



## 海外市场中期报告

# 以正合，出奇胜——资产极致分化后的再平衡

## 2024年下半年海外市场展望

证券分析师

薛威

资格编号：S0120523080002

邮箱：xuewei@tebon.com.cn

谭诗吟

资格编号：S0120523070007

邮箱：tansy@tebon.com.cn

### 投资要点：

- **回顾：降息预期反复，市场极化演绎。**上半年美国经济存在韧性，通胀黏性显现，首次降息时点从年初预期的3月延后至9月，美债收益率和美元指数上升引发部分亚太货币贬值。美债定价锚作用减弱，伦敦金现在部分央行的避险需求刺激下创历史新高。市场极化演绎，美股AI板块独领风骚，科技龙头与中小盘的分化加剧。
- **现实：美国内生动能转弱，通胀担忧或消弥。**市场曾在2022资产极致分化后的再平衡年末至2023年初时认为2023年美国衰退是大概率，然而财政余波带来的强劲经济超出全市场预期。我们认为当前正处于与当时完全镜像的过度乐观状态，从经济数据内部来看，美国内生动能或许并没有想象中那样强劲。
- **第一，就业市场的变化或预示着美国经济拐点到来。**首先，5月失业率已经上行至4.0%。历史上失业率与(10Y-2Y)美债利差的相关性极高，能够有效体现出经济变化，失业率上行一定程度上体现出就业市场转弱；其次，非农数据强劲可能由兼职与移民的共同推动，而非美国经济的内生韧性；另外，美国职位空缺数/登记失业人数比值已经恢复至疫情前的水平，职位需求不再像之前那样火热，美国就业市场正在回归正常水平。
- **第二，居民消费转弱且内部分化加剧。**存款方面，美国剩余的超额储蓄或支撑美国消费至2024年中左右，下半年该部分支持转弱；工资方面，就业市场常态化后新增就业人数和薪资均难以大幅上升，或直接对居民的购买力和消费意愿产生限制；消费贷款方面，消费贷增长趋势明显放缓，信用卡违约率也有所上行。消费能力分化在加大，职业空缺率降幅最大的行业正是时薪较低的行业，意味着美国中低收入人群的生活压力上升，不得不进入劳动力市场寻求更多的兼职就业岗位。
- **第三，美国财政在下半年或有发力，但在高企的公共债务下对经济助力或有限。**历史上看，大选年美国赤字占GDP的比重更高，1929年以来，美国在大选年的财政赤字占GDP的比重平均值为3.6%，在非大选年为3.2%，显示大选年财政主动支出更为积极。但美国目前的政府债务水平确实引发了部分担忧，从去年惠誉下调美国主权评级、穆迪下调信用评级展望，到麦卡锡被罢免引发美债利率飙升，再到中国抛售美债和耶伦访华，均显示出美债信用问题开始受到市场关注。
- 长期来看，全球或面临经济周期错位、大国博弈加剧的格局，需要更多以结构分化的视角来看待世界，并从产业的角度来观察不同经济体的发展。巴西、墨西哥、加拿大等作为美国“近岸外包”的新兴市场国家，未来受到美国的影响可能更大；与中国地理关系更接近、容易加强合作关系的中亚、越南等市场或受到中国的辐射影响更大；德国、日本、韩国等老牌发达国家的定位更为复杂，未来与美国的相关度存在较大不确定性。港股在这样的背景下仍以结构性机会为主，港股高股息板块的避险优势仍然存在，其中电力等公用事业板块确定性可能更高。
- **配置：下半年通过自上而下的宏观叙事进行资产配置的难度增大，我们建议从资产性质的角度出发，提出“以正合，出奇胜”的思路：**一是具有高防御属性，长期向上趋势确定性较高的资产——以正合，关注黄金、美国AI龙头、港股非耐用消费品和高股息板块。二是寻找估值性价比较高、弹性较大的“高赔率”资产——出奇胜，关注美股小盘股（罗素2000、XBI等）、港股互联网/消费/生物科技行业等。
- **风险提示：**全球经济景气度不及预期；海外通胀黏性超预期；地缘政治局势超预期。

## 内容目录

1. 回顾：预期紊乱，市场极化.....	5
2. 现实：拐点隐显，镜像重现.....	8
2.1. 美国内生动能：经济转弱拐点显现，通胀担忧有望消弥.....	8
2.2. 对外辐射影响：全球格局分化重塑，港股结构配置为主.....	14
3. 展望：草蛇灰线，守正出奇.....	17
3.1. 配置视角一：以正合—高确定性的基本盘.....	17
3.2. 配置视角二：出奇胜—高赔率、高弹性.....	18
4. 风险提示.....	20

## 图表目录

图 1: 美国制造业 PMI 回暖 .....	5
图 2: 核心 PCE 同比增速与美联储目标位仍有差距 .....	5
图 3: 美国制造业 PMI 分项 .....	5
图 4: 美国服务业 PMI 分项 .....	6
图 5: 上半年亚太货币波动加大 .....	6
图 6: 2024 年以来重要资产涨跌幅 (%) .....	6
图 7: 标普 500 行业指数涨跌幅 (%) .....	7
图 8: 3 月降息预期回落后, 美股龙头指数的优势扩大 .....	7
图 9: 上半年美股走势和大事梳理 .....	7
图 10: 伦敦金现创历史新高, 与 10Y 美债实际利率的相关性明显走弱 .....	8
图 11: 10 年期与 2 年期美债利率与失业率呈现强相关性, 显示失业率能够较好的体现出经济周期的变化 .....	8
图 12: 62 岁以后从事全职工作的平均可能性 .....	9
图 13: 2023 年下半年以来美国兼职人数继续抬升而全职人数呈下降趋势 .....	9
图 14: CBO 估计 2023 年美国净移民人数达到 330 万人 .....	10
图 15: 美国职位空缺数/登记失业人数已经恢复至疫情前水平 .....	10
图 16: 美国消费贷规模明显放缓 .....	11
图 17: 耐用消费品库销比呈上升趋势 .....	11
图 18: 2024 年以来美国谘商会消费者信心指数与密歇根大学信心指数均回落 .....	11
图 19: 美国分行业的职位空缺率变化 .....	11
图 20: 美国分行业平均时薪 .....	11
图 21: 美国公共债务总额占 GDP 比重达到历史高位 .....	12
图 22: 美国政府杠杆率在发达国家中并不算高 .....	12
图 23: 美国 PCE 环比分项 (%) .....	13
图 24: 美国财政盈余/赤字占 GDP 比重 (%): 大选年赤字率平均值较非大选年更高 .....	13
图 25: 中对美/俄出口增速分化显示国际关系不确定性加大 .....	15
图 26: 近年来美国制造业资本支出大幅上升 .....	15
图 27: 美国制造业产能指数同比增速明显提升, 产值指数同比仍在低位波动 .....	15
图 28: 上半年港股周期行业涨幅靠前 .....	16
图 29: 上半年恒生大型股涨幅靠前 .....	16
图 30: 两轮预防式降息期间港股表现稳定 .....	16

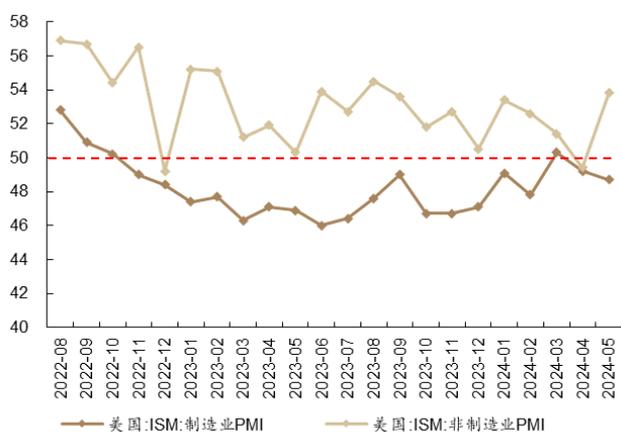
图 31: 历史地位和避险属性是大型机构持有黄金决策中最相关的因素 .....	17
图 32: STOXX 欧洲奢侈品 10 指数: 2016 年以来回报率高达 268%, 高于同期欧元区 STOXX 涨跌幅 61% .....	18
图 33: 实际金价接近历史高点 .....	18
图 34: 港股、墨西哥 MXX、巴西 IBOVESPA 指数等新兴市场股指市盈率分位处于较低 水平 .....	19
图 35: 港股消费、资讯科技和医疗保健等行业估值分位较低 .....	19
图 36: 日元贬值或是日股上涨的因素之一 .....	20

## 1. 回顾：预期紊乱，市场极化

上半年美国经济整体韧性，但内部存在分化，或显示经济转弱。5月之前美国ISM服务业PMI走弱，就业、订单、库存等分项形成拖累，物价分项相对强势；制造业PMI回暖带来支撑，其中物价分项贡献较多。但5月两者趋势反转分化，服务业大幅反弹至53.8，制造业PMI回落至48.7，就业端制造业韧性、服务业疲弱的态势并未改变。

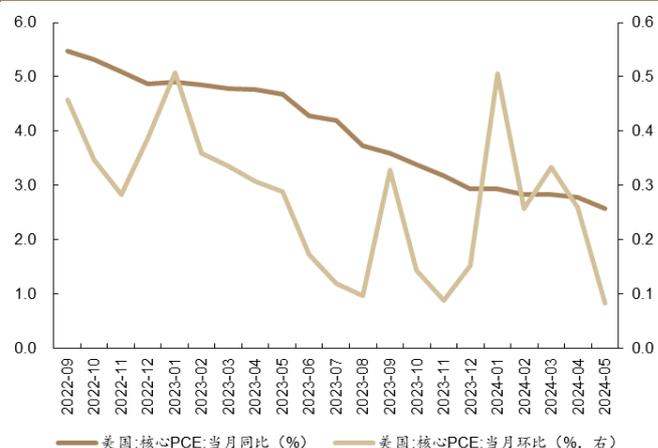
通胀黏性显现，美国降息预期反复。从PCE指标能够看到，1-5月美国核心PCE环比增速整体回落，同比增速持续放缓，但回落速度不及预期，5月核心PCE同比增速在2.6%附近，较美联储的目标2%仍有距离。这带来市场预期的反复，降息预期从年初的“3月首次降息，全年降息156bp”不断收敛，目前CME模型显示首次降息预期已延后至9月。在此背景下，今年以来美债收益率一直处于上升趋势中，美元指数一度升至106以上，引发部分亚太货币的大幅波动，日元、韩元等货币在上半年大幅贬值。

图1：美国制造业PMI回暖



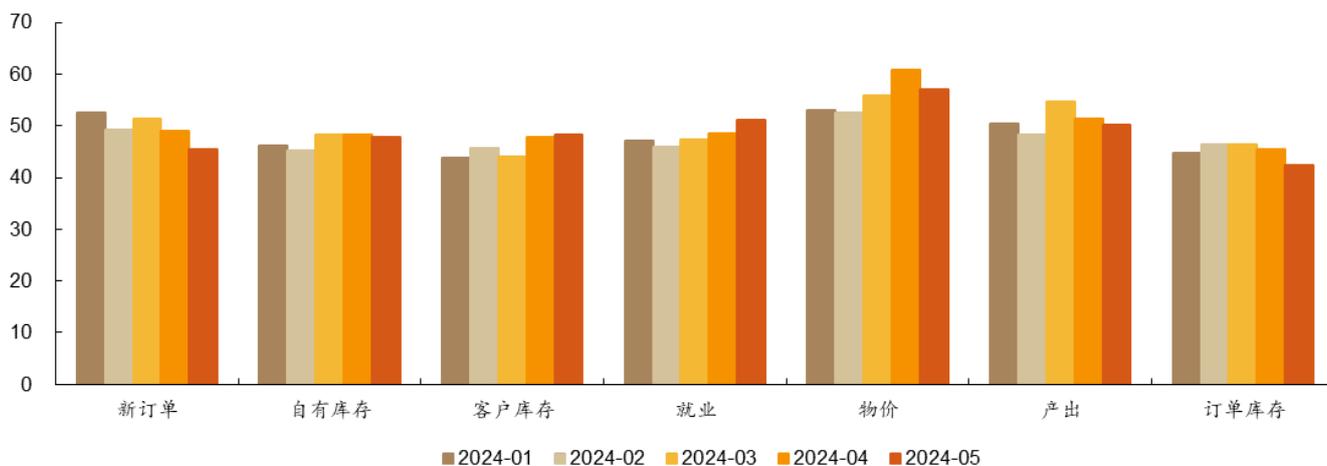
资料来源：Wind，德邦研究所  
注释：红色虚线代表荣枯线

图2：核心PCE同比增速与美联储目标位仍有差距



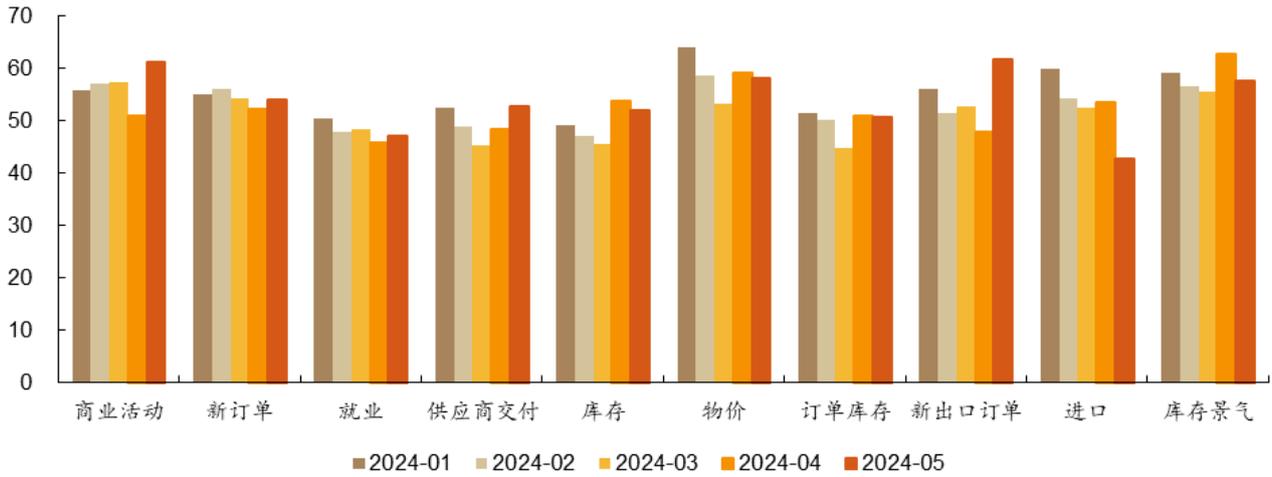
资料来源：Wind，德邦研究所

图3：美国制造业PMI分项



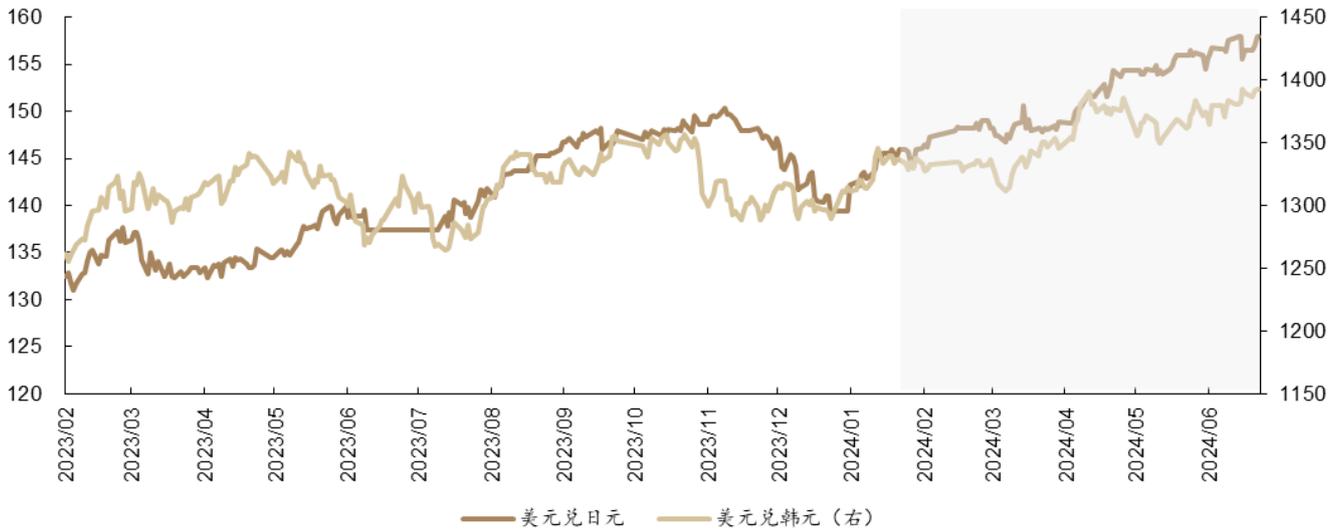
资料来源：Wind，德邦研究所

图 4：美国服务业 PMI 分项



资料来源：Wind，德邦研究所

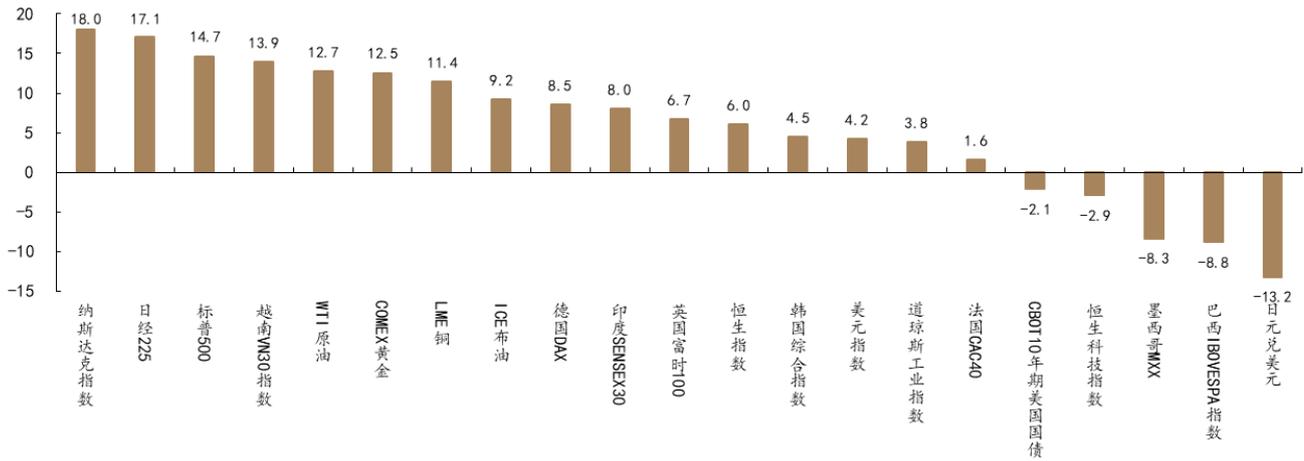
图 5：上半年亚太货币波动加大



资料来源：Wind，德邦研究所  
注释：数据截止 2024 年 6 月 25 日

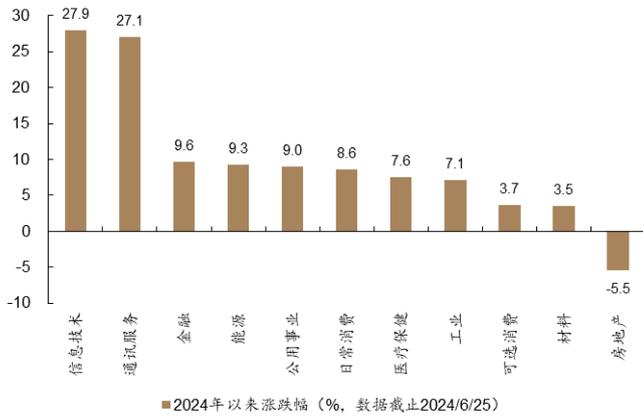
**AI 和通胀成为上半年的主线，市场结构极化。**在降息预期反复、美联储指引模糊的背景下，资产价格缺乏统一的宏观逻辑，产业和事件驱动成为市场主线。一是 AI 主线推动美股龙头指数屡创新高，这也导致了美股市场风格极化的现象。从行业表现来看，截至 2024 年 6 月 25 日，标普 500 通讯服务、信息技术指数今年以来的涨幅均超过 27%，显著优于其他行业；从市场风格来看，标普 500/罗素 2000、纳斯达克/罗素 2000 纯成长的价格比在 3 月降息预期回落后呈上行趋势。意味着上半年的美股行情更多是源于科技巨头股价上涨的推动。二是中东地缘局势反复，对通胀预期和风险偏好形成干扰，黄金、原油等大宗价格波动加大，伦敦现货黄金在部分地缘敏感经济体央行的避险需求刺激下一度创出历史新高。

图 6：2024 年以来重要资产涨跌幅 (%)



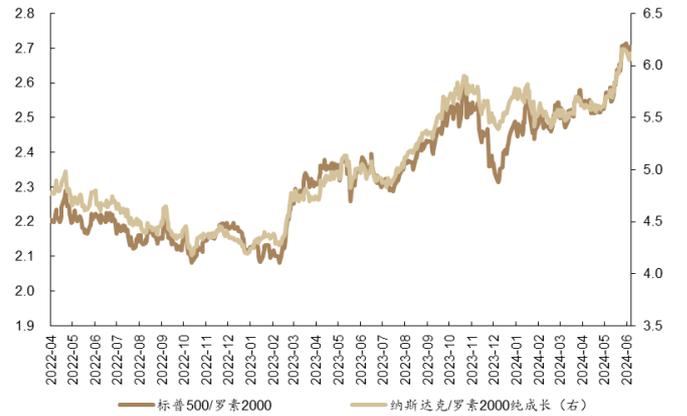
资料来源: Wind, 德邦研究所  
注释: 数据截止 2024 年 6 月 25 日

图 7: 标普 500 行业指数涨跌幅 (%)



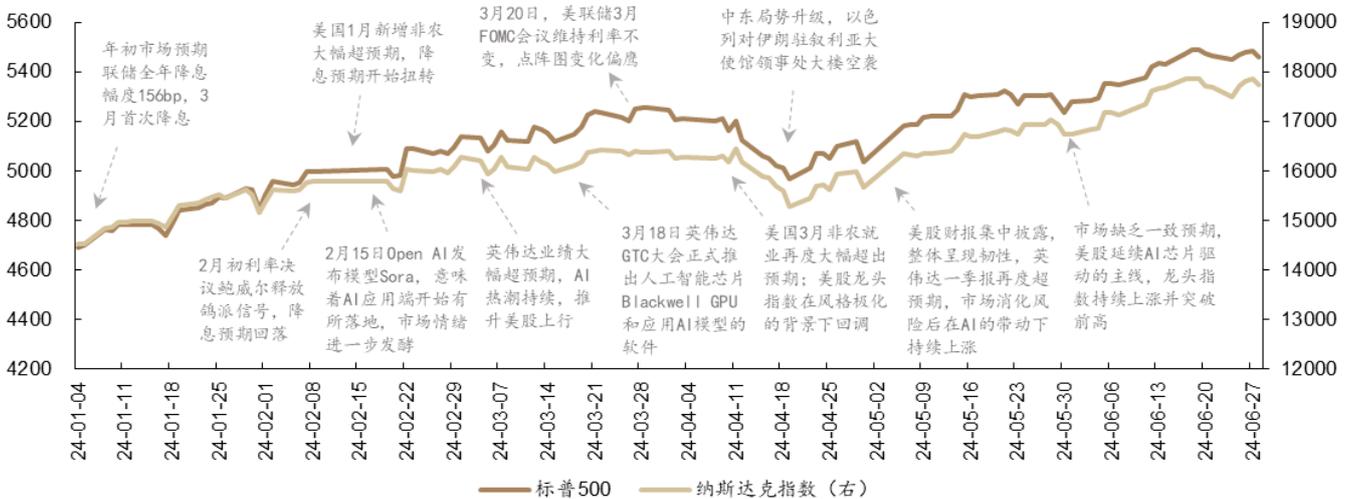
资料来源: Wind, 德邦研究所

图 8: 3 月降息预期回落后, 美股龙头指数的优势扩大



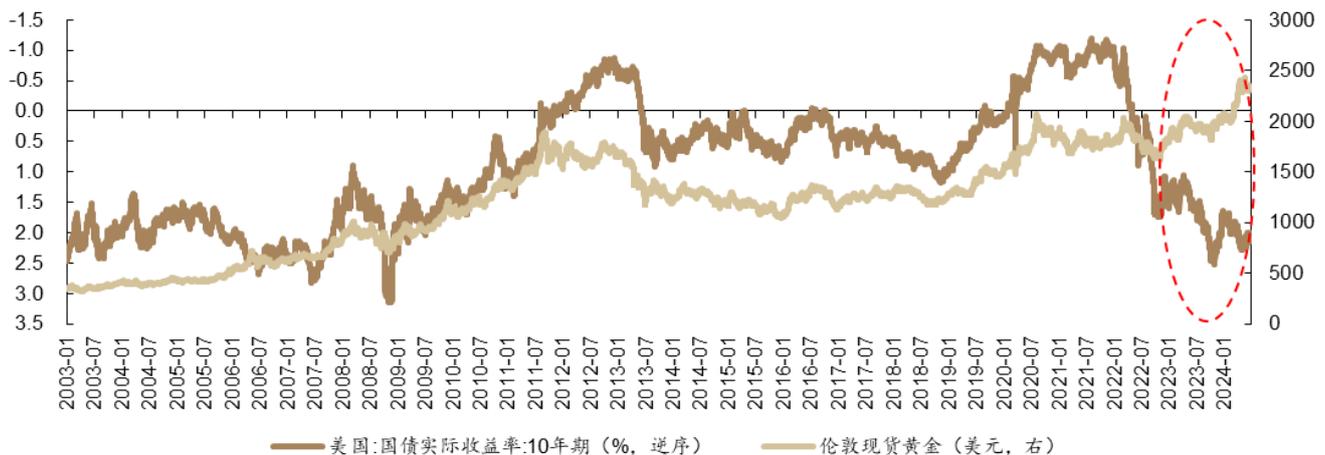
资料来源: Wind, 德邦研究所

图 9: 上半年美股走势和大事梳理



资料来源: 华尔街见闻、财联社等, Wind, 德邦研究所

图 10: 伦敦金现创历史新高, 与 10Y 美债实际利率的相关性明显走弱



资料来源: Wind, 德邦研究所

## 2. 现实: 拐点隐显, 镜像重现

### 2.1. 美国内生动能: 经济转弱拐点显现, 通胀担忧有望消弥

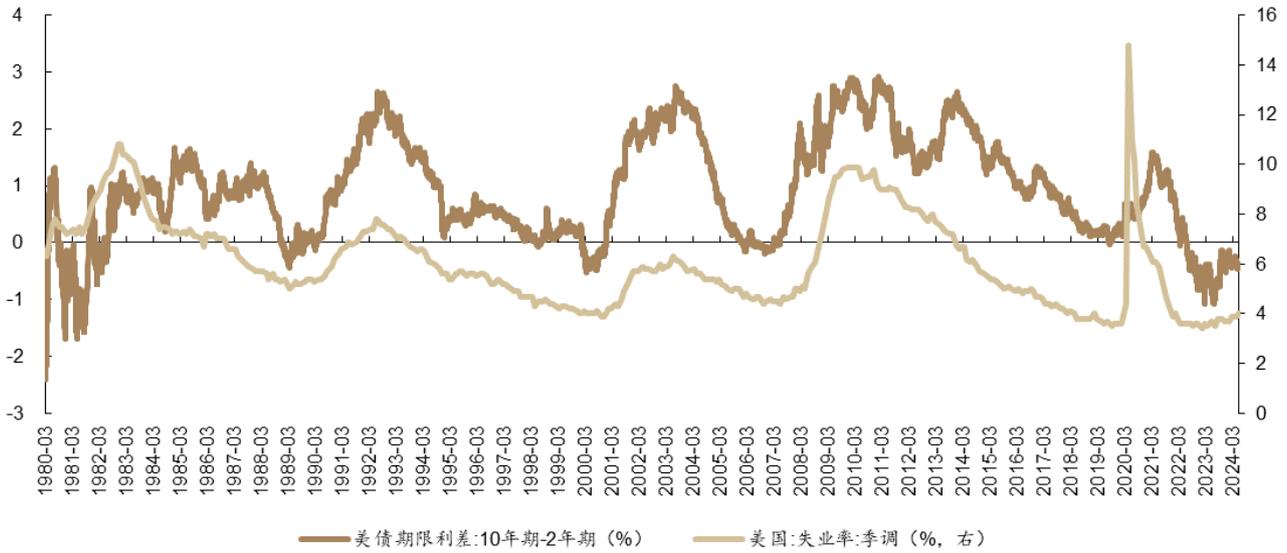
就业市场的变化或预示着美国经济拐点到来。近期美国就业市场数据分化扰动市场预期。5月ADP小非农就业人数降至15.2万人, 5月失业率升至4.0%, 但是5月新增非农却达到27.2万人, 大幅超出预期值18.5万人。但我们认为美国就业市场仍然显示出了走弱的迹象, 主要有三点:

第一, 5月失业率已经上行至4.0%。从历史数据来看, 失业率与(10Y-2Y)美债利差的相关性极高, 具有非常明显的周期属性, 能够有效体现出经济变化, 因此失业率的上行一定程度上体现出就业市场转弱。

第二, 非农数据强劲可能由兼职与移民的共同推动, 而非美国经济的内生韧性。纽约联储在最新的一项劳动市场调查中发现, 疫情之后美国老年劳动力更倾向于兼职而非全职, 计划在62岁之后继续维持全职工作的人数占比显著下降, 身兼数职的情况一定程度上导致了非农数据的增长。移民方面, 美国国会预算办公室(CBO)估计2023年美国净移民人数达到330万, 远高于2010-2019年间的平均数90万人。从2023年非美劳动力的分布来看, 美国移民最为青睐的行业是教育和保健服务、休闲和酒店(包括餐饮), 而本次非农就业贡献最大行业是医疗保健、休闲和酒店(不包括政府雇员), 与移民喜爱的行业重合度较高。

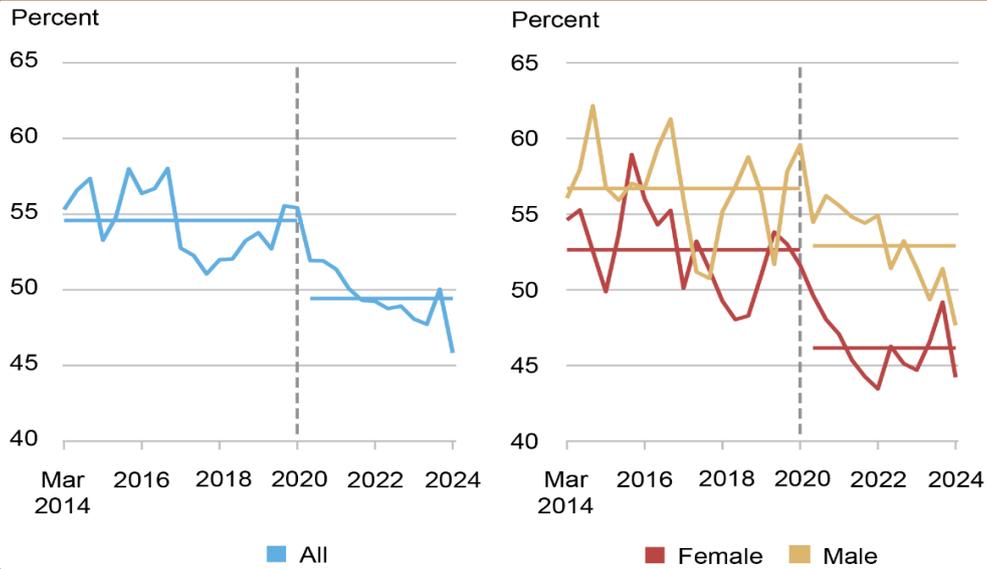
第三, 美国职位空缺数/登记失业人数比值已经恢复至疫情前的水平, 4月该比值已回落至1.24, 意味着职位需求不再像之前那样火热, 近期已经出现明显回落, 当然移民涌入和退休潮也部分填补了就业缺口。无论如何, 这意味着美国就业市场正在回归正常水平, 后续新增就业市场可能会继续转弱。

图 11: 10 年期与 2 年期美债利率与失业率呈现强相关性, 显示失业率能够较好的体现出经济周期的变化



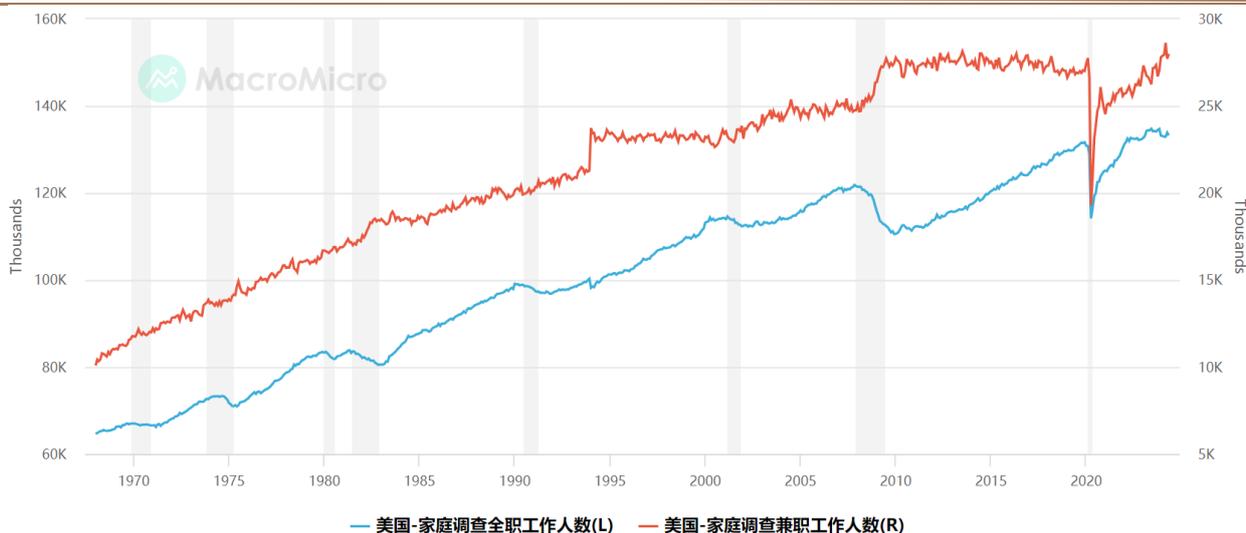
资料来源：Wind，德邦研究所

图 12：62 岁以后从事全职工作的平均可能性



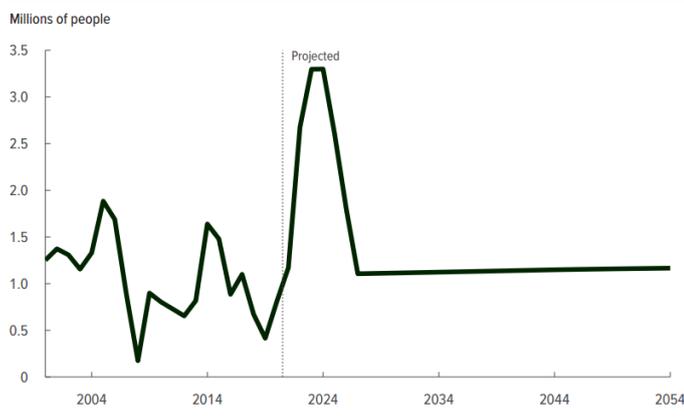
资料来源：《The Post-Pandemic Shift in Retirement Expectations in the U.S.》Felix Aidala, Gizem Kosar, and Wilbert van der Klaauw, SCE 劳动力市场调查，纽约联储，德邦研究所  
注：垂直虚线表示疫情开始之时，水平线表示疫情前后的平均值。

图 13：2023 年下半年以来美国兼职人数继续抬升而全职人数呈下降趋势



资料来源: MacroMicro, 德邦研究所

图 14: CBO 估计 2023 年美国净移民人数达到 330 万人



资料来源: CBO, 德邦研究所

图 15: 美国职位空缺数/登记失业人数已经恢复至疫情前水平

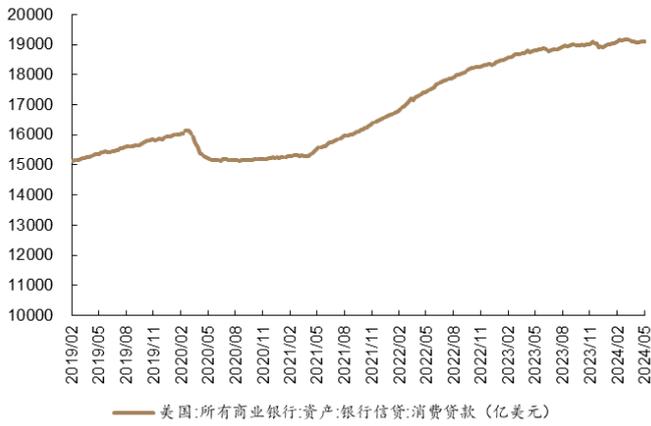


资料来源: Wind, 德邦研究所

**居民消费转弱，内部分化加剧。** 消费的来源主要有三个，一是存款，即过去的收入，对应的是超额储蓄。我们在《科技为马，玄者作缰——2024 年海外市场年度展望》中曾分析判断，美国剩余的超额储蓄大概率能够支撑美国消费至 2024 年中左右；二是工资，即当前的收入，与就业市场直接相关，就业市场常态化后新增就业人数和薪资均难以大幅上升，或直接对居民的购买力和消费意愿产生限制；三是消费贷款，即透支未来的收入，从数据来看，在高利率限制下，美国消费贷增长趋势已经明显放缓，信用卡违约率也有所上行。上述三个角度均能看出美国消费正在转弱。从前瞻的消费者信心指数来看，无论是谘商会消费者信心指数还是密歇根大学信心指数，今年以来均呈现回落趋势。

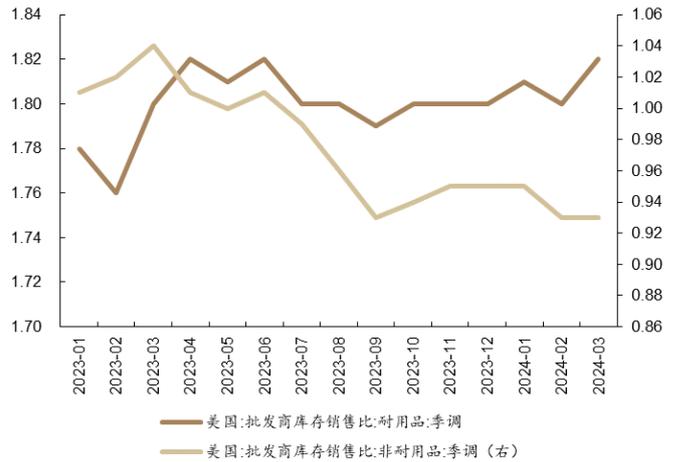
值得注意的是，美国居民的消费能力分化在加剧。从就业的细项数据可以看到，4 月职业空缺率较去年同期降幅较大的行业与时薪较低的行业重合度较高，意味着美国中低收入人群的生活压力上升，不得不进入劳动力市场寻求更多的兼职就业岗位。从消费分项的库销比来看，耐用消费品的库销比呈上行趋势，而非耐用消费品回落，一定程度上显示出耐用消费品销售受到阻碍，居民对于价格相对昂贵的物品支出意愿减弱。从市场表现来看，今年以来标普 500 日常消费指数涨幅 (+8.6%) 明显高于可选消费 (+3.7%)，麦当劳等上市公司的管理层也表示由于日常支出价格的上涨，消费者对于每一美元的支出都变得更加谨慎。

图 16: 美国消费贷规模明显放缓



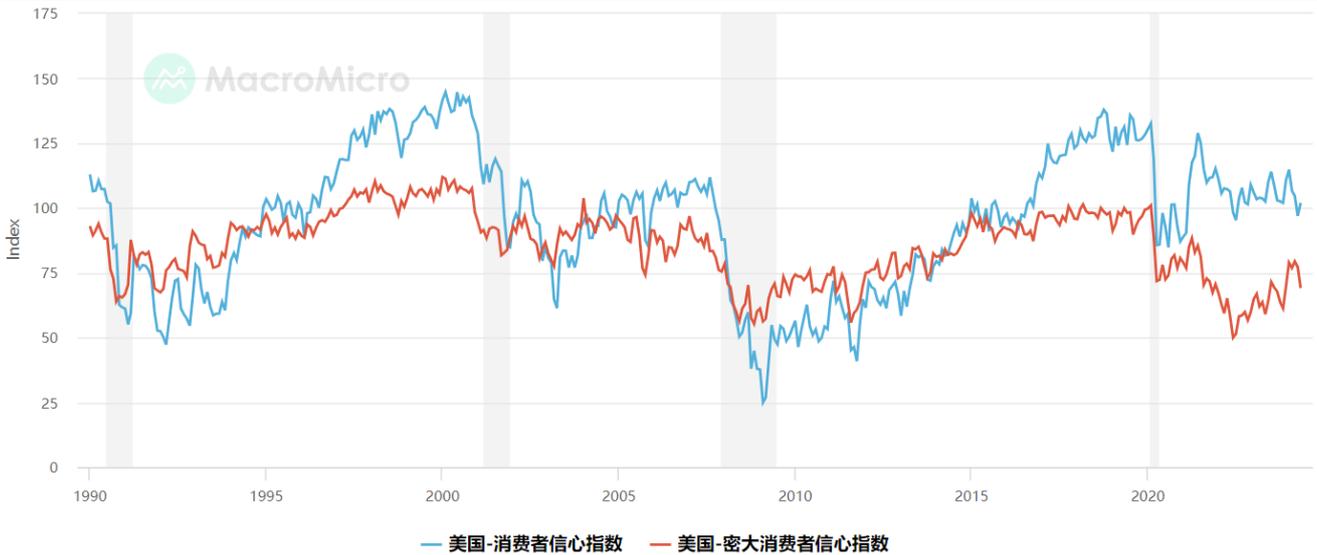
资料来源: Wind, 德邦研究所

图 17: 耐用消费品库销比呈上升趋势



资料来源: Wind, 德邦研究所

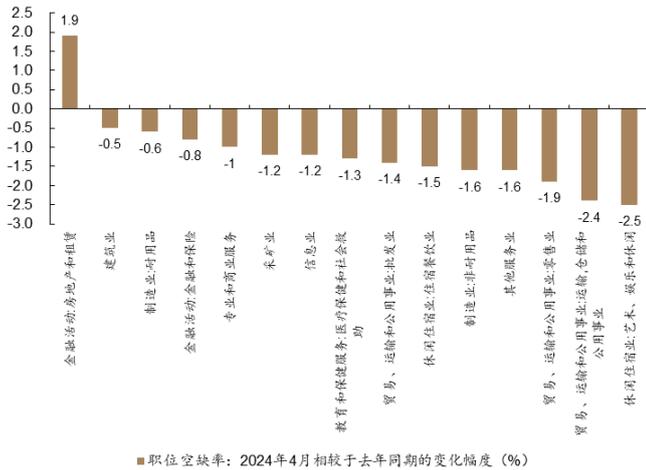
图 18: 2024 年以来美国谘商会消费者信心指数与密歇根大学信心指数均回落



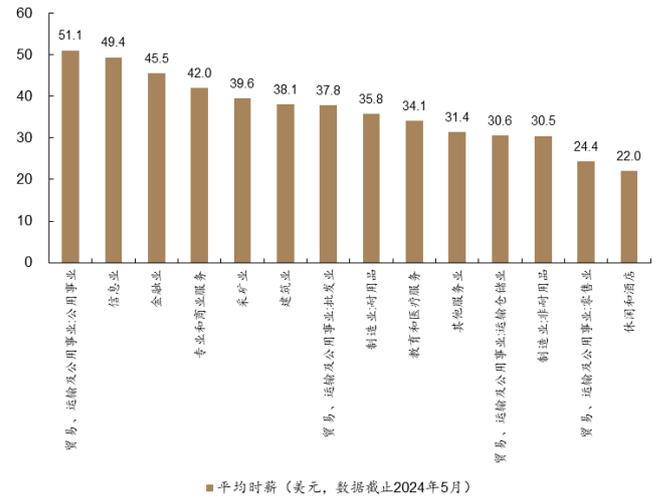
资料来源: MacroMicro, 德邦研究所

图 19: 美国分行业的职位空缺率变化

图 20: 美国分行业平均时薪



资料来源: Wind, 德邦研究所



资料来源: Wind, 德邦研究所

企业部门亦呈现明显分层,中小企业面临高通胀高利率带来的财务负担。2024 年 5 月,美国领先的小企业倡导组织全国独立企业联合会(NFIB)发布了一份清单,列出了国会和白宫可以减轻小企业成本压力的方法。NFIB 联邦政府关系副总裁表示“通货膨胀让本已不确定的经济中的小企业主不堪重负,他们需要救济”。

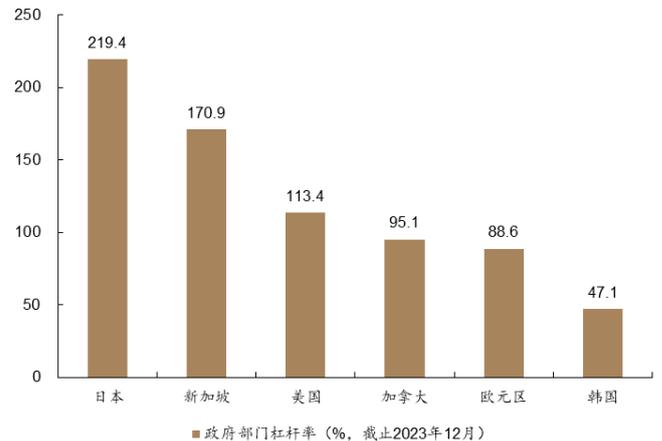
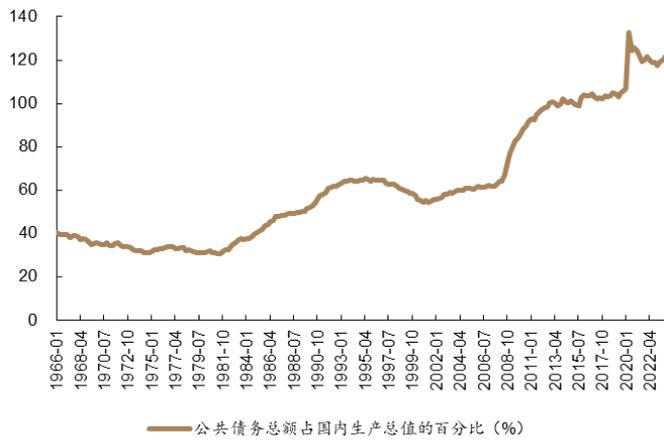
美国财政在下半年或有发力,但在高企的公共债务下对经济助力或有限。在大选背景下,下半年财政力度或得以持续,从历史上看,大选年美国赤字占 GDP 的比重更高,下半年财政支出的力度或得以持续。根据 1929 年以来的数据,美国在大选年的财政赤字占 GDP 的比重平均值为 3.6%,在非大选年为 3.2%,显示大选年财政主动支出更为积极。

但我们认为难以再像 2022-2023 年那样推动经济复苏。第一,我们认为美国政府发债难再大幅增加。从美国债务规模来看,目前美国未偿公共债务余额/GDP 已达历史高位,2023Q4 该比重为 121.6%,带来的财政偿债压力也有目共睹,截至 2024 年 5 月,美国 2024 财年利息支出占总支出的比重已经达到 13.4%。虽然横向对比来看,美国政府部门杠杆率相较于日本、新加坡等发达国家并不算高。但美国目前的政府债务水平确实引发了部分担忧,从去年惠誉下调美国主权评级、穆迪下调信用评级展望,到麦卡锡被罢免引发美债利率飙升,再到中国抛售美债和耶伦访华,均显示出美债信用问题开始受到市场关注。

第二,财政税收收入受到政策的较大影响,目前未见明显的增加空间,而支出端却面临利息规模上升和国防支出增加的压力。国防支出由拨款法案决定,2023 年国会未能及时就 2024 财年拨款法案达成一致,此前四次通过临时拨款法案加以应对,2024 年 3 月通过了部分拨款法案,但国防性支出仍未有定论。去年 12 月美国总统拜登签署国防授权法案,2024 财年的国防预算达到 8860 亿美元,较 2023 财年实际国防支出高出 650 亿美元左右,截至 2024 年 5 月,2024 财年的国防性支出为 5760 亿美元,若根据授权法案的额度,仍有 35% 左右能够使用。另外,授权法案中的数字并不是最终的拨款额度,也并不等于实际国防支出上限。2022 财年以来,美国防部实行了新的军费开支计算标准,军费开支由基础国防预算和补充预算组成,其中,国防部提交的预算申请属于基础国防预算,补充预算则主要用于支付海外应急行动、国内救援减灾等突发事件产生的费用,因此一旦有突发事件,国防部也能够通过补充预算来增加军费支出。在当前地缘政治冲突频繁的背景下,国防支出的向上弹性也会打开。

图 21: 美国公共债务总额占 GDP 比重达到历史高位

图 22: 美国政府杠杆率在发达国家中并不算高



资料来源: Fred, 德邦研究所

资料来源: Wind, 德邦研究所

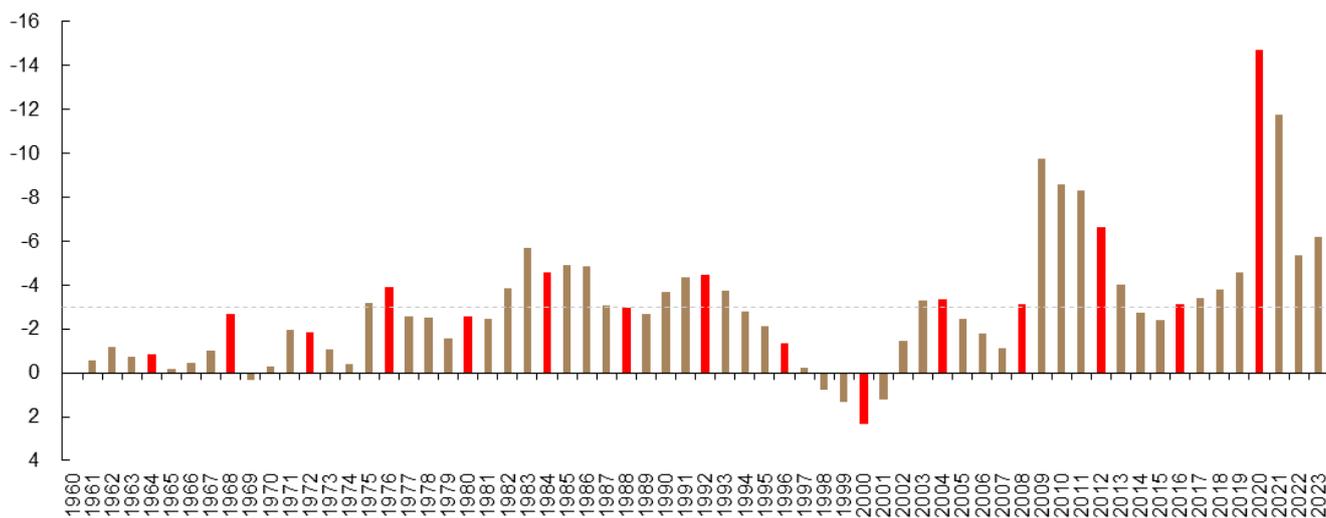
**通胀担忧或逐渐消弭。**从4月PCE分项来看,当前支撑通胀分项的主要是能源、服装和鞋类等非耐用消费品、休闲服务、餐饮服务和住宿等消费服务业。服务业通胀主要由薪资推动,我们认为在就业缺口回归常态后或趋势性走弱;商品在消费整体走弱的情况下大概率维持平稳,商品消费的内部分化不会改变整体走势;能源是最大的不确定性,受地缘政治局势和OPEC+减产计划可能变更的影响,容易导致下游交通运输等行业通胀的波动,预测难度较大。整体来看,我们认为下半年美联储最为关注的核心PCE趋势仍然向下,但能否回归至联储认为的合意状态需要进一步跟踪确认。

图 23: 美国 PCE 环比分项 (%)

	2023年												2024年			
	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	1月	2月	3月	4月
<b>PCE</b>	0.6	0.3	0.1	0.3	0.1	0.2	0.1	0.4	0.4	0	0	0.1	0.4	0.3	0.3	0.3
<b>商品</b>	0.5	0.2	-0.2	0.3	-0.1	-0.1	-0.3	0.8	0.2	-0.3	-0.6	-0.2	-0.2	0.5	0.1	0.2
耐用用品	0.2	-0.2	-0.1	0.1	0.2	-0.4	-0.7	-0.3	-0.1	-0.2	-0.5	-0.5	0.2	0.2	0.1	-0.2
机动车辆及零部件	-0.4	-1	0	1.5	1.3	-0.2	-0.6	-0.2	-0.8	-0.3	0.7	0.1	-0.9	0.1	-0.6	-0.6
家具和耐用家用设备	0.6	0.1	-0.1	-1	-0.6	-0.3	-0.2	0.2	-0.4	0	-1.3	-0.2	0.5	-0.3	0.2	-0.7
休闲用品和车辆	0.6	0.4	-0.3	-0.7	-0.2	-0.8	-1.2	-0.8	1.2	-0.4	-1.2	-1.8	1.6	1.2	0.4	0.2
其他耐用用品	0.5	0.1	0.1	0.4	0	0.2	-0.4	-0.5	-0.8	-0.2	-0.6	0.7	-0.7	-1.4	0.6	0.6
非耐用用品	0.7	0.4	-0.3	0.4	-0.3	0.1	0	1.4	0.3	-0.3	-0.6	-0.1	-0.4	0.7	0.2	0.5
购买用于店外消费的食品和饮料	0.4	0.2	-0.2	0	0.2	-0.1	0.2	0.3	0.2	0.3	-0.1	0	0.5	0.1	0	-0.2
服装和鞋类	0.7	0.7	0.3	0.3	0.4	0.3	0	0.3	-0.6	-0.1	-0.7	-0.1	-0.7	1	0.6	1.2
汽油和其他能源产品	1.9	0.4	-4.5	2.4	-5.5	0.7	0.2	10.2	2.4	-4.2	-3.7	-0.7	-3.3	3.4	1.5	2.5
其他非耐用用品	0.6	0.4	0.7	0.1	0.5	0	-0.3	0.3	0	0.4	0	-0.1	-0.2	0.3	-0.1	0.2
<b>服务</b>	0.6	0.4	0.3	0.3	0.2	0.3	0.3	0.1	0.5	0.2	0.3	0.3	0.7	0.3	0.4	0.3
家庭消费支出 (服务)	0.5	0.4	0.3	0.3	0.2	0.3	0.3	0.1	0.4	0.2	0.3	0.3	0.7	0.2	0.4	0.3
住房和公用事业	0.8	0.5	0.2	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4	0.5	0.4	0.5	0.4	0.6	0.5	0.5	0.3
卫生健康	0	0.2	0.3	0.4	0.2	0.1	0.4	0.1	0	0.5	0.1	0.2	0.6	0.2	0.1	0.1
运输服务	1	0.6	0.6	-1	0	-0.4	1	-0.6	1.4	0.2	1	-0.3	0	0.4	1.4	-1.1
休闲服务	0.7	0.9	0	0.3	-0.3	0.5	0.7	0.2	0.6	0.2	0.2	0.9	0.4	0.5	-0.1	0.3
餐饮服务 and 住宿	0.7	0.7	0.8	0	0.7	0	0.1	-0.2	0.8	0	0.3	0.3	0.7	0	0.2	0.3
金融服务和保险	0.8	0.3	-0.3	0.5	-0.3	0.5	0.4	0.4	0.5	-0.3	-0.2	0.8	1.5	0.3	0.5	0.8
其他服务	0.5	0.3	0.3	1	0.2	0.4	-0.2	0.1	0.1	0	0	0.1	0.9	-0.2	0.9	0.6
为家庭服务的非营利机构 (NPISHs) 的最终消费支出	1	-0.4	0.8	-0.2	0.8	0.9	0.1	0	1.9	-0.7	0.1	-0.1	0.1	0.9	0.7	0.4
非营利机构总产出	0.4	0	0.5	0.4	0.4	0.3	0.1	0.6	0.2	0.2	0.1	0.1	0.5	0.4	0.3	0.2
减: 非营利机构销售货物和服务的收入	0.2	0.2	0.4	0.6	0.2	0.2	0.3	0.1	0.1	0.6	0.2	0.1	0.7	0.2	0.2	0.1

资料来源: BEA, 德邦研究所

图 24: 美国财政盈余/赤字占 GDP 比重 (%) : 大选年赤字率平均值较非大选年更高



资料来源: Fred, 德邦研究所

注: 红色代表大选年的赤字率, 灰色虚线代表非大选年赤字率平均值

综合居民、企业、政府部门和通胀的表现来看, 我们认为当前市场对美国经济的主流判断可能过于乐观。现实与预期的收敛和分化永不缺席, 市场曾在 2022 年末至 2023 年初时认为 2023 年美国的经济衰退是大概率, 然而财政余波带来的强劲经济超出全市场预期。我们认为当前正处于与当时完全镜像的过度乐观状态, 许多观点认为美国经济会实现“不着陆”, 也就是持续强势, 但从经济数据内部来看, 美国内生动能或许并没有想象中那样强劲。

美联储年内或降息 1-2 次, 但在给出明确指引之前, 市场预期仍将处于高度不确定的状态, 对于经济数据的敏感度较高。地缘局势、美国大选等因子均可能成为市场波动的来源。6 月 FOMC 会议维持当前的利率区间不变, 但给出了三点增量信息: 一是点阵图暗示年内或仅降息一次; 二是对通胀的措辞从“缺乏进一步进展”变为“取得了适度的进一步进展”; 三是鲍威尔讲话谈及就业市场, 认为目前就业市场整体仍然强劲, 但正在降温, 一定程度上对之前分化的就业数据进行了解读, 部分纠正了市场对于非农数据超预期的过度理解。6 月 FOMC 会议结束后, 市场再度进入对经济数据的观察阶段, 在更为明确的信号出现之前, 地缘局势等事件性驱动或仍是市场波动的主要干扰项。

## 2.2. 对外辐射影响: 全球格局分化重塑, 港股结构配置为主

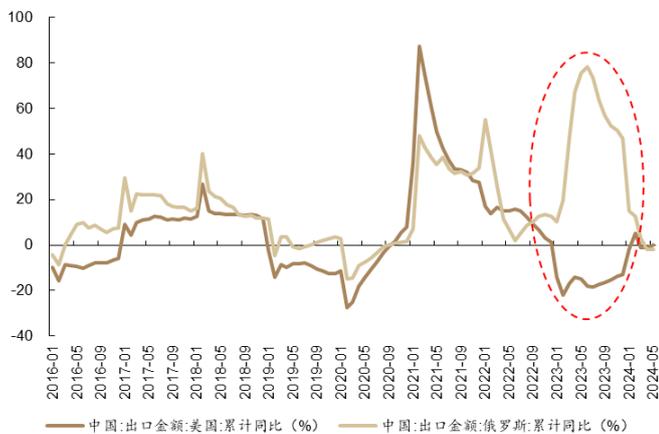
当前全球面临的是各国经济周期错位、大国博弈加剧的格局, 美国经济对于其他经济体的影响难以根据以往全球一体化时期的过往经验加以直接推演, 需要更多以结构分化的视角来看待世界, 并从产业的角度来观察不同经济体的发展。

第一, 全球格局重塑带来的是新兴市场的分化和波动加大, 但也会带来更具弹性的机会。从出口累计同比来看, 中对美/俄出口累计同比从原先的基本同步发展为呈现巨大的裂口, 背后体现出的是俄乌冲突之后国际博弈的反复。全球格局的变化也使得不同国家资本市场开始分化。巴西、墨西哥、加拿大等作为美国“近岸外包”的新兴市场国家, 未来受到美国的影响可能会更大, 与中国地理关系更接近、容易加强合作关系的中亚、越南等市场或受到中国的辐射影响更大。从近期的市场表现也能够看到上述市场的分化, 5 月初 FOMC 会议释放中性偏鹰信号后, 墨西哥 MXX 和巴西 IBOVESPA 指数下跌, 而印度 SENSEX30、越南 VN30 上涨。

第二, 德国、日本、韩国等老牌发达国家的定位更为复杂, 未来与美国的相关度存在较大不确定性。在美国制造业回流的背景下, 德国、日本和韩国等老牌

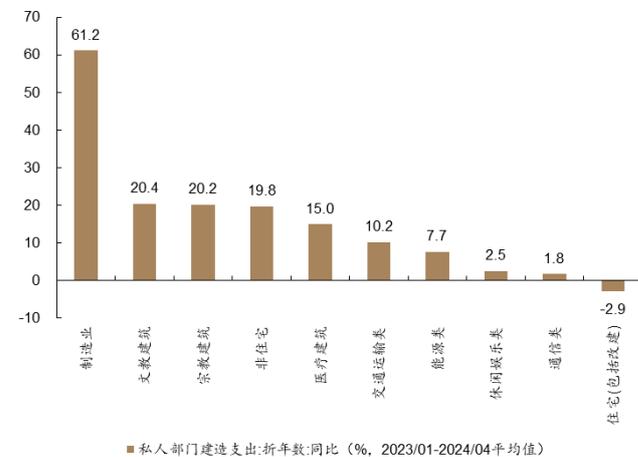
制造业强国可能也会受到一定影响，这不仅意味着上述国家与美国经济周期的关联度可能减弱，也预示着上述国家在产业上可能需要做出调整，以适应新的产业竞争环境。但从目前来看上述影响尚未发生，美国制造业产能指数同比增速明显提升但产值指数同比仍在低位波动，预计短期对他国的影响有限。从长期来看，在制造业重塑的阶段，法国等以消费为主的欧洲经济体不确定性可能相对更小。

图 25：中对美/俄出口增速分化显示国际关系不确定性加大



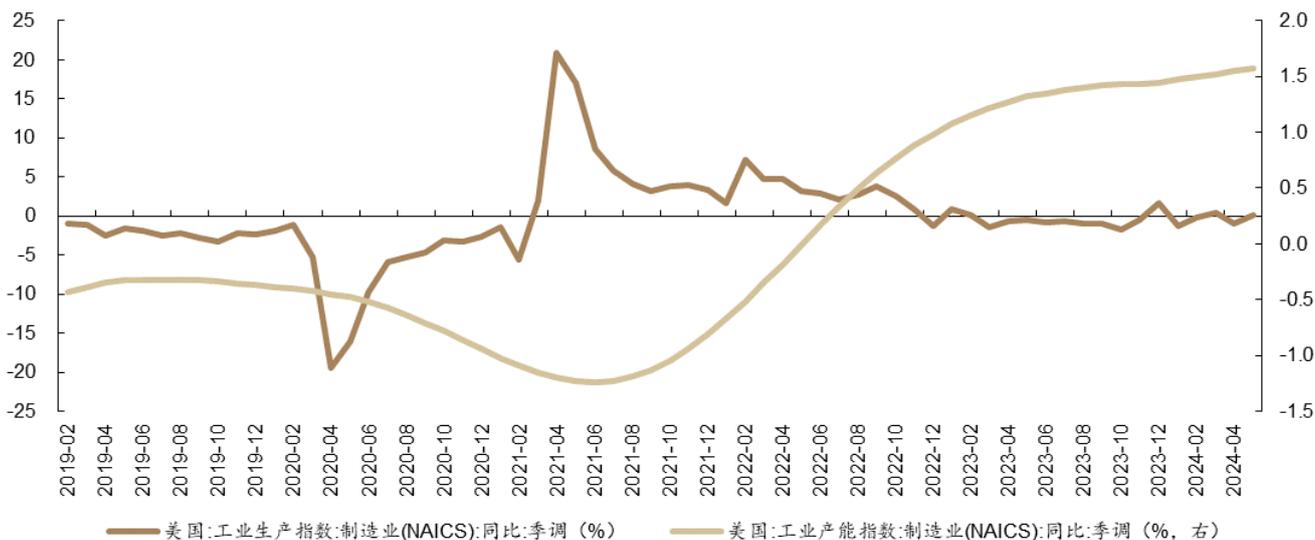
资料来源：Wind，德邦研究所

图 26：近年来美国制造业资本支出大幅上升



资料来源：Wind，德邦研究所

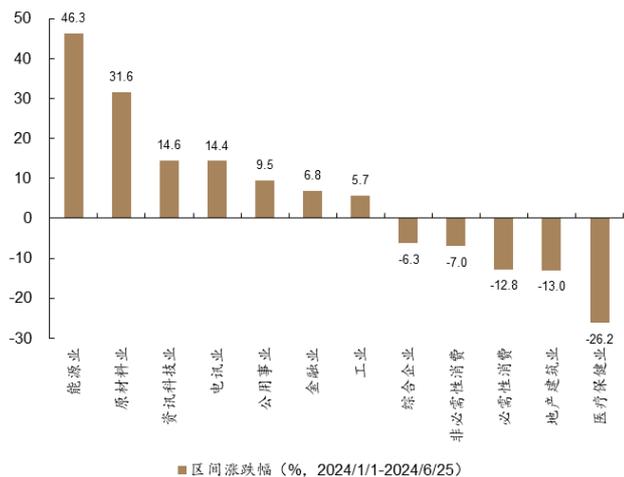
图 27：美国制造业产能指数同比增速明显提升，产值指数同比仍在低位波动



资料来源：Wind，德邦研究所

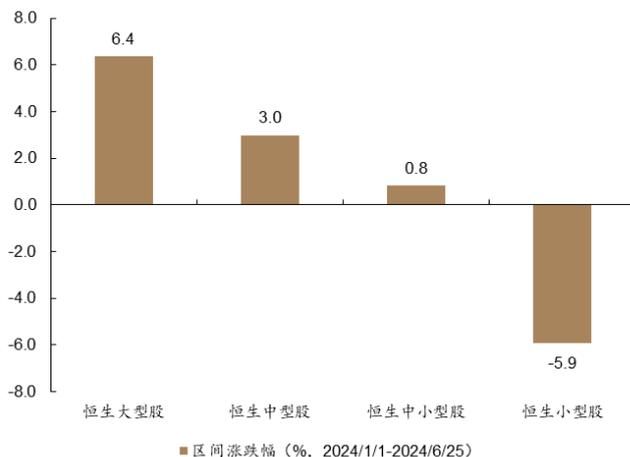
港股的表现也明显体现出当前全球市场的分化，上半年美国经济和货币政策对于港股的影响有限，市场的主要驱动力来自于避险情绪和低估，高股息板块表现最佳。上半年港股一波三折，1-4月低位缓慢震荡上行；4月中旬后市场预期较为混乱，资金寻求低估值资产的配置机会，推动港股快速上行；5月20日阶段性见顶调整。整体来看，我们认为上半年美国经济和货币政策对于港股的影响并不明显，港股更多受资金和情绪的驱动。结构性来看，上半年港股能源业、原材料等周期板块涨幅靠前；风格方面，上半年港股大盘表现相对强势；在主题方面，以国企为主的高股息板块更受青睐。

图 28：上半年港股周期行业涨幅靠前



资料来源：Wind，德邦研究所

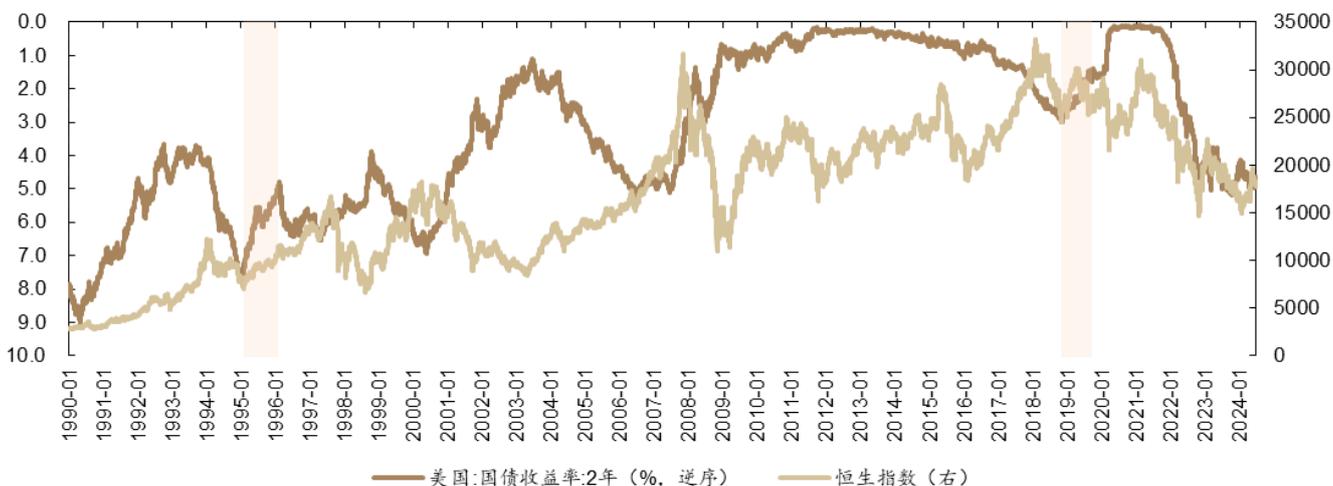
图 29：上半年恒生大型股涨幅靠前



资料来源：Wind，德邦研究所

下半年美国经济转弱和降息预期回升或为港股带来支撑，但支撑力度或不如以往。从历史上看，在美国 1995-1996 年和 2019 年两轮预防式降息中，港股的表现均较为稳定。若下半年美国经济转弱、降息预期再度回升，在流动性方面港股或有支撑。但需要注意的是，上半年港股表现似乎并没有跟随美国降息预期波动，在全球局势分化割裂的背景下，降息预期带来的支撑力度可能不如以往。

图 30：两轮预防式降息期间港股表现稳定



资料来源：Wind，德邦研究所

注释：由于 2Y 美债能够更为前瞻的反映出降息预期的变化，因此图中采用 2Y 美债收益率作为参考

政策方面，近期港股迎来利好驱动，但主要限于短期。6 月 19 日，在第十四届陆家嘴论坛中，香港财经事务及库务局局长许正宇表示，现在与内地监管机构紧密磋商，落实让内地投资者直接用人民币，买在港上市的人民币股票，将人民币柜台连到港股通。当日港股上涨，但随后两日的连续调整也显示出当前的驱动较为短期，且政策端的支持还未有具体措施落地，因此市场仅对利好进行了短暂反应。

往后看，在全球市场分化加剧、不确定性抬升的背景下，港股仍然以结构性机会为主。高股息板块的优势仍然存在，但性价比可能弱于上半年，其中电力等公用事业板块确定性可能更高，交易难度低于受商品价格波动的上游周期品。其次，在全球格局分化重点关注具有出海概念的港股特色板块，例如 toC 端的纺织服装等非耐用消费品（如纺织服装）、游戏龙头与平台类公司。另外，美国经济转

弱可能会拖累全球经济，关注悦己型消费链条（体育运动、特色餐饮、娱乐体验等）、互联网平台以日常消费和就业为导向的公司。

从布局时点来看，除确定性较高的高股息板块，其余板块左侧低位布局为佳，但整体建议在7月以后再加大布局力度。

### 3. 展望：草蛇灰线，守正出奇

我们认为下半年美债供给维持平稳或者增加的概率更大，需求端的承接能力存在更大的不确定性，美联储如何在缓解财政压力的同时坚持通胀目标并保持市场流动性的平衡，是决定美债利率走势的关键。

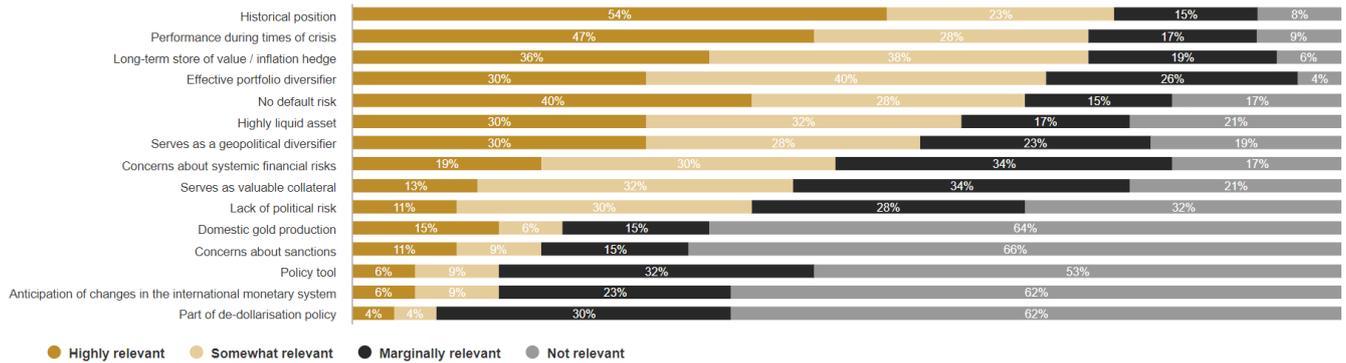
市场也开始逐渐接受美债利率锚定作用走弱的现实，因此我们能够看到各类资产从杂乱的线索中各自寻找不同的主线进行交易，在这样的背景下，通过自上而下的宏观叙事逻辑进行资产配置的难度愈发增大，面对这样的难题与纠结，我们建议从资产性质的角度出发，提出“以正合，出奇胜”的策略：一是具有高防御属性，长期向上趋势确定性较高的资产——以正合；二是寻找估值性价比较高、弹性较大的“高赔率”资产——出奇胜。

#### 3.1. 配置视角一：以正合——高确定性的基本盘

全球长期投资范式转变，防御属性或成为资产配置的首要目标。2023年初，华尔街一众机构对美国经济衰退的预期一致；站在2024年初，华尔街一众机构又对美国通胀回落的预期过度乐观。虽然其中有“一致预期”的谶语效应，但更多还是源于市场忽略了当前时代主题的变化及其影响。在“和平与发展”的时代主题下，投资范式是基于效率优先的最低成本思维，即使面临新型货币政策的冲击，长期向上的高确定性趋势机会也相对容易把握。可以看到，21世纪以来，中国制造崛起，美国科技长牛，再到2008年QE启动后各国金融资产和地产的繁荣，都是3-5年以上的长期趋势性机会。但近年来时代的主题可能已经发生变化，在不确定性加大、博弈属性增强的时代背景下，预计未来投资范式也将迎来显著变化，防御或成为市场的首要配置目标。

这从近年来大类资产表现上也能得到印证，而最具有持续性的是黄金、以纳斯达克100为代表的科技龙头等。黄金在美债信用回落、全球多地不确定性加大的背景下避险属性突出，我们此前的报告《如何理解近期黄金价格上涨——精卫填“海”系列（二）》也提到，以避险属性为配置逻辑的各国央行是2022年以来黄金的主要边际交易者，这也是金价不断走高的主要原因。纳斯达克指数的持续性源于新格局下AI产业趋势的确定性，成长属性虽高，但放长时间看，科技龙头的确定性仍然存在。

图 31：历史地位和避险属性是大型机构持有黄金决策中最相关的因素



资料来源：World Gold Council，德邦研究所

在上述思路下，我们提出第一条配置思路：以正合——关注高确定性的基本盘。一是在地缘局势不确定性加强、国际博弈日渐加剧的背景下，需要给予避险属性更大的权重，建议继续关注以黄金为代表的贵金属，近期调整过后或迎来更好的长期配置机会；二是在全球博弈烈度加剧的趋势下，产业竞争势必会愈发激烈，关注各国具有相对优势的产业龙头，如美国的 AI 龙头、欧洲以法国为代表的消费国奢侈品、美国消费分层背景下的港股市场非耐用消费品、东南亚“一带一路”沿线国家的基础建设（如印度、印尼等）；三是港股高股息为代表的国企股权资产，同样以避险为主，电力等公用事业板块为佳。

图 32：STOXX 欧洲奢侈品 10 指数：2016 年以来回报率高达 268%，高于同期欧元区 STOXX 涨跌幅 61%

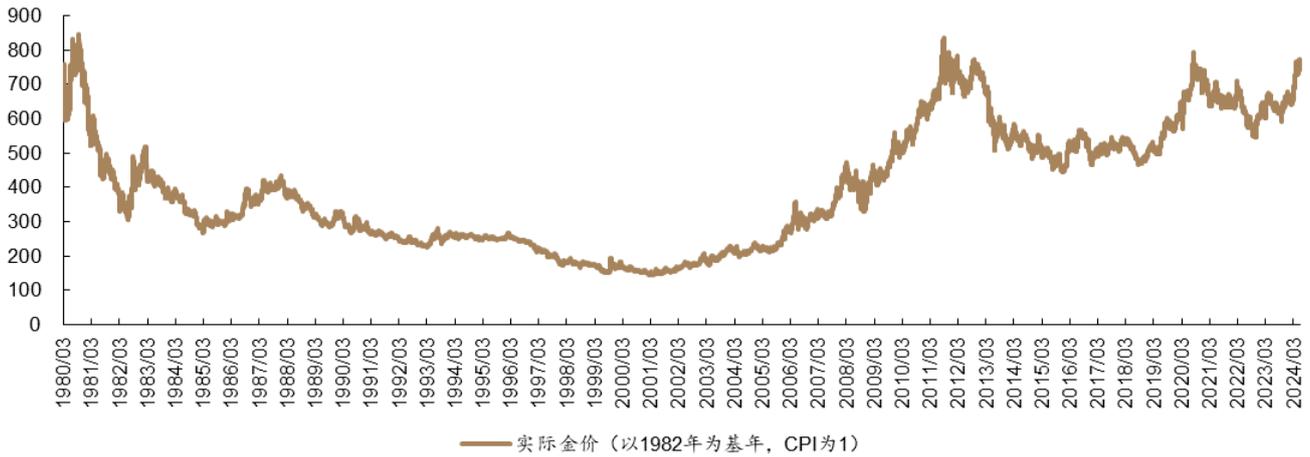


资料来源：STOXX，德邦研究所  
注释：数据截止 2024 年 6 月 25 日

### 3.2. 配置视角二：出奇胜——高赔率、高弹性

上述高确定性资产面临的问题在于，当前的估值性价比并不高，且交易拥挤度偏高。黄金突破历史高位，即便是用美国 CPI 计算后的实际金价也已经接近历史高点；纳斯达克指数市盈率分位在 87%。趋势高确定性的背后是向上空间的不确定性，在半年维度的时间窗口之下容易面临价格调整带来的大幅回撤。

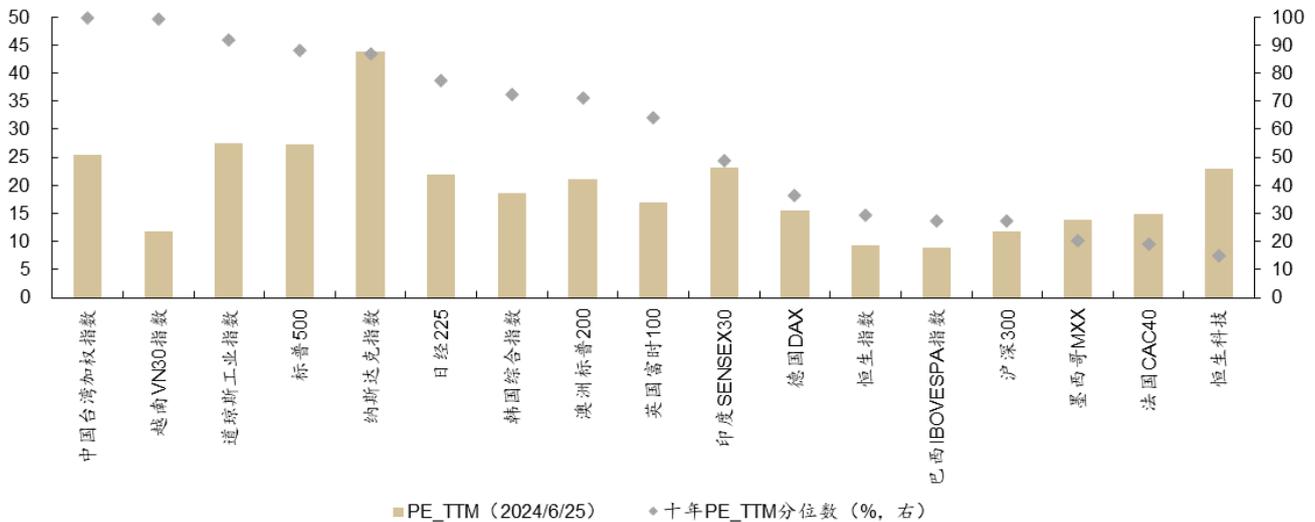
图 33：实际金价接近历史高点



资料来源：Wind，德邦研究所

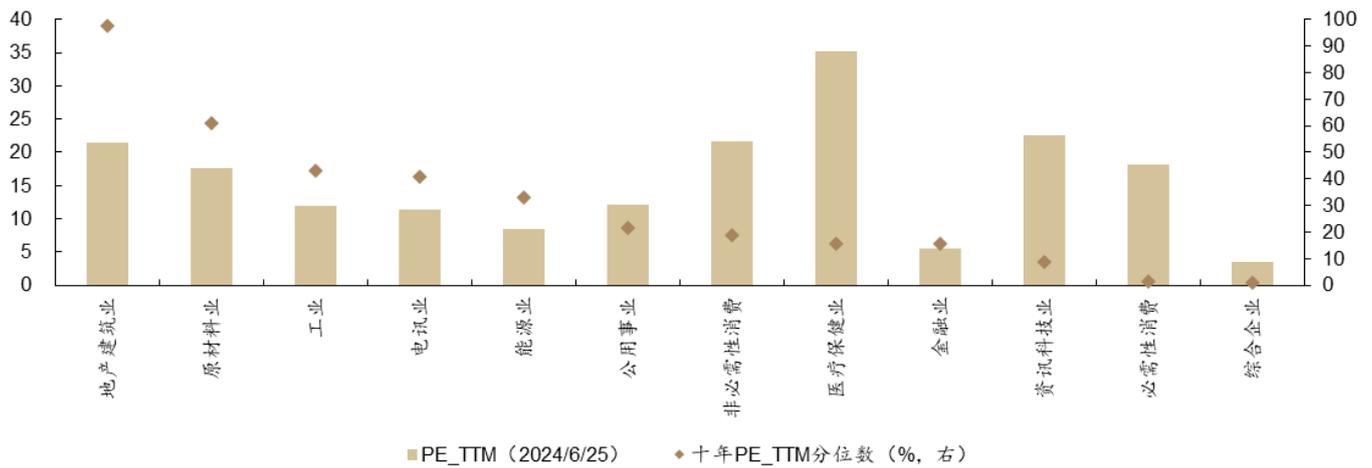
因此我们在高确定性的基础上，提出第二条配置思路：**出奇胜—寻找高赔率、高弹性，兼具一定胜率的资产更佳**。横向对比各地主要股指来看，目前港股、法国CAC40、墨西哥MXX和巴西IBOVESPA等市场市盈率分位处于相对低位，新兴市场机会可能高于发达市场；结构性方面，建议关注美股小盘股（罗素2000、XBI等）、港股互联网/消费/生物科技行业；汇率方面，建议关注日元及日元资产，从日元汇率和日股的走势可以看到，日元贬值可能是本轮日股上涨的重要原因，若考虑到汇率因素，当前日股估值或许并不算贵。

图 34：港股、墨西哥 MXX、巴西 IBOVESPA 指数等新兴市场股指市盈率分位处于较低水平



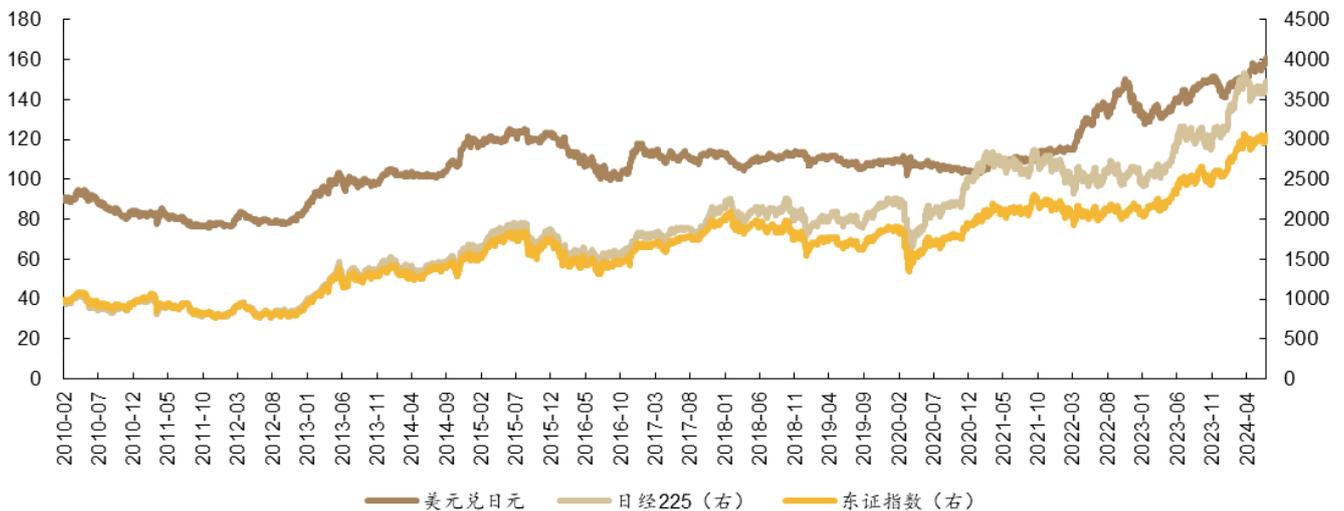
资料来源：Wind，德邦研究所

图 35：港股消费、资讯科技和医疗保健等行业估值分位较低



资料来源: Wind, 德邦研究所

图 36: 日元贬值或是日股上涨的因素之一



资料来源: Wind, 德邦研究所

#### 4. 风险提示

- 1) 全球经济景气度不及预期。当前美国经济仍然维持韧性，但部分数据已经有所松动，一旦美国经济出现转弱拐点，美股盈利也将受到拖累，美股将有所承压，进而对全球股市形成冲击。
- 2) 海外通胀黏性超预期。美国通胀呈现出较强黏性，一旦通胀回落速度不及预期，美联储或将再度采取紧缩政策，推动美债利率上行，全球风险资产承压。
- 3) 地缘政治局势超预期。如果巴以、俄乌、亚丁湾或伊朗等地缘冲突升级，将引发全球避险情绪的快速升温以及通胀黏性，导致市场剧烈波动。

# 信息披露

## 分析师与研究助理简介

薛威，德邦证券海外市场研究组长，资深分析师。深耕海外市场多年，作为团队核心成员获得过金麒麟菁英分析师第二，多次获得 Wind 年度金牌分析师前三，在《财经》、《国际金融》、《中国外汇》等期刊发表文章多次，兼具“自上而下”和“自下而上”的视角，践行“上下求索，慎思笃行”。

谭诗吟，海外市场分析师。具有国内国际双重视野，作为团队核心成员多次获得 Wind 金牌分析师前五，在《新财富》、《中国证券报》等期刊与媒体上多次发表文章，对美股、港股、新兴市场、黄金等投资理解深刻。

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准：</b> 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
<b>2. 市场基准指数的比较标准：</b> A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

## 法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。