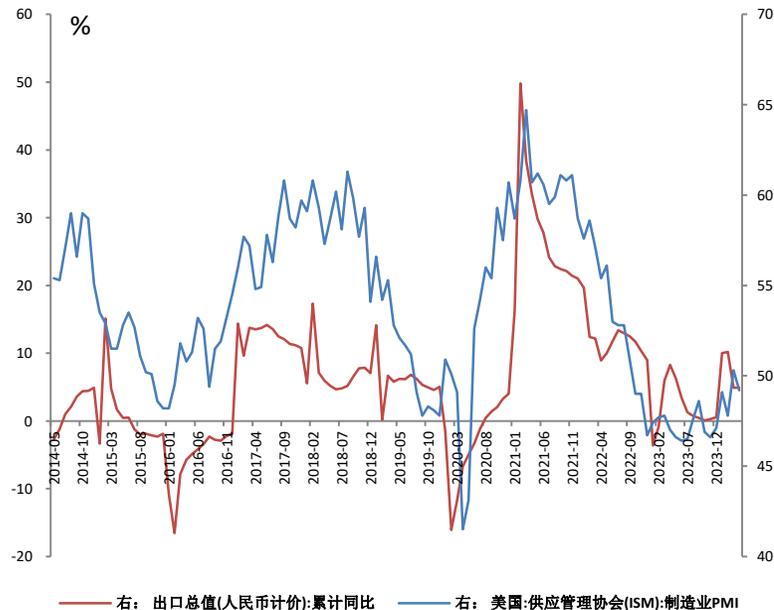
一、当前经济状态：自然复苏：净出口：略有转好

海外部分商品进入正常补库存阶段，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。

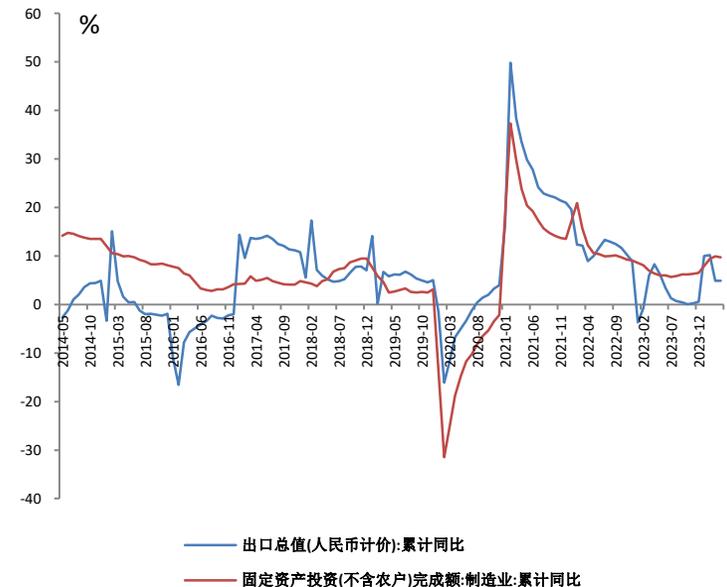
但海外补库存持续性仍有待观察，海外消费数据尚不支持补库存以外的转暖逻辑。我们仍认为出口略好于去年，但幅度不大。



资料来源：iFinD，东兴证券研究所



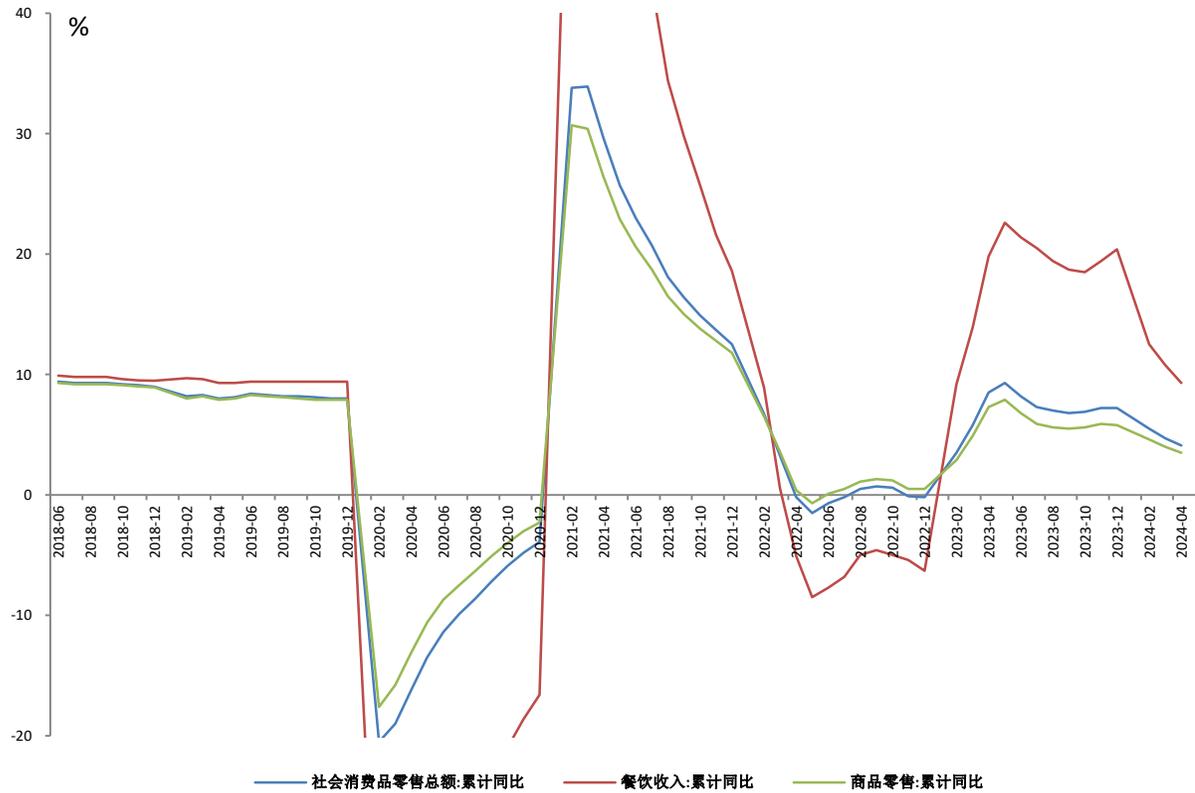
资料来源：iFinD，东兴证券研究所



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

一、当前经济状态：自然复苏：服务消费持续

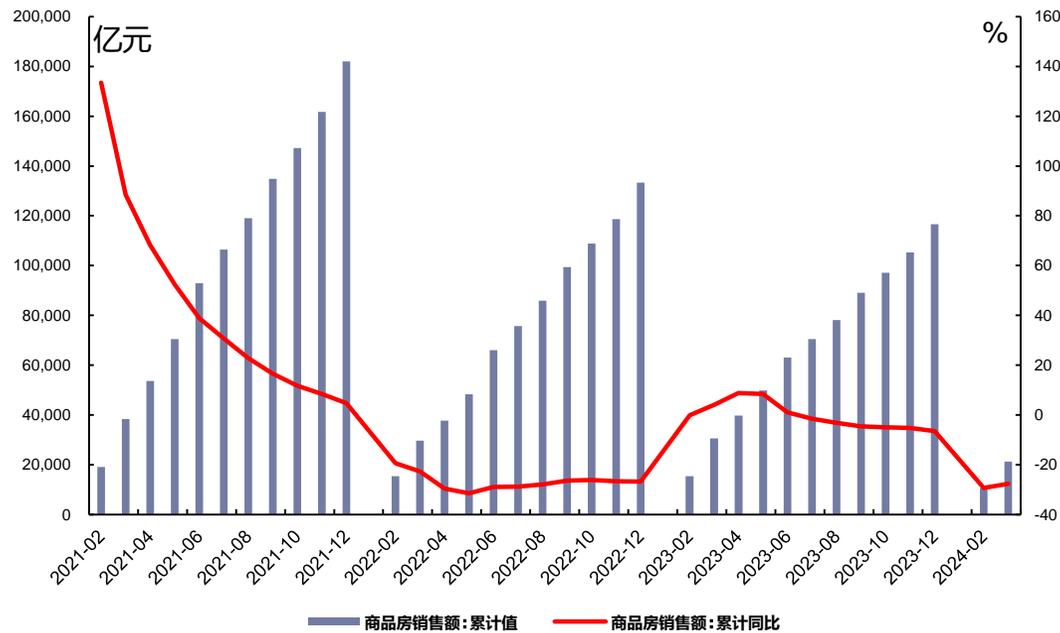
- 商品消费增长不及服务消费。



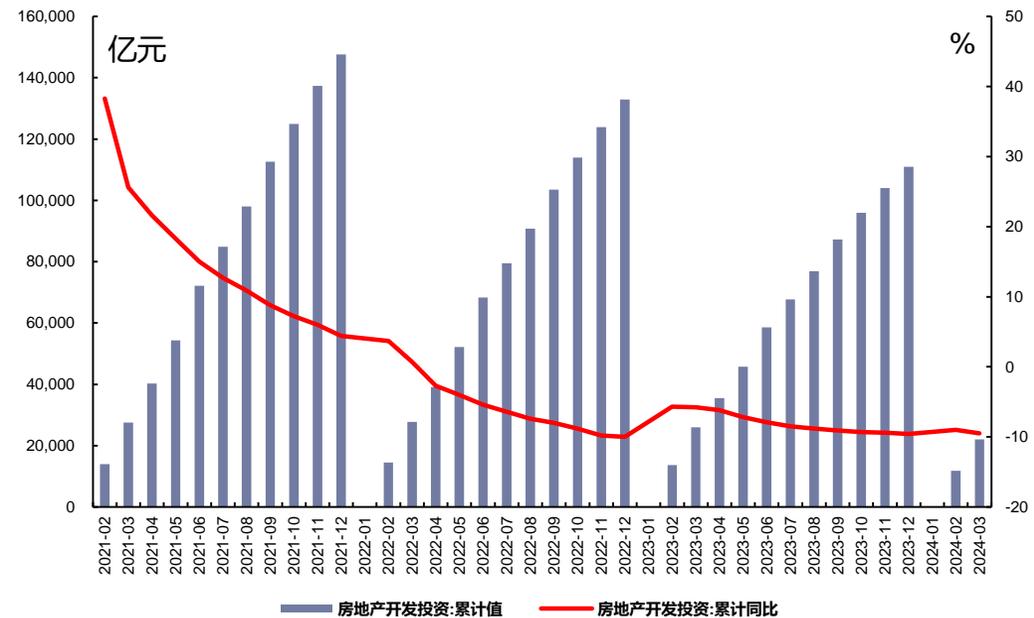
数据来源：iFinD，东兴证券研究所

一、当前经济状态：自然复苏：地产销售低迷。

- 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。



资料来源：iFinD，东兴证券研究所



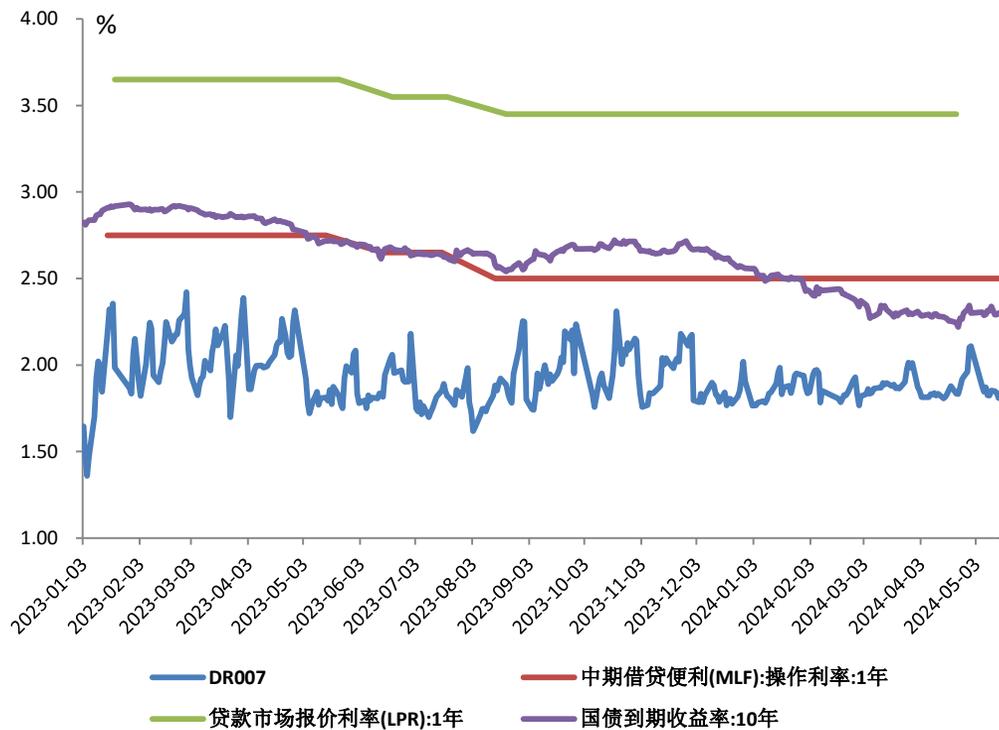
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

一、当前经济状态：通胀压力不大。

- 通胀没有压力。
 - 受制于国内总需求下行压力，核心CPI始终维持低位。
 - 整体判断年内国内通胀环境温和。考虑到全球通胀形势，国内通胀风险维持“中性偏低”。
 - 以往政策似乎对通胀过于担忧。
 - 通胀对于国内货币政策基调仍然“友好”。

一、当前经济状态：融资需求不旺

- 市场利率下行，融资需求不旺。



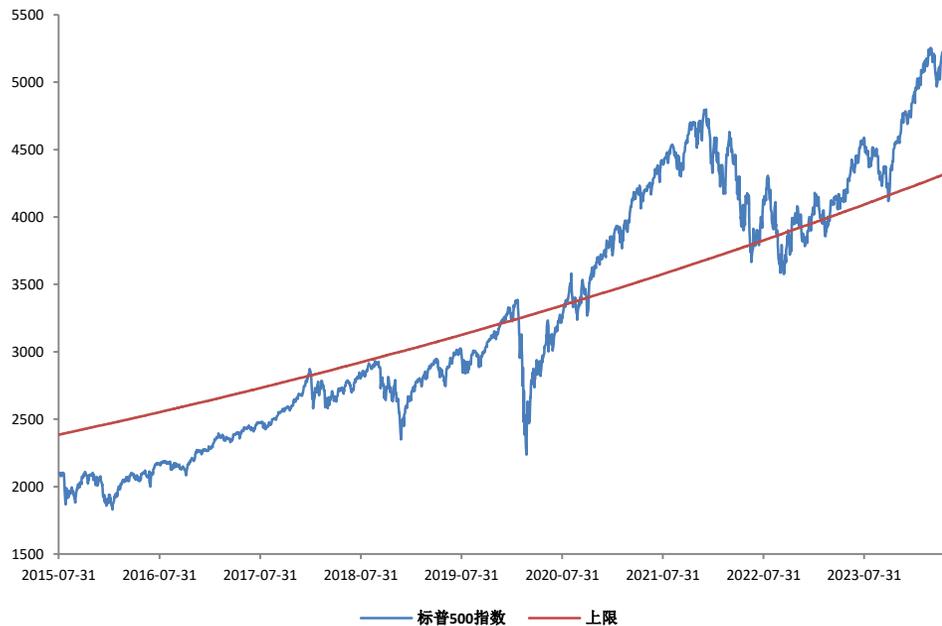
数据来源：iFinD，东兴证券研究所

资本市场

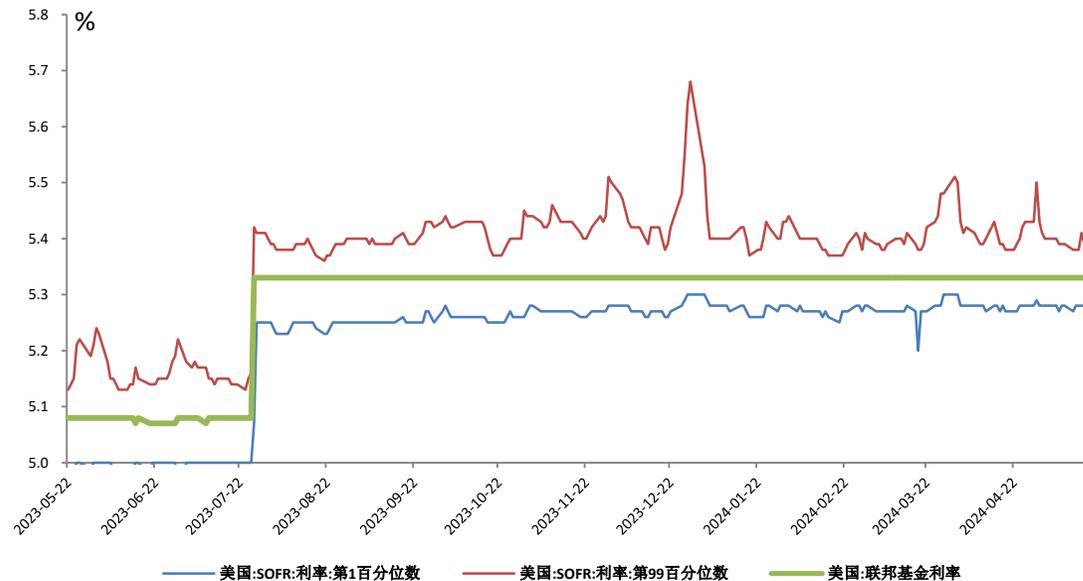
- **利率** 美十债下限3.6~3.85%，上限4.6~4.75%。
- **美股** 年内衰退风险不大，股市短期风险不大。
处于长期泡沫，长期从去年4季度起从中性谨慎转为中性，目前维持不变。
- **黄金** 行情可持续至9月。

三、资本市场：美股

1. 短期衰退风险不大，股市短期风险不大。
2. 长期泡沫再次出现，类似1997-2000年科技泡沫时期，长期从中性谨慎转为中性。
3. 市场短期流动性平稳。



数据来源：iFinD，东兴证券研究所

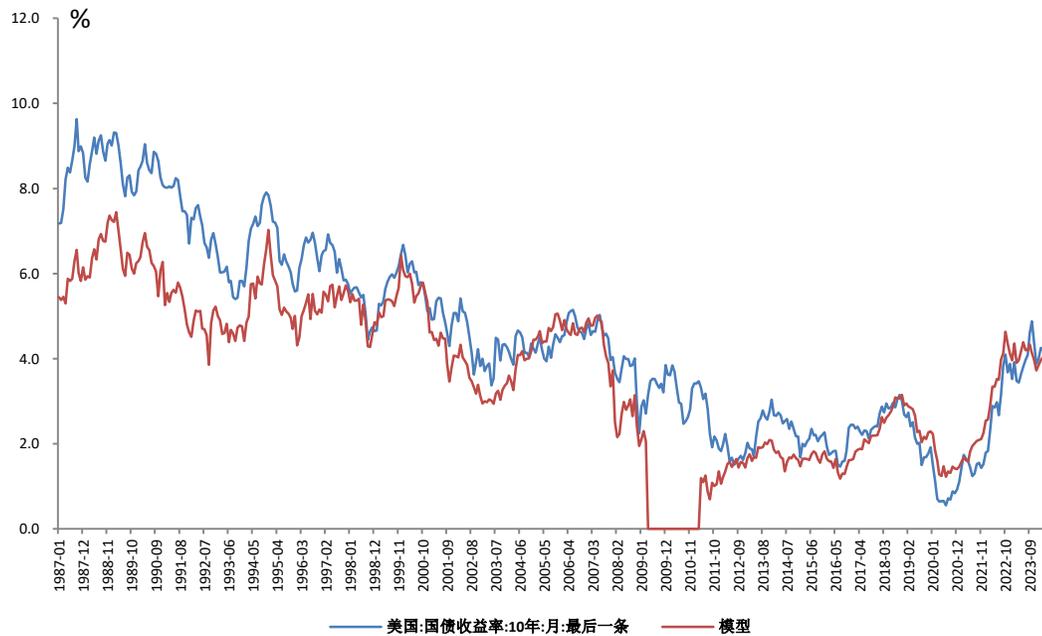


数据来源：iFinD，东兴证券研究所

三、资本市场：美债

➤ 建议适当增配2年期以内的美国利率短债。

- 1、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%。
- 2、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。今年美十债再次突破5%的可能性不高。
- 3、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。

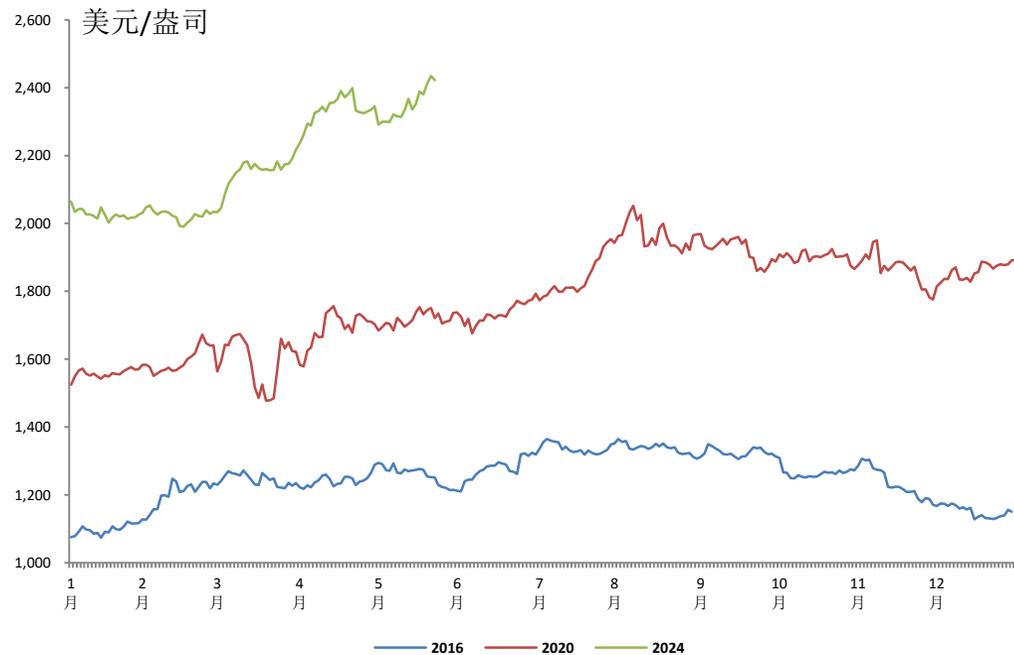


数据来源：iFinD，东兴证券研究所

三、资本市场：黄金

➤ 黄金行情可持续至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。



数据来源：iFinD，东兴证券研究所

- 国内

- **A股** 底部区间

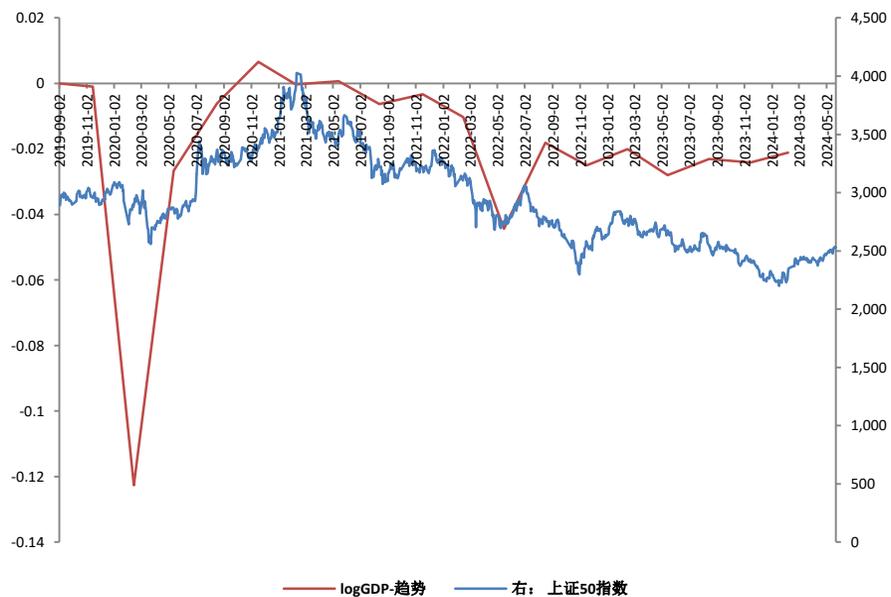
- ✓ 50受宏观经济影响逻辑较强，但预期从快速复苏转为自然复苏，增长斜率发生变化。
- ✓ 成长股建议关注研发投入占比较高的科技企业/行业。

- **固收**

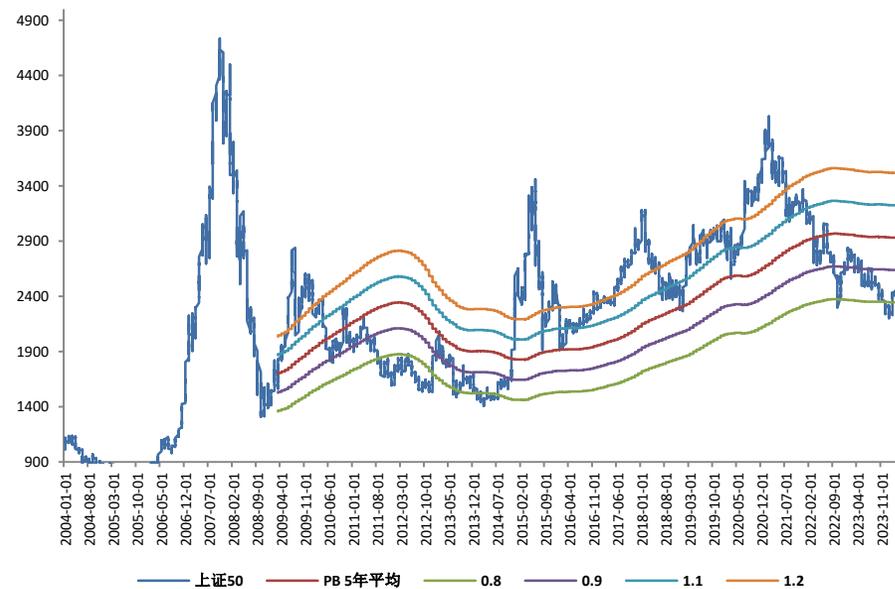
国内低通胀环境以及宽松的货币财政政策，利率中枢结构性下降，预计国内长期处于低利率状态。随着外围利率下行，国内利率下行压力减小，建议固收整体适度减配。相对而言，固收+产品可能收益相对较有优势。

三、资本市场：国内

- **A股处于底部区间，之前降幅与经济走势相符合。**
 - 1、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。
 - 2、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。
 - 3、随着风险偏好有所提升，建议适度增配A股。



资料来源：iFinD，东兴证券研究所



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

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

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。

分析师简介

康明怡, S1480519090001

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。

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责任。

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。

感谢观看，欢迎交流

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街5号新盛大厦B座16层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路248号瑞丰国际大厦5层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路6009号新世界中心46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526

东兴宏观

2024年5月29日