分久必合

2024年全球资产配置投资策略

证券分析师:金倩婧 A0230513070004 冯晓宇 A0230521080005

王胜 A0230511060001

研究支持: 林遵东 A0230122080008

2023.11.15



全网第一商业资料社群:

- ·每日分享50+行业报告、思维导图、行业资讯、 社群课程等
- ·全行业覆盖:新零售、AR、房地产、人工智能、新基建、生鲜、物联网、母婴、机器人、新能源汽车工业互联网、直播短视频等 460+个行业
- ·全网唯一终身制知识社群 长按识别右侧二维码,立即加入



主要结论



- 2023年资产价格回顾:全年来看,美国经济衰退和美联储加息结束不断被证伪,全球债市连续两年走熊。AI产业趋势驱动发达股市领涨。地缘冲突再起,黄金受益。从相对表现来看,发达股市>黄金>美元>债券>新兴股市>其他大宗商品。
- 经历了2022年滞胀危机后,2023年全球开启去通胀进程,货币紧缩力度:美国、欧洲>日本>中国,财政刺激程度:美国>欧洲、日本>中国。由于各国资源禀赋差异,政策周期错位,商业周期同步性下降,美国与中、欧、日国债利差走扩已经持续3年。往后看,美国宽财政对紧货币效果带来挤压;对利率敏感的私人部门信用如房地产、消费信贷将逐步走弱;实体投资回报率相对于融资成本仍有利可图但吸引力边际下降;产业政策驱动下的资本开支有效外溢也依赖利率的有效下行。欧洲紧货币对信贷的冲击逐步显现,成本劣势下产业链向中美转移趋势未完,本土制造业继续走弱。各国财政难能有效调和,欧债危机是尾部风险。中国从地产信贷到消费制造拉动的过渡,宽财政发力对冲经济下行压力必要性上升,私人信用环境改善依赖于有效投资需求拉动和出口修复程度。日本YCC逐步退出配合内生动力恢复,老龄化和高债务压力下结束负利率条件仍然苛刻,短期看实际薪资增速能否持续,中期看日本对高端制造产业转移的承接效果。
- 2024年是全球政治周期大年,改革预期升温或是重要外生变量。西方大选摩擦关注财政约束,东方财政发力可期,南方关注供应链变局。2024年美国大选两党政治博弈进一步加剧,历史上大选年美国财政边际扩张力度往往有所降低,而大选后财政扩张的确定性较高,或将扰动美国经济周期波动节奏与利率走势。25年日本大选压力下,24年日本财政趋向于扩张,或进一步推升日本通胀压力。中国方面重点关注三中全会相关改革措施,或成为影响市场风险偏好的重要因素。新兴市场方面,5月印度总理换届,莫迪能否成功连任决定了市场的改革、基础设施支出,并持续推动外国直接投资。今年9月刚被纳入新兴市场债券指数的印度债券也将获得外资的流入。另外,关注年初中国台湾地区领导人换届、春季俄罗斯大选对风险偏好的影响。复盘历史上美国大选年资产价格走势,美元整体偏弱,黄金偏强。而大选后随着新政府的改革预期发酵,美债利率往往走高,全球股票共振上涨,黄金则面临回调风险。
- 连续两年的美元退潮效应或趋于化解,阶段性的美元流动性改善可以期待。2023年外资持续购入美元资产,私人部门增配企业债和股票但减配美国国债,官方部门则增配美债和美股。特别是在中日贸易条件趋于改善的背景下,资本回报利差仍加剧资金回流美国压力。展望2024年,美国财政部超额发债叠加美联储缩表对银行间流动性形成挤压,银行端信贷扩张放缓叠加证券减值压力下被动缩表,倒逼美联储结束加息进程或缩表速度放缓。复盘美联储停止加息阶段,铜、油冲高回落,美债收益率总体回落,黄金的胜率开始提升。市场风险偏好往往修复,股票市场反弹,新兴市场好于发达市场,特别是外资影响较大的日、韩、港股估值提升幅度较大。然而,美元系统性涨潮周期仍需耐心等待,高利率环境下基本面相对优势仍是资产相对价值的重要线索。逆全球化背景下地缘政治冲突发生频率高于以往,上游原材料价格受到供给约束价格中枢或系统性抬升,去通胀进程难言完全结束。相比2020年以前,系统性更高的通胀和利率环境或是中期全球资产配置的基准假设,而需求走弱利率大幅下行的估值驱动投资逻辑需要反思。关注产业趋势明确投资回报率上升的成长性资产、以及分红现金流稳定的类债型资产,同时警惕回报下行、高杠杆的脆弱环节,如欧美高收益债、美国中小银行、商业地产。

www.swsresearch.com 2

主要结论



- 分久必合:大选年美国宽财政预期边际弱化,将有助于缓解美联储货币紧缩压力,非美地区政策空间有望打开。全年预期 回报,债券>权益>大宗商品,短期(未来3-6个月)超配中国权益、日元;中期(未来6-12个月)超配美债、黄金。
- **固收类资产方面:短久期美债配置赢在当下,长久期美债逢高配置。中债利率维持低位震荡,建议标配。美债方面,**短期美国超额储蓄、超额财政仍将支撑经济韧性,通胀反复、债券供给压力问题尚未结束,短端美债利率仍将维持高位,并具备一定上行风险。中期来看,随着财政刺激边际退坡、高利率环境下信用周期进一步下行,美国经济内在需求侧走弱,美债实际利率下行趋势概率较高,特别是停止加息或美联储停止缩表信号明确后美债利率将明显下行。**国内债券方面,**经济增长范式从地产转向消费制造仍需时间,中期看债市仍处于牛市未完的阶段,2024年10Y国债利率围绕政策利率波动,波动范围在2.3%-2.7%,关注收益率曲线陡峭化带来的投资机会。化债政策推进下,信用债票息策略占优,**城投债**方面建议关注短久期高收益城投债投资机会,**产业债**重点关注科创债的战略布局机会。
- 权益类资产方面:2024年预计权益市场回报率较2023年边际改善,发达和新兴股市回报差距趋于收敛。A股:从地产经济到消费制造经济的"过渡期"可能较长,A股市场不具备增量博弈基础。中国经济前高后低,"前高"是岁末年初行情的背景,而"后低"或拖累全年盈利预期。建议短期超配,中期标配。港股:短期估值性价比较高,中国需求弱修复与美联储政策转向带来预期回报率改善。中期来看,外资在港股市场中占比趋势性回落风险仍在,这意味着港股市场潜在波动率依然较高。美股:美联储紧缩进程结束后估值端或迎来修复,市场的上限取决于AI产业趋势创新能否带来业绩共振,而下限取决于油价供给侧冲击导致经济硬着陆风险。短期建议标配,待美联储转向后增加配置。另外关注制造业回流带来的传统工业板块机会。其他发达市场:日股受益于全球半导体新能源产能转移带来的投资机遇,但货币政策转向或对估值带来不利影响,短期建议标配,中期建议超配。欧股传统工业面临盈利下滑冲击,可选消费利润率边际承压,整体建议低配,关注医药周期回暖机会。其他新兴市场:最困难的阶段已经过去,在美元流动性阶段性改善期预计有所修复,系统性机会需等待中美共振复苏向上。
- 大宗商品与另类资产:美国经济逐步回落+中国经济前高后低+供给端韧性油价维持高位的中性假设下,大宗商品全年面临较差的需求环境,建议整体上半年维持低配,而下半年看好全球流动性宽松对大宗商品的刺激作用,预计降息预期来临后经济复苏预期升温时,铜价弹性较高,另外,全年看好黄金的配置价值。未来12个月大宗商品内部排序:黄金>能源>有色>农产品。1)能源:供给侧不确定性较高+需求整体维持韧性,油价预计保持高位震荡(布油价格看75-95美元/桶);2)有色金属:2024年供需过剩+成本线支撑+美元指数维持高位的背景下,铜价预计维持底部震荡,关注中期美联储转向美元走弱后的配置机会。3)黑色金属:中央财政加码+库存低位,全年震荡偏强。3)黄金:避险需求前期护航,投机价值后续接力。4)农产品:与经济相关度较低,2024H1全球流动性偏紧+油价整体高位震荡或导致配置价值有限,关注供给端因素。其他另类资产方面,2024年转债面临的仍是"股市震荡+转债估值贵"的环境,上半年将是固收+全年较好配置可转债的窗口。

■ 风险提示:地缘政治风险再度上升,全球经济下行超预期。

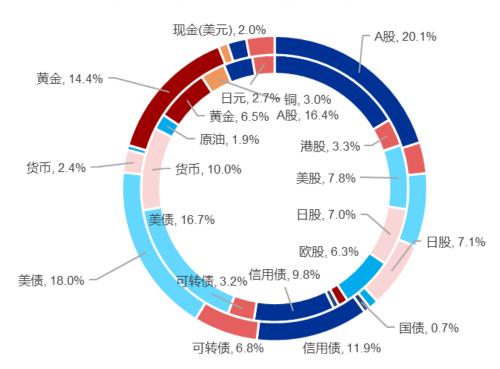
www.swsresearch.com 3

申万宏源全球资产配置模型2024



■ 全年预期回报,债券>权益>大宗商品,短期(未来3-6个月)超配中国权益、日元;中期(未来6-12个月)超配美债、黄金。

内圈表示均衡配置比重,外圈表示战术配置比重



全球大类资产回顾:股市上行,债市震荡,而商品大幅下行



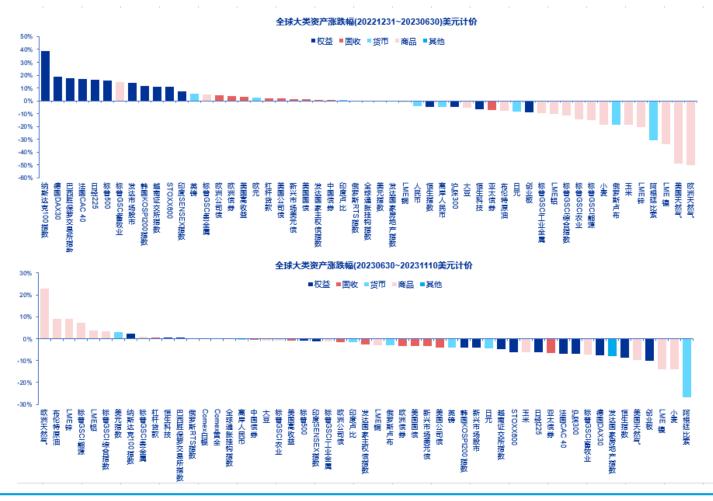
■ 2023年以来,上半年AI产业趋势爆发背景下全球科技股领涨,下半年油价供给侧压力大幅上行+美国宽财政紧货币周期背景下股债双杀。2023年上半年是类衰退交易+新产业周期,而下半年是类滞胀交易,贯穿全球资产的定价的要点在于10Y美债利率。1)上半年来看,美国银行业危机+美债危机都加深了全球经济衰退预期的发酵,10Y美债利率快速下行叠加AI产业趋势,股债双涨。2)下半年来看,油价供给侧矛盾+美国财政部供需矛盾均加剧10Y美债利率上行,压制全球风险资产,股债双杀。

2023年至今,发达市场股市>全球高收益债>美元指数>新兴市场股市>发达国家主权债>大宗商品

	2021	2022	2023年至今	2023H1	2023年H2
发达市场股市指数	22.45%	- <mark>17.40</mark> %	12.56%	14.01%	-1.27 <mark>%</mark>
全球高收益公司债	-1.65%	-15.8 <mark>7</mark> %	2.44%	2.55%	-0.11%
美元指数	6.71%	7.87%	2.26%	-0.59%	2.87%
新兴市场股市指数	-2.29%	-17.95 <mark>%</mark>	0.99%	4.11%	-3.0 <mark>0%</mark>
全球投资级公司债	-4.61%	- <mark>17.20</mark> %	-0.71%	1.57%	-2.24 <mark>%</mark>
发达国家主权债指数	-4.60%	-13. <mark>72</mark> %	-1.75 <mark>%</mark>	0.91%	-2.63 <mark>%</mark>
新兴市场美元债指数	-5.53%	-16.59 <mark>%</mark>	-2.03 <mark>%</mark>	1.39%	-3.3 <mark>7%</mark>
标普GSCI综合指数	37.05%	8.71%	- <mark>8.53%</mark>	<mark>-11.41</mark> %	3.25%
发达国家房地产指数	32.56%	-22.42%	- <mark>8.53%</mark>	-2.8 <mark>6%</mark>	-5. <mark>84%</mark>

全球资产价格回顾:上半年AI驱动股市上涨,下半年通胀反 SWS 复利率上行

- 上半年股债双涨,商品下行,其中纳斯达克100指数领涨。
- 下半年股债双杀,商品大幅上行,原油、美元指数领涨。



国内资产回顾:大宗商品领涨,A股、港股走弱



■ 2023年以来,经济复苏偏弱+海外流动性大幅紧缩+导致股市下行,债市小幅走强,而 商品市场在全球原油市场供给端矛盾加剧背景下大幅上行。上半年全球AI产业趋势+国 内货币宽松+政策乐观预期带动股债双涨,但是下半年全球原油市场供给端矛盾上升, 海外流动性紧缩成为主要矛盾,叠加市场对于政策预期和效果的博弈反复,股市大幅下 行,商品市场大幅回升。

2023年至今国内大类资产表现:大宗商品>债市>A股>港股

大类资产	指数名称	2021年	2022年	2023年以来	2023H1	2023H2
	申万A指	7.1%	-20.	-3. <mark>7%</mark>	1.9%	5.5%
A股市场	沪深300	- <mark>5.</mark> 2%	-21.6 <mark>%</mark>	-7.4%	-0.8%	- 5.7%
Algijwj	创业板指	12.0%	-29.4%	-14.6%	-5.6%	9.5%
	中小板指	4.6%	- <mark>26.5</mark> %	-13.3%	-1.8%	-1.7%
	中债-总财富(总值)指数	5. 7%	3.4%	3.5%	2.5%	1.0%
	中债-企业债总财富(总值)指数	6.0%	3.1%	5.9%	4.0%	1.8%
债券市场	中债-国债总财富(总值)指数	5.9%	3.4%	3.8%	2.7%	11%
	中债-信用债总财富(总值)指数	4.3%	2.5%	3.9%	2.7%	11%
	货币基金	2.2%	1.8%	1.6%	1.0%	0 .7%
	恒生指数	-14 .1%	-15.5%	-13.0%	-4.4%	9.1%
港股市场	恒生国企指数	- <mark>23</mark> .3%	-18.6%	-12.0%	-4.2%	8.2%
	恒生科技指数	-32 ,7%	-27 <mark>.2</mark> %	-5.7%	-5.3%	-0.5%
	南华商品指数	20.9%	19.7%	7.3%	-3 <mark>.5%</mark>	11.2%
	南华工业品指数	25.9%	21.2%	3.7%	-7.8%	12.4%
商品指数	南华农产品指数	15.1%	10.3%	0.1%	-2.4 <mark>%</mark>	2.6%
	南华金属指数	11.8%	22.0%	1.5%	-5.3%	7.2%
	南华能化指数	33.1%	16.8%	5.5%	-9.9%	17.1%
三板成指	三板成指	12.6%	-15. <mark>7</mark> %	-8.8%	-3. <mark>3%</mark>	5.7%

资产轮动:商品连续3年跑赢,A股依然偏弱



■ 长期看,美股、国内信用债、沪金是配置价值较高的资产,而A股、可转债、能化品种配置价值较低。

历年宏观主要矛盾与大类资产轮动

2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023至今		
AND LABORATE MARK	经济下行超预期,	钱荒;创业板基本	流动性大幅宽松,	流动性保持宽松,	ALLA Manufactura	全球经济同步复	资管新规;贸易摩	全球经济同步复	国内有效抗疫,人	A = 0.7 = 1.4 = -44	美联储收紧,俄乌	美联储加息末尾,	10年年化收益率	10年年化波动率
通胀超预期—滞胀	流动性宽松	面与主板分化	低估值价值重估	互联网+	供给侧改革	苏,美元走弱	擦;海外紧缩	苏,美元走弱	民币资产重估	全球经济复苏	冲突	全球经济持续下行		
沪金	恒生指数	创业板指	上证50	创业板指	能化	恒生指数	利率债	创业板指	创业板指	能化	工业品	沪金	标普500	创业板指
22.3%	22.9%	82.7%	63.9%	84.4%	73.2%	36.0%	8.9%	43.4%	65.0%	28.1%	21.2%	15.9%	9.3%	30.1%
利率债	上证50	标普500	可转债	股票基金	工业品	上证50	信用债	股票基金	股票基金	标普500	大宗商品	标普500	南华工业品指数	上证50
6.9%	14.8%	29.6%	56.9%	34.7%	60.9%	25.1%	7.4%	39.2%	44.5%	25.2%	19.7%	13.5%	8.0%	22.3%
房价	能化	股票基金	沪深300	中国基金	大宗商品	沪深300	房价	沪深300	沪深300	工业品	能化	大宗商品	大宗商品	沪深300
6.8%	13.6%	10.1%	51.7%	29.5%	51.3%	21.8%	5.7%	33.7%	27.2%	21.9%	16.8%	7.7%	7.5%	21.4%
信用债	标普500	中国基金	股票基金	债券基金	沪金	标普500	债券基金	上近50	中国基金	大宗商品	沪金	能化	股票基金	南华能化指数
4.2%	13.4%	7.7%	29.4%	9.9%	13.8%	19.4%	5.4%	3 <mark>1</mark> .3%	21.4%	17.6%	9.6%	6.4%	7.2%	20.7%
现金	沪深300	房 价	中国基金	信用债	房价	房价	现金	标普500	上证50	可转债	利率债	工业品	沪金	股票基金
3.3%	7.6%	7.2%	23.7%	9.1%	12.2%	13.2%	3.0%	29.2%	18.9%	16.0%	3.4%	3.8%	6.6%	20.5%
标普500	工业品	恒生指数	债券基金	利率债	标普500	工业品	可转债	可转债	标普500 认	创业板指	信用债	信用债	中国基金	恒生指数
0.0%	6.5%	2.9%	18.5%	8.2%	9.5%	11.7%	-1.2%	? 3.9%	16.3%	15.5%	2.5%	3.8%	6.5%	20.1%
债券基金	信用债	现金	创业板指	沪深300	信用债	股票基金	沪金	沪金	沪金	股票基金	现金	利率债	信用债	南华工业品指数
-2.9%	6.3%	3.6%	12.8%	5.6%	2.3%	10.6%	-1.5% 	23.4%	13.7%	8.1%	1.8%	3.7%	5.0%	18.7%
可转债	债券基金	信用债	标普500	现金	利率债	中国基金	工业品	中国基金	工业品	利率债	债券基金	债券基金	债券基金	可转债
-12.8%	6.2%	1.7%	11.4%	2.7%	2.2%	7.9%	-3. <mark>3</mark> %	19.3%	8.7%	5.1%	1.1%	2.4%	4.8%	17.2%
大宗商品	中国基金 5.5%	债券基金 0.6%	利率债	标普500	现金	大宗商品	大宗 商 品 -5.8%	工业品	大宗商品 7.4%	中国基金	房价	现金	利率债	大宗商品
-17.0% 上证50	5.5% 股票基金		10.9% 信用债	-0.7%	1.9% 恒牛指数	7.9% 沪金	-5.6% 标普 5 00	16.0%		5.0%	-0.12%	1.6% 可转债	4.7% 南华能化指数	15.6% 标普500
-18.2%	股票基金 5.4%	可转债 -1.4%	10.1%	房价 1.1%	0.4%	<i>i</i> 产並 3.0%	-6.2%	大宗商品 15.1%	可转债 5.3%	信用债	可转债 -10.0%	り _物 の	4.4%	小百500 14.9%
中国基金	大宗商品	-1.4% 利率债	房价	沪金	债券基金	现金	能化	恒生指数	5.5% 房价	债券基金	-10.0% 中国基金	房价	房价	沪金
-18.9%	人示問品 4.2%	イリ学刊の -2.9%	4.8%	-6.2%	-0.3%	2.9%	-7.6%	-9.1%	4.1%	3.7%	-10.3%	0.1%	75171 4.2%	<i>17-±±</i> 12.1%
工业品	可转债	沪深300	现金	上证50	上证50	能化	中国基金	能化	信用债	房价	恒生指数	中国基金	沪深300	中国基金
-19.9%	4.1%	-7.6%	4.1%	-6.2%	-5.5%	2.8%	-10.5%	6.2%	3.3%	2.5%	-15.5%	-3.7%	4.0%	11.5%
恒生指数	沪金	大宗商品	恒生指数	恒生指数	中国基金	信用债	恒生指数	房价	债券基金	现金	标普500	沪深300	创业板指	债券基金
-20.0%	3.9%	-12.4%	1.3%	-7.2%	-6.4%	2.3%	-13.6%	5.2%	3.3%	2.0%	-19.4%	-6.2%	4.0%	2.9%
能化	现金	上证50	沪金	大宗商品	股票基金	债券基金	上证50	信用债	利率债	沪深300	上证50	上证50	上证50	利率债
-22.2%	3.7%	-15.2%	-10.6%	-14.5%	-10.7%	1.6%	-19.8%	4.9%	2.7%	-4.1%	-19.5%	-6.8%	3.9%	2.7%
股票基金	利率债	工业品	大宗商品	能化	沪深300	可转债	股票基金	债券基金	现金	沪金	股票基金	恒生指数	可转债	房价
-24.5%	2.7%	-17.1%	-16.5%	-16.9%	-11.3%	-0.2%	-23.2%	4.1%	2.0%	-7.2%	-21.1%	-9.2%	3.3%	1.8%
沪深300	房价	沪金	工业品	工业品	可转债	利率债	沪深300	利率债	恒生指数	上证50	-沪深300	股票基金	现金	信用债
-25.0%	-0.8%	-17.3%	-21.0%	-19.3%	-11.8%	-1.8%	-25.3%	3.9%	-3.4%	-7.7%	-21.6%	-9.6%	2.5%	1.8%
创业板指	创业板指	能化	能化	可转债	创业板指	创业板指	创业板指	现金	能化	恒生指数	创业板指	创业板指	恒生指数	现金
-35.9%	-2.1%	-18.1%	-24.8%	-26.5%	-27.7%	-10.7%	-28.6%	2.3%	-9.6%	-11.9%	-29.4%	-13.4%	-3.0%	0.2%



2. 2024全球大选年,改革预期是最大外生变量

3. 美元退潮趋于尾声,但涨潮仍需等待

4. 全球债市:美债逢高配置,中债牛市未完

5. 全球股市:把握流动性窗口,产业趋势是主线

6. 大宗商品:供给约束下,对冲价值仍在

7. 配置策略:全年关注美债、黄金、新兴市场

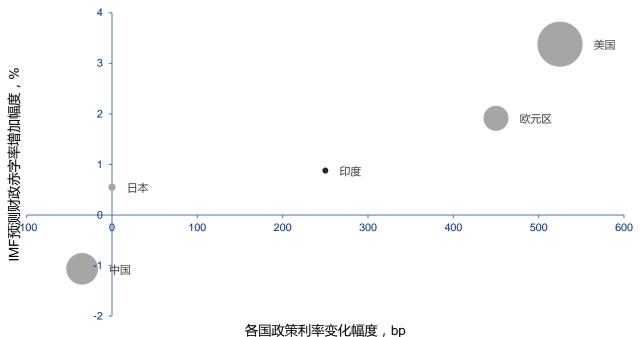


2022~2023两年内,各国货币财政刺激有所分化



■ 经历了2022年滞胀危机后,2023年全球开启去通胀进程,货币紧缩力度:美国>欧洲>日本>中国,财政刺激程度:美国>欧洲、日本>中国。

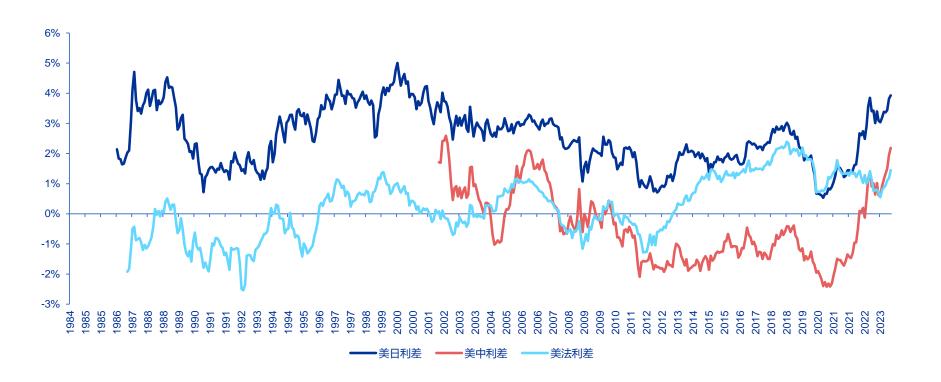
各国财政赤字、政策利率变化(2023VS2021),气泡大小为2022年底GDP规模



全球商业周期已经分化三年时间



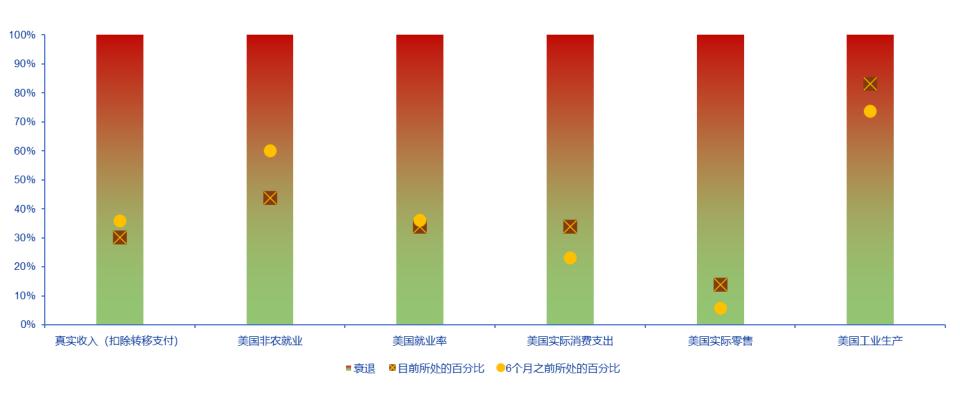
- 2021年同步复苏,美国复苏力度更快。
- 2022年俄乌冲突下欧日冲击程度较大,美国冲击较小,中国经济动能偏弱。
- 2023年政策分化,中、日缓慢修复,美国韧性较强,欧洲经济疲弱。



今年美国消费和生产环比有所改善



■ 根据美国NBER(美国经济研究局)定义的衰退指标,综合来看,美国经济当前仍然处于有韧性的阶段。并且相比于上半年,美国实际消费、工业生产有所改善,就业市场边际有所恶化,整体距离衰退仍有一段距离。

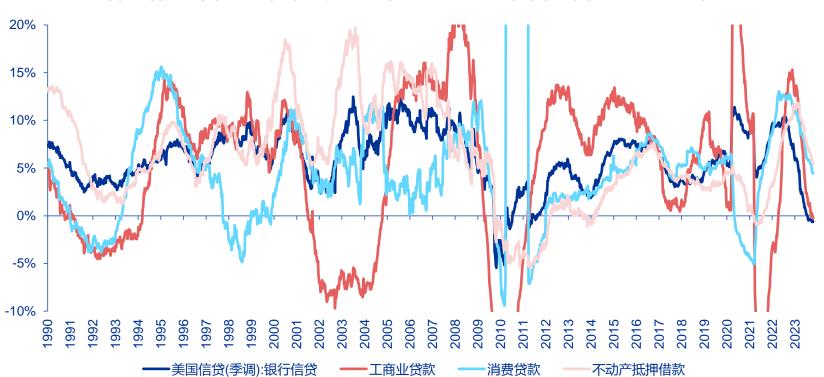


随着利率的上升,美国经济的信贷周期已经进入下行趋势



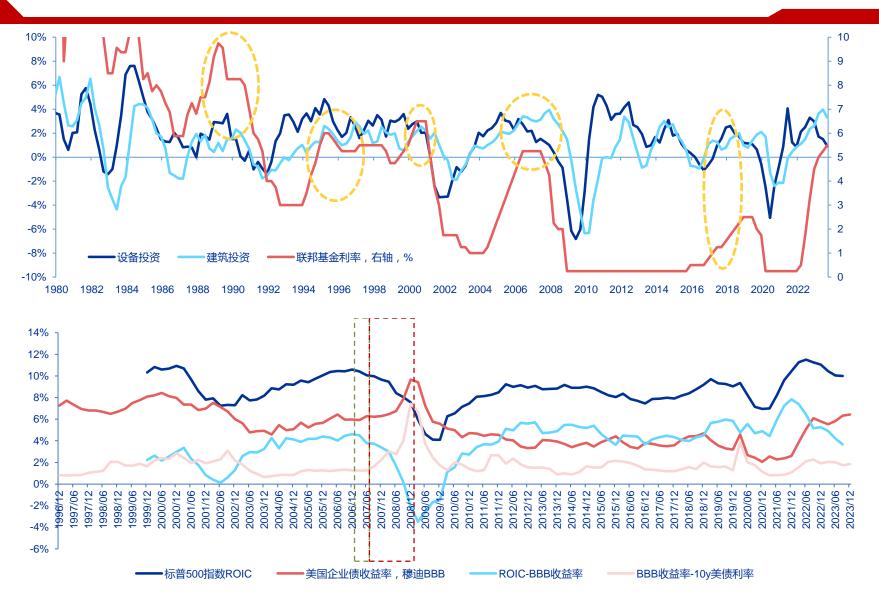
- 财政发力 → 利率上行 → 挤出居民和企业杠杆,经典的宏观经济规律,财政刺激的效果也是有约束的
- 回顾2020年之前的美国六轮典型衰退:信贷规模增速都经历了明显下滑;分项来看, 工商贷下滑幅度一般大于消费贷和不动产抵押贷

工商贷增速已回落至0值,消费贷和不动产抵押贷边际回落,但绝对水平仍较高



美联储加息结束后制造业投资才会全面回暖



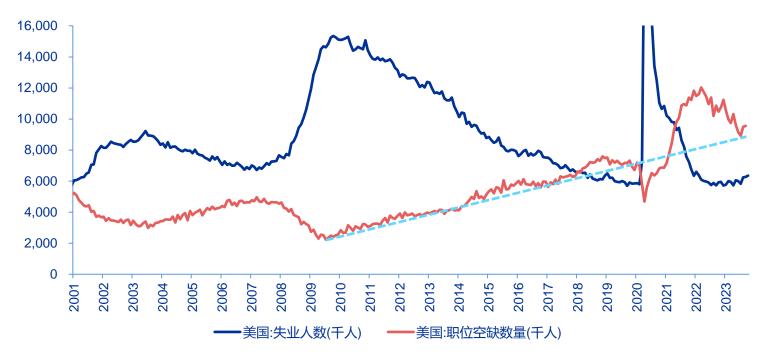


美国就业市场供需矛盾总体处于缓解过程中



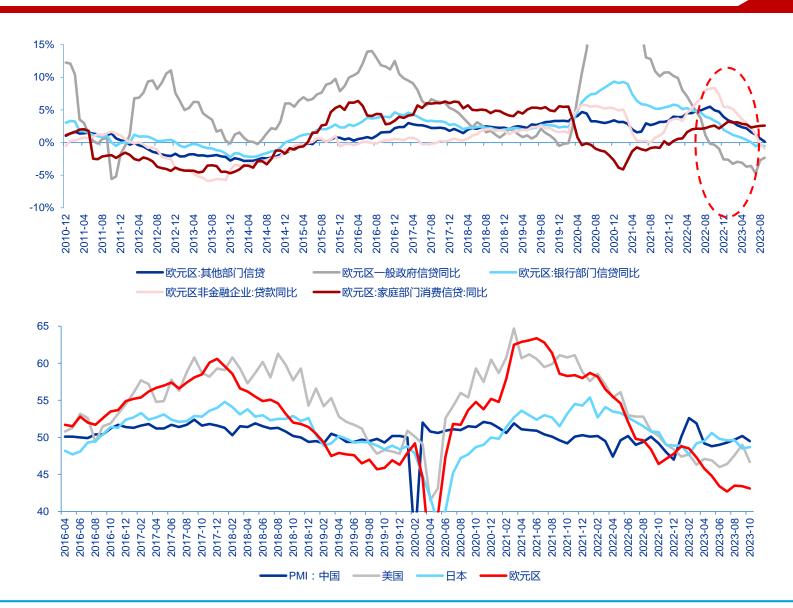
- 美国职位空缺数已经回落至了2009年以来的长期趋势线水平,后续职位空缺明显新增 将依赖外生刺激的效果
- 目前失业人数仍明显低于职位空缺数,薪酬增速下行但幅度可控。美国就业市场重回供大于求,仍有较远距离。就业市场供需恢复平衡对应新增失业人数270-320万 (按 疫情前的趋势推演,职位空缺数合理水平是900~950万),即失业率上行1.6-1.9%

目前,美国就业市场依然仍处于供小于求的状态,但供需缺口正在收窄



欧洲信贷正在萎缩,制造业下行压力较大

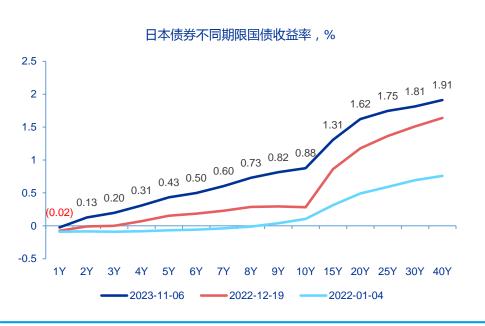


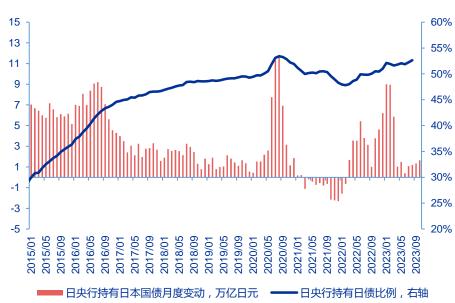


日本YCC政策退出进程已经趋于尾声



■ 从结果上看,YCC上限的调整的确改善了原有的期限结构扭曲现象,但整体上距离平滑的期限结构仍有距离。

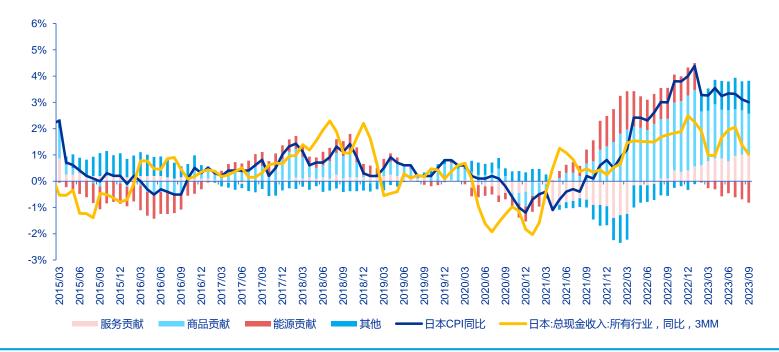




日本薪资增速能否延续高增是日央行退出宽松的关键



- 在能源价格逐步回落以及日本政府对家庭的财政补贴发放,日本通胀压力今年有所缓解,最新值为3%。其中,日本服务通胀价格仍在边际向上,显示当前经济内生性动能仍然不弱。往后看,日本通胀能否持续取决于企业对产品和服务涨价→居民收入增速预期的传导是否顺畅,而工会薪资谈判是重要决定因素。
- 从时间点上来看,2023年12月将启动新一轮的工会薪资谈判,过程将持续至2024年4月最终确定涨价程度。目前日本工会公布了2024年的谈判目标将在5%以上,相比2023年的目标进一步提升。
 日本CPI与居民收入增速高度相关

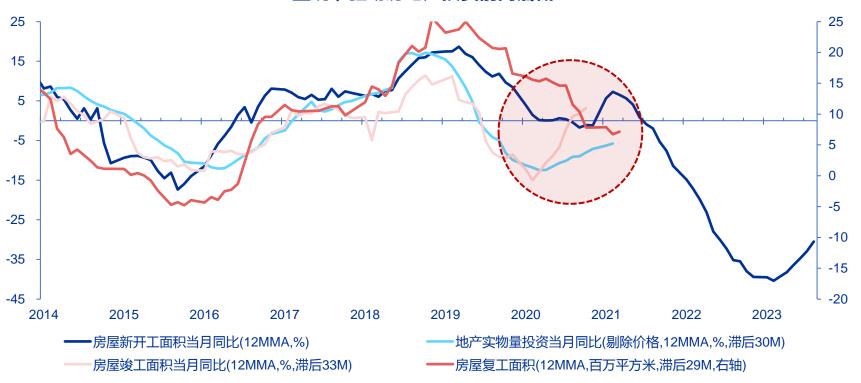


国内2024年地产投资和竣工有更大的下行压力



■ 2024年地产投资将重回由新房投资大幅下滑主导的投资新一轮内生压力期,同时地产竣工端也将承压。考虑到地产销售向投资的传导存在时滞,若要对冲2024年下半年更大的地产投资下行压力,则目前至明年上半年需先针对地产需求和销售政策需持续优化调整。

地产领先指标:2023年复工和竣工支撑投资增速低位回升;2024年新开工回落的滞后影响显现,驱动房地产投资前高后低



先进制造保障出口竞争力,新旧切换仍在过渡期



A股各行业营收变化归因:房地产的影响下降,出口的影响上升

A 的文章		北又化	" 二四 · ·	万地厂	リカシェ しょうしょう	'冲牛',山	III DJ R〉	
收入	增长归因	2005-2007	2008-2010	2011-2013	2014-2016	2017-2019	2020-2022	近3年
中游制造	电力设备	社零	/	地产销售	地产销售	出口	制造业投资	制造业投资
稳定	公用事业	出口	地产投资	地产投资	社零	基建	制造业投资	制造业投资
消费	商贸零售	出口	出口	地产投资	社零	基建	地产销售	社零
消费	汽车	地产投资	地产投资	/	社零	地产销售	地产销售	社零
消费	社会服务	社零	地产投资	出口	地产销售	基建	出口	社零
TMT	传媒	/	地产投资	社零	地产销售	出口	地产销售	社零
消费	美容护理	社零	/	制造业投资	地产销售	/	基建	基建
消费	食品饮料	社零	地产投资	制造业投资	地产销售	社零	地产投资	基建
中游制造	环保	基建	地产投资	地产销售	社零	地产销售	地产销售	地产销售
中游制造	机械设备	地产投资	地产投资	地产投资	社零	出口	地产销售	地产销售
中游制造	建筑装饰	/	/	地产销售	制造业投资	社零	地产销售	地产销售
消费	家用电器	地产投资	地产投资	出口	地产投资	地产销售	社零	地产销售
消费	农林牧渔	基建	地产投资	制造业投资	地产销售	/	地产投资	地产销售
金融地产	房地产	地产投资	地产投资	基建	地产销售	地产投资	地产销售	地产销售
金融地产	非银金融	地产销售	社零	基建	出口	/	地产投资	地产投资
周期	建筑材料	社零	地产投资	地产投资	地产投资	/	出口	出口
周期	有色金属	社零	出口	地产投资	社零	地产销售	出口	出口
周期	基础化工	社零	出口	地产投资	社零	地产销售	出口	出口
周期	煤炭	出口	出口	制造业投资	地产销售	地产销售	制造业投资	出口
周期	钢铁	社零	出口	地产投资	地产投资	地产销售	出口	出口
中游制造	轻工制造	基建	地产投资	/	地产销售	出口	社零	出口
消费	纺织服饰	出口	出口	出口	社零	出口	出口	出口
消费	医药生物	社零	地产投资	社零	社零	出口	制造业投资	出口
稳定	交通运输	社零	出口	/	地产销售	地产销售	出口	出口
TMT	计算机	地产投资	地产投资	基建	地产销售	出口	制造业投资	出口
TMT	光学光电子	基建	地产投资	基建	出口	地产销售	社零	出口
TMT	消费电子	出口	地产投资	基建	出口	地产销售	基建	出口
TMT	半导体	基建	地产投资	基建	地产销售	地产销售	地产投资	出口
周期	石油石化	基建	出口	地产投资	地产投资	地产销售	制造业投资	/
中游制造	国防军工	/	/	地产投资	制造业投资	地产投资	地产投资	/
金融地产	银行	地产销售	出口	制造业投资	制造业投资	地产投资	/	/
TMT	通信	/	基建	社零	社零	出口	/	/

- 2019年之后房地产对中国经济的影响力下降,越来越少的行业营收变化归因于房地产销售/投资,越来越多行业归因于出口/制造业投资
- 中国至少是一个有竞争力的出口国
- 外需分析(全球宏观格局,产业趋势变化)、 全球竞争力分析,在中国经济研究中的 权重应明显增加
 - 注:归因方法
 - 收入累计同比减去名义GDP同比,分别与各项经济数据减去名义GDP同比的值进行回归,滚动3年,找出相关系数最高且大于50%的经济数据("/"代表未能找到相关性超过50%的经济数据)

- 1. 全球商业和政策周期已经分化较长时间
- 2. 2024全球大选年,改革预期是最大外生变量
- 3. 美元退潮趋于尾声,但涨潮仍需等待
- 4. 全球债市:美债逢高配置,中债牛市未完
- 5. 全球股市:把握流动性窗口,产业趋势是主线
- 6. 大宗商品:供给约束下,对冲价值仍在
- 7. 配置策略:全年关注美债、黄金、新兴市场



2024年是全球各地区大选年



2024年全球多个地区的选举换届或为经贸、地缘等方面带来较大的不确定性

地区选举	时间	换届时间
中国台湾地区领导人选举	2024年1月	4年
芬兰总统选举	2024年1月	6年
俄罗斯总统选举	2024年3月	6年
乌克兰总统选举	2024年3月	5年
韩国国会选举	2024年4月	4年
印度下议院选举	2024年5月	5年
欧洲议会选举	2024年6月	5年
比利时众议院选举	2024年 6月	5年
墨西哥总统选举	2024年 6月	6年
英国首相选举	2024年秋季	原则上5年
美国总统选举	2024年11月	4年
罗马尼亚总统选举	2024年11月	5年
克罗地亚总统选举	2024年12月	5年

美国4年一次的总统大选将于2024年11月进行,两党政策分歧将对中期的资产配置环境产生较大影响

| ______ | 摇摆州内华 | 达,密歇根初 | 选 据摆州佐治 亚,亚利桑那 | ______ | 摇摆州威斯康 | 辛,宾夕法尼 | 亚初选

共和党 全国代表大会

民主党 全国代表大会

总统大选

2023.2.26

3.12-3.19

4.2-4.23

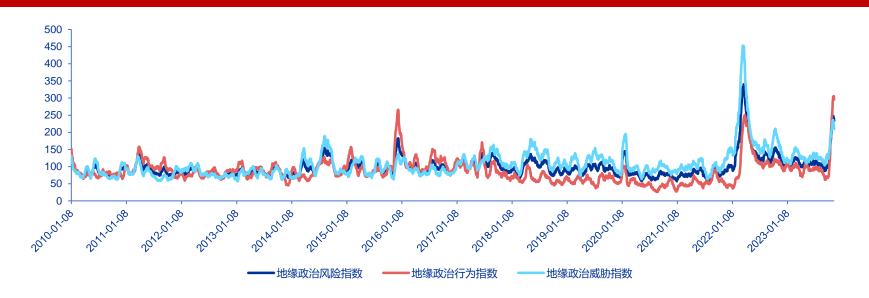
7.15~7.18

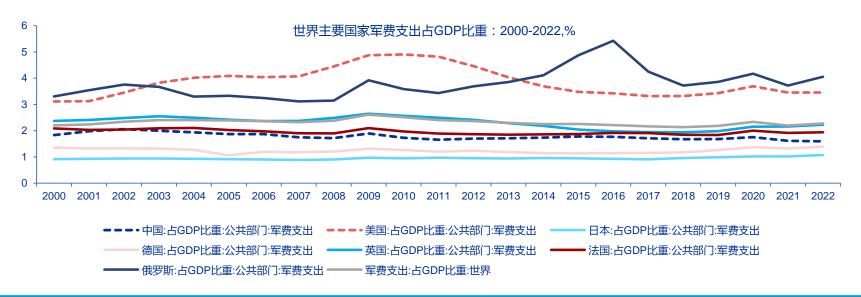
8.19~8.22

11.5

近年来地缘政治风险上升,各国财政军费开支显著增加







2024年中国、韩国预计逆势增加财政赤字



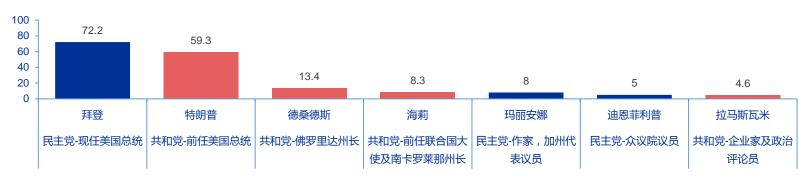
■ 根据Factset预测,2024年世界主流国家预计都在降低财政赤字,而中国、韩国逆势反而增加财政赤字。

单位(%)	2023E	2024E	2025E
	G7	7	
加拿大	1.3	0.9	
法国	4.9	4.5	3.9
德国	2.6	1.8	1.2
意大利	5.3	4.4	3.7
日本	5.5	4.1	5.3
英国	4.8	3.7	-0.6
美国	5.8	5.7	5.9
	亚太亚	平洋	
澳大利亚	-0.1	0.6	1.3
中国	4.4	6.9	4.7
印度	6.7	6.3	-0.1
印度尼西亚	3.1	2.4	2.2
日本	5.5	4.1	5.3
菲律宾	6.5	5.7	5.2
新加坡	0.0	-0.2	0.5
韩国	1.1	1.7	1.0
中国台湾	1.2	0.8	1.2
泰国	3.5	3.5	3.7
	欧洲	М	
欧元区	3.5	2.9	2.4
法国	4.9	4.5	3.9
德国	2.6	1.8	1.2
希腊	1.9	0.8	
西班牙	4.1	3.5	3.0
乌克兰	22.1	20.7	
英国	4.8	3.7	-0.6

特朗普VS拜登 依然是两党首位总统候选人



民意调查均值,截至11月2日,%



特朗普政策主题		是否涉及财政赤字	扩大赤字/减小赤字
毒品问题和人口贩卖	判处涉嫌人口贩卖和毒品贩卖者死刑	否	/
教育	给予家长选举高中以下学校校长的权力,并增加美国爱国教育和历史内容。	否	/
性别认同问题	不再为联邦政府的性别再认同机构提供资金支持	是	轻微减小赤字
外交政策	结束俄乌战争,重启穆斯林禁入措施	否	/
建设自由城市	特许10个新城市(自由城),这些新城市将成为改革试点城市。自由城的目的是促进美国制造业回流 ,创造就业机会等。	是	扩大赤字
数据监管	7年内,将数据平台监督数据的工作交还FBI和CIA	否	/
贸易	促进就业回流,逐步淘汰中国进口必需品,迫使其他国家降低关税	否	/
经济	废除拜登的加税政策(向非营利性组织征收约2350亿美金的税款,向100万小微企业加税至33%) ,解决通货膨胀问题	是	扩大赤字
政府改革	解雇未经选举的官僚和影子势力,限制国会议员任期	否	/
第二修正案(枪支管理)	不再限制公民的持枪自由	否	/
中国	限制中国对美国的能源、技术、电信和自然资源等市场的进入权限	否	/
药品	系统性降低美国药品市场价格,价格水平向欧洲等国家看齐,降低医疗支出	是	减小赤字
拜登政策主题	主要治理内容	是否涉及财政赤字	扩大赤字/减小赤字
儿童老人保育工作	加强社会保障建设工作,将工作重心放在建设儿童和老人的保育所上	是	扩大赤字
税法	为亿万富翁制定最低税标准	是	减小赤字
堕胎	堕胎平权,并为自由堕胎提供法律支持	否	/
枪支管理	继续推动禁枪令,推动第二修正案的修改	否	/
反特朗普MAGA	反对特朗普民族主义和种族主义	/	/

大选年美国财政扩张的概率偏低

www.swsresearch.com



26

- 2024年是美国大选年,两党博弈大概率进一步加剧,非衰退假设下财政难以大幅扩张。
 - 自1964年以来的15次美国大选中,除了1980、2008、2020年美国面临经济衰退压力,财政 逆周期发力必要性提高,其他12次种有9次财政支出增速和财政赤字率相比大选前一年均有所 下降。这反映了在大选期间,两党为了各自利益竞争诉求远远大于合作意愿。
 - 而2023年10月美国众议院议长"意外"被罢免,显示当前国会两党以及共和党党内分歧较大, 这也是2024年大选竞争的开端,明年非衰退假设下财政大幅扩张的概率偏低。

大选年份	财政支出增速%	相比前年,%	财政赤字率%	相比前年,%	货币政策	基准利率变动(BP)	美国是否衰退	执政党派	在任总统
2020	24.46	18.47	14.77	8.05	降息周期	-146	是	民主党	拜登
2016	3.45	0.77	5.42	0.77	加息周期	19	否	共和党	特朗普
2012	-0.51	(1.15)	9.29	(1.79)	加息周期	2	否	民主党	奥巴马
2008	8.86	1.92	7.47	3.38	降息周期	-397	是	民主党	奥巴马
2004	5.32	(1.07)	5.85	(0.64)	加息周期	96	否	共和党	小布什
2000	4.88	(0.01)	-0.31	(0.83)	加息周期	-2	否	共和党	小布什
1996	3.66	(1.01)	3.54	(1.15)	降息周期	20	否	民主党	克林顿
1992	7.97	2.56	7.28	0.99	降息周期	-195	否	民主党	克林顿
1988	4.95	(0.26)	4.70	(0.73)	加息周期	1 74	否	共和党	老布什
1984	7.56	(1.17)	6.08	(1.13)	加息周期	-141	否	共和党	里根
1980	14.88	4.11	4.44	1.49	加息周期	800	是	共和党	里根
1976	6.97	(9.98)	5.53	(2.11)	降息周期	-111	否	民主党	卡特
1972	9.07	(0.20)	4.26	(1.32)	降息周期	125	否	共和党	福特
1968	10.54	(2.06)	3.54	(1.13)	加息周期	-63	否	共和党	尼克松
1964	5.18	0.37	3.35	0.47	加息周期	50	否	民主党	肯尼迪、林登约翰逊

资料来源:Wind, 申万宏源研究;注:衰退为美国NBER官方定义, 经济下行压力较大

但大选后一年,往往是财政大扩张年份



历史来看,美国大选结束后,当年四季度是新政府改革预期发酵较为强烈的阶段,而第二年 往往会有扩张性财政刺激方案推出

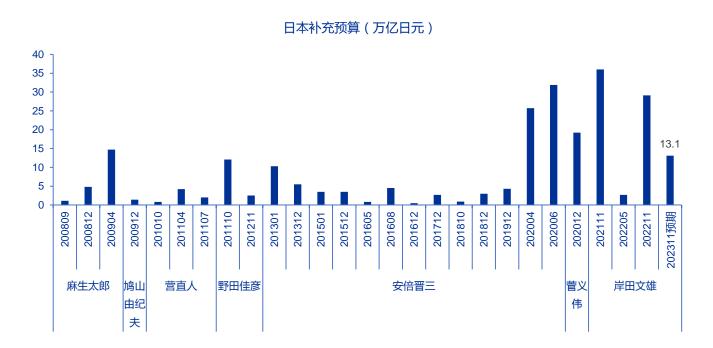
年份	在任总统	所属党派	财政刺激方案	签署/通过时间	产业/重要经济政策	签署/通过/生效时间
			《美国救助计划》:		《基础设施投资与就业法案》(预算1.2万亿美元)	11/15/2021
			包括每人1400美元的刺激支票,提高失业补助金每周100美元,房租救济		《芯片与科学法案》	8/9/2022
2020	拜登	民主党	和驱逐暂停,食品救济,儿童税收减免,折扣健康保险补贴。为小企业提供150亿美元的贷款,疫苗接种计划200亿元,提高个人所得税至15美元。	3/11/2021	《通账削减法案》:3690亿用于新能源汽车,610亿财政补贴,3000亿削减赤字	8/16/2022
2016	特朗普		疫情期间发布的各项刺激计划,总计2.6万亿美元。	2020/3/6 - 2020	《美加墨贸易协定》:规定了75%区内产值含量比例要求,要求40%至45	7/1/2020
2010	HIMPI		《减税与就业法》:将企业所得税税率从35%降低至21%,对美国企业的 海外利润实施税收减免	11/2/2017	%的汽车价值必须来目上时上资超过16美元的地区	
					《美国竞争力再授权法案》	12/16/2016
2012	奥巴马	民主党			《国家人工智能研究和发展战略》	10/13/2016
					《振兴美国制造业与创新法案》	11/18/2014
2008	奥巴马		《美国复苏与再投资法案》:金融危机后,和众议院通过了8190亿的经济刺激方案。美国国会将授权联邦政府获得5440亿美元的投资基金,另外2750亿美元用于退税。	2/13/2009	奥巴马医疗改革:预期花费8710亿美元改造医疗系统。	3/1/2010
			《美国制造业促进法案》:将制造业确定为美国核心产业,以高端性、前瞻性制造业为抓手,以期重振制造业.研发税收抵扣成为永久政策。	8/11/2010	《金融监管改革法案》 《多德弗兰克华尔街改革和消费者保护法案》	9/7/2010 7/21/2010
2004	小布什	共和党	《就业与增长税收减免协调法案》:价值约2500亿美元,增加对小微企业的税收减免,鼓励小企业再投资,取消股息双重征税	2003年前后	《萨班斯奥克斯利法案》:加强对上市公司业绩披露的监管	7/26/2002
2000	小布什	共和党	《2001经济增长和减税法案》:简化个人所得税纳税等级并降低个人所得税税率;增加儿童抚养的税收抵免(2005年起实施);逐步增加遗产税抵免额度、降低赠予税税率;扩大慈善捐助抵税范围;永久化研究和实验支出的税收抵免;降低资本利得税等	5/26/2001		
1996	克林顿	民主党	《1997减税法案》:降低投资税、所得税、遗产税等	10/7/1997		
1000				0.41.0.41.0.0.2	《信息高速公路计划》:全国性信息基础设施建设,政府直接投资300亿美元。	9/15/1993
1992	克林顿	民主党	《综合预算法案》:5年内削减财政赤字约2550亿美元	8/10/1993	《北美自由贸易协定》:美国、加拿大和墨西哥构成的北美自由贸易区, 达成关税、工资、产地等协议。	8/12/1992
1988	老布什	共和党	老布什在经济建设上出台的有效政策较少,没有明确的经济政策纲领和脉络		海湾战争	1990/8/2 - 1991/2/28
			《1986年税制改革法案》:基于宽税基、低税率、简税制原则,对个人和		《卢浮宫协议》:停止由《广场协议》导致的美元贬值	1987年2月
1984	里根	共和党	企业所得税进一步做出调整,个人最高税率降至 28% ,将企业所得税降至 34%	1986年10月	《广场协议》:使美元对北约其他主要经济体贬值;	9/22/1985
1000	m+0	ALT DAY	《经济复苏计划》:放松政府对企业的限制和干预,通过刺激供给、自由竞争、使美国经济达到自动复兴和发展。内容包括,个人所得税每年减少1	1001 72 7	《1980年原油暴利税法案》:向石油公司生产的原油征收货物税,根据石油公司的类型和规模,税率在30%-70%不等。	1980年,该法案于1988年被废除
1980	里根	共和党	竞争、使美国经济达到自动复兴和发展。内容包括,个人所得税每年减少10%,对企业生产设备加速折旧,削减联邦政府开支,控制货币供应增长速度,减少国家对企业的干预	1981年2月	《星球大战防御计划》:导弹防御系统建设	1983年里根首次提议,1985年立项,预算约1万亿美元

为提高支持率,日本首相岸田文雄加码财政刺激



- 根据《日本经济新闻》,2023年11月2日,日本首相岸田文雄推出17万亿日元的新经济政策,内容包括暂时性的所得税减税、补助金发放、延长能源价格补助等,并且日本政府将编制约13.1万亿日元的补充预算,为经济刺激计划提供资金。
- 根据《新华网》,日本政府文件显示,新计划将使年经济增长率提升约1.2%。

本次日本补充预算法案金额相比历史上较高



国内财政发力"前高后低": 2024年上半年准财政落实



- 2023年是财政修养生息年,2024年财政再发力的必要性提升;2023下半年准财政的布局,多数会在2024上半年落实为实物量改善,造成2024年财政"前高"
- 城中村改造是准财政发力的主要看点,23年下半年密集布局,24年有望见效。预期验证的关键点包括资金来源安排(PSL是否重回扩张),还有城中村改造覆盖的城市范围, 改造面积,完成年限等

2023年下半年城中村改造密集布局

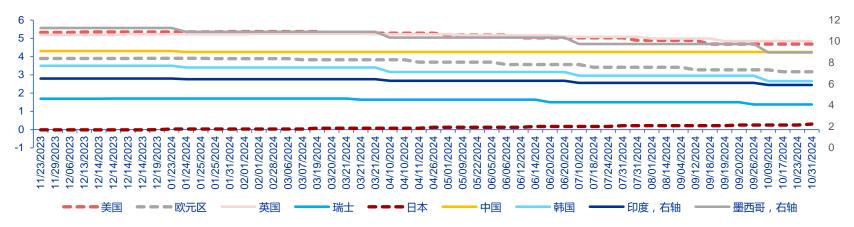
时间	主要内容。 主要内容
2017.06.13	发改委: 重点推进特殊类型城市更新, 统筹推动城市旧城改造和城市新区建设
2021.03.11	"十四五"规划纲要:城市更新包括完成2000 年底前建成的21.9 万个城镇老小区改造,基本完成大城市老旧厂区改造,改造一批大型老旧街区,因地制宜改造一批域中村
2021.04.08	发改委:要在老城区推进以老旧小区、老旧厂区、老旧街区、城中村等"三村一区"改造为主要内容的城市更新行动,因地制宣将一批城中村 改造为城市社区或其他空间
2021.08.31	住建部:发布《关于在实施城市更新行动中防止大拆大建问题的通知》,原则上城市更新单元(片区)或项目内拆除建筑面积不应大于现状总建筑面积的20%
2023.04.28	中央政治局会议:在超大特大城市积极稳步推进城中村改造和"平急两用"公共基础设施建设
2023.06.08	金融监督管理总局:支持超大特大城市城中村改造和"平急两用"公共基础设施等重大项目建设
2023.07.07	住建部:发布《关于扎实有序推进城市更新工作的通知》,对城市更新工作提出五个方面的要求
2023.07.18	住建部:发布《关干扎实推进2023年城镇老旧小区改造工作的通知》,重点改造2000年底前建成城镇老旧小区
2023.07.21	国常会:在超大特大城市积极稳步实施城中村改造是改善民生、扩大内需,推动城市高质量发展的一项重要举措
2023.07.28	城中村改造工作部署电视电话会议:城中村改造是一项复杂艰巨的系统工程,要从实际出发,采取拆除新建、整治提升、拆整结合等不同方式分类改造
2023.08.02	国家开发银行在京召开2023年年中党建和经营工作座谈会。会议提到,积极服务推动超大特大城市城中村改造和"平急两用"公共基础设施建设
2023.08.17	央行发布《2023年第二季度中国货币政策执行报告》,提出加大对住房租赁、城中村改造等金融支持力度
2023.09.14	自然资源部印发《关于开展低效用地再开发试点工作的通知》:落实在超大特大城市积极稳步推进城中村改造的有关要求,在北京市等 43 个城市开展低效用地再开发试点
2023.10.31	中央金融工作会议:加快保障性住房等"三大工程"建设,构建房地产发展新模式

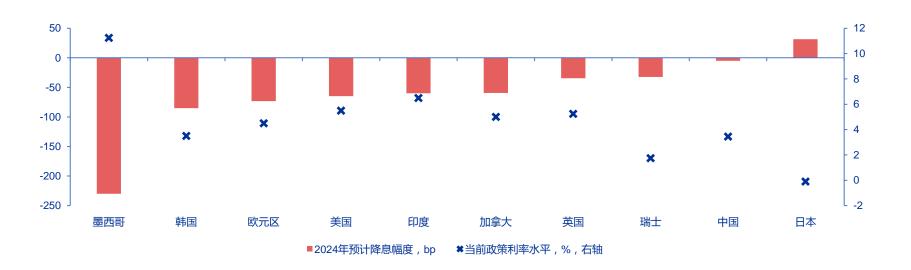
www.swsresearch.com

市场预期主流央行将在2024年启动降息,除了日本



Factset对于全球主要央行2024年政策利率的预期,%





大选后往往风险偏好上行,美元资产占优



- 权益方面,四季度中美股市上涨概率较高
- 利率方面,大选后一个月美债利率往往上行
- 商品方面,原油整体偏弱,黄金偏强,但大选后黄金往往走弱。
- 外汇方面,大选年整体美元指数往往偏弱,但在大选前后往往走强。

1960年以来,美国大选年大类资产表现

		上涨概率	上涨概率	均值	均值
		(1960年后)	(剔除衰退)	(1960年后)	(剔除衰退)
	Q1	60%	75%	0.1%	3 <mark>1</mark> %
	Q2	67 %	67 %	3 <mark>.2%</mark>	1 <mark>6</mark> %
标普500	Q3	73%	75 %	2 <mark>.5</mark> %	2 <mark>.4</mark> %
	Q4	80%	83%	1 <mark>.7</mark> %	2 <mark>.4</mark> %
	大选前1个月	53%	58%	-4.0%	0 2%
	大选后1个月	80%	83%	0.8%	10%
	Q1	60%	67%	10.9%	10.1%
	Q2	40%	33%	<mark>3.3</mark> %	0 5%
沪深300	Q3	40%	33%	<mark>2.3</mark> %	0,0%
//-/ // 300	Q4	60%	67%	4.3%	1,0%
	大选前1个月	40%	33%	5.6%	-1 .5%
	大选后1个月	40%	33%	<mark>2.</mark> 0%	1.9%
	Q1	43%	45%	-2 .9%	- <mark>1</mark> .3%
	Q2	20%	36%	-7.9%	-4 .2%
恒生指数	Q3	53%	17%	- 1.7%	-9 .4%
15工1月90	Q4	53%	50%	- .7%	<mark>-2</mark> .9%
	大选前1个月	60%	58%	0.0	5 <mark>,0%</mark>
	大选后1个月	87 %	83%	0.0	5 <mark>,0%</mark>
	Q1	53%	58%	6.9	2
	Q2	47%	50%	-22	18
10Y美债利率	Q3	33%	33%	-10.0	- 2 3
(bp)	Q4	47 %	42%	-4.8	<u>-9</u>
	大选前1个月	47 %	33%	1.1	=
	大选后1个月	53%	58%	-4.2	2

		上涨概率	上涨概率	均值	均值
		(1960年后)	(剔除衰退)	(1960年后)	(剔除衰退)
	Q1	23%	10%	-0.5%	- <mark>1</mark> .6%
	Q2	46%	50%	- 1.0 %	- 4 .8%
美元指数	Q3	46%	50%	-0.5%	- d .4%
天儿田奴	Q4	31%	40%	-2 .3%	- <mark>1</mark> .5%
	大选前1个月	69%	60%	0. 0	0,7%
	大选后1个月	54%	70%	0 .0	04%
	Q1	27%	25%	-3 .2%	-4.8%
	Q2	40%	33%	0,4%	-3 .3%
ICE原油	Q3	40%	42%	8 <mark>.6%</mark>	20%
ICE原油	Q4	47%	50%	<mark>-3</mark> .9%	-2 .4%
	大选前1个月	40%	42%	0 .0	1.5%
	大选后1个月	27%	25%	0.0	0.0%
	Q1	50%	67%	₫ .6%	1.8%
	Q2	58%	67 %	14%	21%
COMEX黄金	Q3	50%	56%	2 <mark>.1</mark> %	1,6%
COIVIEX與亚	Q4	58%	56%	1.8%	0,1%
	大选前1个月	33%	44%	. 0	0 2%
	大选后1个月	33%	22%	0.0	- <mark>‡</mark> .4%
	Q1	50%	67%	10%	5 <mark>.3%</mark>
	Q2	38%	33%	1 <mark>.7</mark> %	-2 .4%
LME铜	Q3	50%	50%	12.4%	-2 .4%
LIVIE制]	Q4	38%	50%	-5 .1%	0 3%
	大选前1个月	25%	17%	0.1	<mark>-3</mark> .0%
	大选后1个月	38%	33%	0.0	-1.8 %

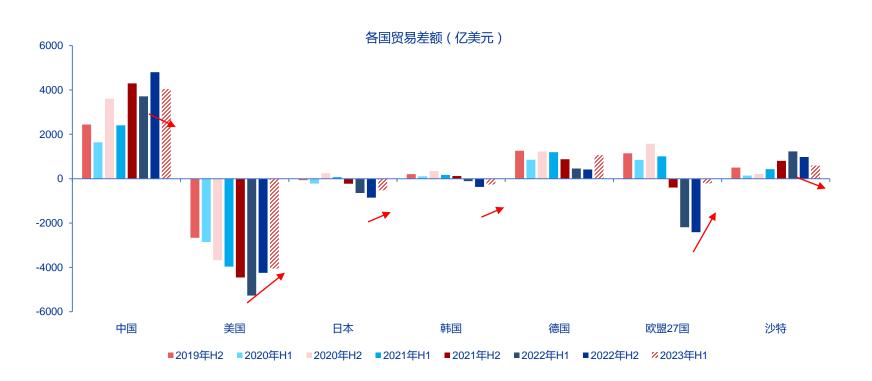
- 1. 全球商业和政策周期已经分化较长时间
- 2. 2024全球大选年,改革预期是最大外生变量
- 3. 美元退潮趋于尾声,但涨潮仍需等待
- 4. 全球债市:美债逢高配置,中债牛市未完
- 5. 全球股市:把握流动性窗口,产业趋势是主线
- 6. 大宗商品:供给约束下,对冲价值仍在
- 7. 配置策略:全年关注美债、黄金、新兴市场



美国贸易逆差收窄压缩离岸美元流动性



- 1)近期油价上行导致美国贸易逆差收窄:2020年以来,美国已经成为石油净出口国,油价上升将会导致美国贸易逆差收窄,进一步加剧离岸美元流动性的紧缺。
- 2)美国进口规模的收窄也导致美国贸易逆差的收窄:美国进口规模的收窄一方面原因是由于美国整体商品消费需求的下行,另一方面原因是美国制造业回流趋势



2023年外资持续购入美元资产,私人部门买企业债和股票卖 SV 国债,官方部门在买美债和美股





私人大幅买入美国证券,官方先卖后买(百万美元)







日元表现与日本贸易条件改善背离,美日利差是主要矛盾



- 2022年的日元贬值是美日利差扩大和贸易账户恶化共同驱动的,而2023年日本进出口开始好转,贸易逆差逐步收窄,日元仍在不断贬值。这反映了今年美债利率绝对水平继续走高,融出日元的套息吸引力进一步扩张。
- 如果2024年日央行确认了通胀的持续性结束负利率,那么日本短端利率将迎来反转契机, 利差交易驱动下的日元贬值也将有所逆转。





2023年人民币同样承压,外资抛售中国国债







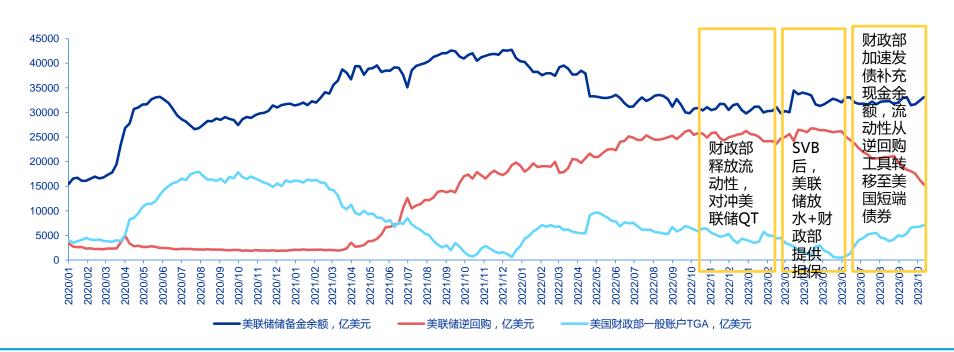


■外国投资者

美国宽财政+紧货币持续消耗银行间流动性, 美联储QT 还能持续多久?

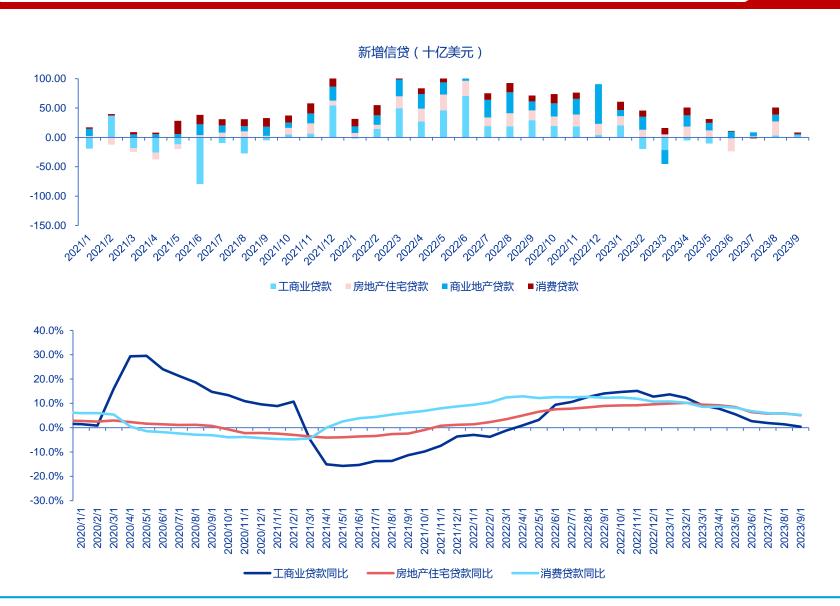


- 今年上半年美国两党关于债务上限谈判焦灼,美国国债发行暂停,市场供给压力得到缓解。同时在SVB事件扰动下,美联储为小银行提供流动性支持工具叠加财政部提供担保,市场流动性得到扩张,超额流动性继续体现在美联储负债端的逆回购余额上。
- 而下半年美国财政部恢复发债能力后,超额融资引发市场对美债信用的担忧,美债利率加速上行,美债供给对市场流动性形成冲击,逆回购余额开始加速下降。若后续美国国债发行量仍然较高,叠加美联储资产端抛售国债和MBS,市场流动性或面临阶段性冲击。



美国私人信贷扩张速度下降同样不利于银行准备金积累





- 1. 全球商业和政策周期已经分化较长时间
- 2. 2024全球大选年,改革预期是最大外生变量
- 3. 美元退潮趋于尾声,但涨潮仍需等待
- 4. 全球债市:美债逢高配置,中债牛市未完
- 5. 全球股市:把握流动性窗口,产业趋势是主线
- 6. 大宗商品:供给约束下,对冲价值仍在
- 7. 配置策略:全年关注美债、黄金、新兴市场



美债:波动中枢低于2023年,但下行趋势并非一蹴而就



■ 2023年美债收益率超预期上行核心原因是财政导致的需求韧性超预期。展望2024年,美国大选博弈下继续大幅宽财政概率下降,同时随着通胀总体回落,美国赤字内生扩张压力将有所缓解。随着高利率时间推移,美国私人部门信用周期仍面临潜在的收缩压力,2024年美国经济环比增长动能大概率将弱于2023年。2024年美国经济增长大概率边际降温,但深度衰退概率相对较低。美债收益率波动中枢低于2023年,关注美联储降息与美国大选两个重要时点对美债利率走势的边际影响。



10Y美债收益率					实际利率			
		1	1.5	2	2.5	3	3.5	4
	3	4.0	4.5	5.0	5.5	6.0	6.5	7.0
	2.6	3.6	4.1	4.6	5.1	5.6	6.1	6.6
通胀预期	2.4	3.4	3.9	4.4	4.9	5.4	5.9	6.4
(1八八八四)	2.1	3.1	3.6	4.1	4.6	5.1	5.6	6.1
	1.7	2.7	3.2	3.7	4.2	4.7	5.2	5.7
	1.3	2.3	2.8	3.3	3.8	4.3	4.8	5.3

国内债券: 低位震荡, 上行风险看财政



■ 国内债券方面,我们认为长期来看债市仍处于牛市未完的阶段,10Y国债利率波动范围在 2.3%-2.7%,经济增长范式从地产转向消费制造仍需时间,中期看债市仍处于牛市未完 的阶段,资金面不具备大幅收紧的基础,随着2024年资金面边际缓和,国内债券收益率 曲线陡峭话仍能带来一定的投资机会。总体来看,2024年10Y国债利率围绕政策利率波 动,建议保持标配。



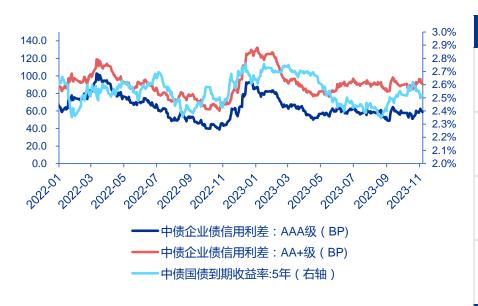
参考利率点位	参考20年11月, 后经济反弹利率		当前的滚动	5年平均	参考点位是 动5年平均(倍标准	直的负一	当前水平 (2023-11-	Ź	参考点位是当 5年平均值的 准据	负二倍标
10Y国债收益率目标,%		3.30		2.95		2.72		2.66		2.50
全价预期回报率,%		-1.86		0.58		2.20		2.66		3.77
净价预期回报率,%		-4.51		-2.08		-0.45		0.00		1.12

信用债: 城投债继续挖潜,产业债战略关注科创债



- 信用利差总体处于中性水平,仍有一定压降空间,利率维持低位波动,信用票息策略 依然占优。
- 化债政策推进下,信用债票息策略占优,城投债方面建议关注短久期高收益城投债投资机会,产业债重点关注科创债的战略布局机会。

2023年下半年高等级信用利差整体震荡



下半年以来,低等级信用利差整体下行,目前处于较低 分位数

中票信用利差 (BP)	期限	2023/11/6	2023/6/30	变动	2019年以来的 百分位数
	1年	45	60	-15 <mark>.00</mark>	18.7%
AAA	3年	45	56	-10.91	10.5%
AAA	5年	58	64	-6.05	13.4%
	7年	54	59	-5.12	10.5%
	1年	54	70	-15 <mark>.49</mark>	13.6%
A A .	3年	67	80	-14 <mark>.93</mark>	17.5%
AA+	5年	90	95	-5.07	28.7%
	7年	90	93	-3.11	19.5%
	1年	61	78	-1 <mark>6.99</mark>	11.0%
AA	3年	91	119	-28.93	10.4%
AA	5年	125	133	-8.07	10.0%
	7年	125	135	-10.11	6.1%
	1年	303	318	-14 <mark>.99</mark>	35.3%
AA-	3年	303	359	-26.93	35.3%
AA-	5年	367	373	-6.07	27.9%
	7年	368	374	-6.76	10.9%

产业债:净融资持续流出在政策支持下有望"破局"



- 2023年下半年以来产业债净融资持续流出。政策强调债市要服务实体、服务科创, 后续供给有望逐步恢复
- 产业债信用利差中枢随债市下移,但等级利差下行后易有反复,当前仍处在较高水平。

今年产业债净融资流出



- 1. 全球商业和政策周期已经分化较长时间
- 2. 2024全球大选年,改革预期是最大外生变量
- 3. 美元退潮趋于尾声,但涨潮仍需等待
- 4. 全球债市:美债逢高配置,中债牛市未完
- 5. 全球股市:把握流动性窗口,产业趋势是主线
- 6. 大宗商品:供给约束下,对冲价值仍在
- 7. 配置策略:全年关注美债、黄金、新兴市场



2023年以来全球市场基金增配美国、日本、德国等市场



- 2023年以来全球市场基金增配美国、日本、 德国等市场,减配中国、英国、法国等市场。
- 2023年以来新兴市场基金增配中国台湾、 韩国、印度等市场,减配中国、泰国等市场。

新兴市场基金									
国家/地区参考权重 (Benchmark)		基金配置权重 (2022-12)	基金配置权重 (2023-09)	23年以来配置比 例变化					
中国	29.95%	30.25%	27.73%	-2. 52 %					
中国台湾	14.82%	14.20%	15.61%	1.42%					
韩国	12.21%	7.90%	8.44%	0.54%					
印度	15.72%	15.13%	16.48%	1.35%					
巴西	5.38%	5.71%	6.19%	0.48%					
南非	3.03%	3.93%	3.26%	-0. <mark>67</mark> %					
俄罗斯		0.00%	0.01%	0.01%					
沙特阿拉伯	4.15%	3.28%	3.38%	0.10%					
泰国	1.86%	2.66%	2.12%	-0.5 <mark>4%</mark>					
马来西亚		1.60%	1.42%	- 0.18 %					
墨西哥	2.48%	2.66%	2.92%	0.25%					
印度尼西亚	1.97%	2.25%	2.36%	0.11%					
菲律宾		0.68%	0.61%	-0.06%					
越南		0.17%	0.19%	0.02%					

全球市场基金 (以发达市场为主)									
国家/地区参考权重	(Benchmark)	基金配置权重 (2022-12)	基金配置权重 (2023-09-30)	23年以来配置比 例变化					
美国	62.71%	57.54%	58.55%	1.01%					
日本	5.45%	5.53%	5.67%	0.14%					
中国	3.11%	1.05%	0.94%	-0.11%					
英国	3.72%	5.49%	5.41%	-0.07%					
法国	2.82%	4.45%	4.36%	-0.09%					
瑞士	2.41%	3.13%	2.99%	-0.14%					
加拿大	2.83%	3.09%	2.80%	-0.28%					
德国	1.96%	2.81%	2.88%	0.07%					
澳大利亚	1.75%	1.30%	1.20%	-0.10%					
中国台湾	1.61%	0.64%	0.73%	0.09%					
韩国	1.29%	0.71%	0.71%	0.00%					
荷兰	1.02%	1.78%	1.84%	0.06%					
印度	1.67%	0.44%	0.49%	0.05%					
巴西	0.59%	0.27%	0.27%	0.00%					
南非	0.33%	0.14%	0.11%	-0.03%					
俄罗斯	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%					
沙特阿拉伯	0.42%	0.06%	0.06%	0.00%					
泰国	0.18%	0.08%	0.06%	-0.02%					
马来西亚	0.15%	0.03%	0.03%	0.00%					
墨西哥	0.25%	0.18%	0.21%	0.03%					
印度尼西亚	0.21%	0.10%	0.10%	0.00%					
菲律宾	0.08%	0.02%	0.02%	0.00%					
越南		0.01%	0.01%	0.00%					

www.swsresearch.com 资料来源:EPFR,申万宏源研究 45

2024年股市盈利增速普遍正增长且环比2023年改善



- 自下而上来看,各国股市盈利增速普遍正增长且环比2023年改善,特别是亚太地区 (韩国、越南、印度、中国)较为显著。日本、美国次之,欧洲业绩改善幅度相对较小。
- 相比于2020年以前,除了中国香港、泰国、马来西亚、韩国以外,其他地区股市净利率均有所提升。

		盈利	增速预测	营	收增速		净利	率
国家/地区	指数	2023	2024E	2023	2024E	2024E	2024E VS 2023	2024E VS 2017~2019均值
韩国	韩国KOSPI200指数	-72.4%	61.2%	-8.5%	2.8%	6. <mark>6%</mark>	2. <mark>2%</mark>	0.0%
越南	越南证交所指数	21.4%	29.4%	-9.8%	10.0%	15.2%	1. <mark>8%</mark>	5.6%
新兴市场	新兴市场指数	-24.5 <mark>%</mark>	18.9%	-2.4%	5.1%	10.4%	1. <mark>0</mark> %	1.1%
印度	标普BSE SENSEX指数	7.3%	18.6%	-0.6%	10.9%	14.3%	2. <mark>3%</mark>	3.9%
中国	沪深300	6.3%	16.8%	2.8%	11.4%	9. <mark>9%</mark>	0.6%	0.4%
泰国	泰国证交所指数	11.9%	16.7%	-5.1%	0.7%	6. <mark>9%</mark>	0.7%	-1.2%
日本	日经225	-16.4	15.6%	-5.3%	6.0%	7.3%	0.8%	0.9%
巴西	巴西圣保罗交易所指数	-9.8%	13.5%	-1.3%	1.6%	11.7%	0.8%	4.1%
马来西亚	富时大马交易所吉隆坡综合:	指-8.4%	10.5%	0.0%	2.7%	14.8%	1.0%	-0.7%
美国	标普500	0.0%	10.2%	1.3%	2.3%	13.0%	0.5%	3.4%
中国香港	恒生指数	9.4%	9.8%	-32.7%	9.5%	13.8%	0.2%	- <mark>2.0</mark> %
欧洲	斯托克600	-3.3%	9.1%	-0.9%	1.4%	10.9%	0.7 %	3.5%
德国	德国DAX	-0.1%	8.0%	0.2%	2.8%	7. <mark>7%</mark>	0.4%	1.8%
智利	智利加权综合指数	-24.5 <mark>%</mark>	5.3%	6.7%	-18. <mark>7%</mark>	9. <mark>6%</mark>	0.4%	3.2%
法国	法国CAC40	-3.7%	2.1%	-1.9%	1.5%	9. <mark>7%</mark>	0.0%	3.1%
西班牙	西班牙IBEX35	3.3%	0.2%	2.6%	-7.5%	10.5%	-0.1%	1.79
意大利	意大利富时MIB指数	-1.0%	-1.4%	-21 <mark>.7%</mark>	-0.5%	10.3%	-0.1%	5.5%
俄罗斯	RTS指数	25.3%	-24.6 <mark>%</mark>	148.8%	-19. <mark>8%</mark>	19.7%	-3.2%	7.0%

全球股市估值对比: 美股、印度股市偏贵,A股、日股较便宜,港股最便宜



■ 全球横向比较来看,韩国、美国、印度股市PE估值相对较贵,港股、欧股、日股PE估值相对便宜。从PB的角度来看,美股仍然最贵,处于历史89%分位数,日股处于59%分位数,A股、港股处于历史10%以下分位数。

Е	Ŧ	3
г		٦.
		•

1	更	
1	亩	
-	_	

当前PE(TTM)估值	2001年以来分位数	2023/10/31	当前PB估值	2001年以来分位数	2023/10/31	当前ERP水平(10Y美债利率衡量)	2001年以来分位数	2023/10/31
阿根廷MERVAL指数	86.3%	20.9	标普500	89.0%	4.0	标普BSE SENSEX指数	1.8%	-0.2%
RTS指数	78.1%	7.9	发达市场股市指数	86.1%	2.7	泰国证交所指数	2.2%	0.5%
韩国KOSPI200指数	78.0%	15.8	阿根廷MERVAL指数	77.2%	1.8	阿根廷MERVAL指数	5.7%	-0.1%
标普500	74.0%	20.6	标普BSE SENSEX指数	69.3%	3.3	标普500	6.5%	0.0%
泰国证交所指数	70.1%	18.5	全球股市指数	65.6%	2.4	富时大马交易所吉隆坡综合指数	8.0%	1.1%
标普BSE SENSEX指数	64.2%	21.3	RTS指数	63.1%	0.9	韩国KOSPI200指数	11.3%	1.4%
富时大马交易所吉隆坡综合指数	52.9%	16.9	法国CAC40	61.7%	1.8	新兴市场股市指数	13.3%	3.2%
发达市场股市指数	45.2%	18.1	日经225	59.1%	1.7	RTS指数	13.7%	7.8%
全球股市指数	43.7%	17.3	意大利富时MIB指数	58.0%	1.2	发达市场股市指数	17.5%	0.6%
新兴市场股市指数	42.5%	12.4	巴西圣保罗交易所指数	44.8%	1.4	全球股市指数	18.2%	0.9%
德国DAX30	37.0%	15.2	STOXX600	38.5%	1.8	越南证交所指数	21.5%	3.0%
越南证交所指数	31.9%	12.7	新兴市场股市指数	24.0%	1.1	德国DAX30	22.8%	1.7%
法国CAC40	29.4%	14.1	西班牙IBEX35	17.1%	1.2	中证800	27.3%	1.9%
中国沪深300	22.5%	13.3	富时100	16.1%	1.7	中国沪深300	28.8%	2.6%
中国上证综指	21.5%	13.9	德国DAX30	13.8%	1.4	日经225	31.1%	0.9%
中证800	19.4%	14.8	智利加权综合指数	8.2%	1.0	法国CAC40	32.1%	2.2%
日经225	18.6%	17.3	泰国证交所指数	8.0%	1.4	中国上证综指	40.1%	2.3%
西班牙IBEX35	15.5%	10.2	越南证交所指数	6.1%	1.5	STOXX600	48.8%	2.5%
伊斯坦布尔证交所全国100指数	12.6%	6.1	中国沪深300	5.8%	1.5	西班牙IBEX35	69.5%	4.9%
STOXX600	11.8%	13.5	韩国KOSPI200指数	3.6%	0.8	伊斯坦布尔证交所全国100指数	81.0%	11.4%
智利加权综合指数	10.1%	5.6	中证800	3.4%	1.5	巴西圣保罗交易所指数	84.8%	7.4%
巴西圣保罗交易所指数	10.0%	8.2	中国上证综指	2.5%	1.3	富时100	85.0%	4.6%
富时100	5.7%	10.5	富时大马交易所吉隆坡综合指数	2.1%	1.3	智利加权综合指数	86.0%	12.8%
意大利富时MIB指数	1.8%	8.6	恒生指数	0.7%	0.7	意大利富时MIB指数	90.4%	6.7%
恒生指数	0.3%	6.0	恒生国企指数	0.7%	0.7	恒生国企指数	97.3%	13.4%
恒生国企指数	0.3%	5.5	伊斯坦布尔证交所全国100指数	0.0%	0.1	恒生指数	99.2%	11.9%
				<u> </u>	•			

www.swsresearch.com _{资料来源}:Wind,申万宏源研究

美元走弱时,新兴市场相对发达市场跑赢







2024年美股盈利增速维持高位,纳指相对标普更强

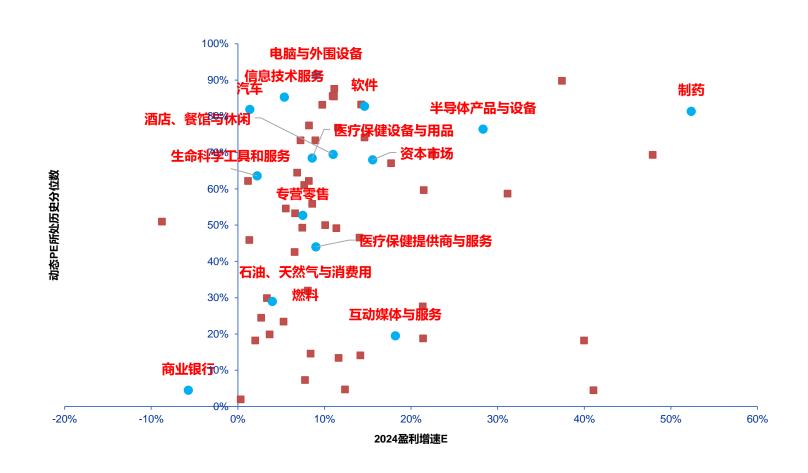


- 自下而上盈利预测来看,2024年标普500eps增速约为12%,纳指相对标普更强。
- 美股往往在盈利预期下修时估值同样相对承压。动态来看,当前盈利预期反映经济软着陆预期,若经济超预期下行,那么估值同样有下修空间。



行业来看,2024年美股信息技术、医药盈利增速相对更高





2024年科技巨头业绩预计维持强势,关注AI赋能预期验证 1



■ 美股上涨由权重股(M7)拉动是今年较为显著的特征。而历史来看,市场集中度上升也是美联储加息尾声的典型市场特征,这背后反映了经济预期放缓时,顺周期/小企业盈利



标普500剔除M7科技巨头以外的企业年初涨跌幅为负 1.8 1.6 1.4 1.2 1 0.8 2023^{1/3} 2023^{1/3}

收入增速-单季	META	苹果	亚马逊	微软	谷歌		英伟达	特斯拉
2022Q1	6.6%	8.2%	7.3%	18.4%	22.2%	9.8%	46.4%	80.5%
2022Q2	-0.9%	1.8%	7.2%	12.4%	12.0%	8.6%	3.0%	41.6%
2022Q3	-4.5%	8.1%	14.7%	10.6%	5.2%	5.9%	-16.5%	55.9%
2022Q4	-4.5%	-5.5%	8.6%	2.0%	0.3%	1.9%	-20.8%	37.2%
2023Q1	2.6%	-2.5%	9.4%	7.1%	2.9%	3.7%	-13.2%	24.4%
2023Q2	11.0%	1.4%	10.8%	8.3%	7.6%	2.7%	101.5%	47.2%
2023Q3	23.2%	-0.7%	12.6%	12.8%	12.0%	7.8%	170.8%	8.8%
2023Q4	20.9%	16%	11.2%	15.7%	13.0%	10.9%	193.8%	5.9%
2024Q1	17.8%	1.9%	11.7%	15.0%	11.6%	13.5%	160.7%	16.8%
2024Q2	14.0%	4.7%	11.5%	14.7%	10.1%	15.7%	51.9%	17.4%
2024Q3	10.9%	5.4%	11.3%	14.6%	10.2%	13.9%	37.1%	30.2%
2024Q4	11.7%	6.6%	11.6%	12.8%	10.4%	14.0%	28.0%	30.3%
EPS增速-单季	META	苹果	亚马逊	微软	谷歌		英伟达	特斯拉
2022Q1	17.4%	9.2%	-147.8%	9.1%	6.3%	-5.9%	-15.7%	640.5%
2022Q2	31.8%	-7 .7%	-126.3%	2.7%	- <mark>1</mark> 1.3%	7.7%	-72.2%	91.4%
2022Q3	49.1%	4.1%	-9.3%	-1.3.4%	-2 4.1%	-2.5%	-72.0%	97.6%
2022Q4	52.0%	-10 .3%	-98.1%	-1.1.5%	-3 1.4%	-90.8%	-51.6%	57.3%
2023Q1	19.2%	0.0%	-181.2%	10.4%	-4.7%	-18.2%	28.6%	-23.9%
2023Q2	21.0%	5.4%	-424.1%	20.6%	19.1%	2.9%	849.8%	19.4%
2023Q3	168.1%	13.9%	236.6%	27.4%	46.0%	20.1%	1124.3%	-44.2%

25.4%

9%

52.3%

27.3%

15.9%

9.3%

1696.9%

43.2%

29.3%

17.9%

39.9%

550.3%

374.6%

68.2%

32.9%

24.0%

2680.3%

112.7%

30.3%

2.5%

37.2%

美国头部科技巨头2024年自下而上收入和盈利预测

2023Q4 2024O1

2024Q2

2024Q3

2024Q4

74.3%

62.1%

39.3%

3.4%

14.3%

-30.6%

14.4%

19.1%

89.4%

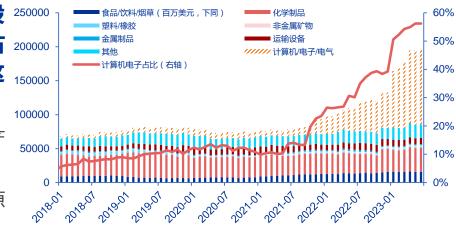
50.6%

关注产业政策推升的美国制造业回流投资机会



美国制造业建筑投资规模扩张幅度,计算机/电子占比较高

- 2022年8月之后,美国制造业建筑(厂房)投 25000 资显著扩张,其中增量计算机/电子/电气占 20000 比超过50%,从时点和重点结构来看,这 15000 与拜登政府的产业政策导向密不可分
 - 1. 芯片法案(2022年7月): 重点支持半导体生产本土化,提供科研经费补贴
 - 2. 通胀削减法案(2022年8月): 重点投资于能源安全和气候变化



芯片法案部门和项目	5年预算(亿美元)	预算方案
半导体制造激励计划	390	5年内拨款390亿美元,其中60亿美元可能用于直接贷款和贷款担保的成本。2022财年将拨款190亿美元,其中20亿美元用于传统芯片生产,优先考虑汽车行业等关键制造业。在先进芯片制造方面,提供25%的投资税收抵免
商业研发和劳动力发展 计划	110	5年内拨款110亿美元,包括国家半导体技术中心、国家先进封装制造计划以及其他研发和劳动力发展计划。2022财年将拨款20亿美元用于国家科学技术委员会(NSTC)、25亿美元用于先进封装
劳动力和教育基金	2	由NSF分期五年提供2亿美元资金,以促进半导体劳动力的增长
国防基金	20	用于实施微电子军民共享计划,加速将实验室成果应用到军事等领域
美国国际技术安全与 创新基金	5	资金将在5年内分配给国务院与美国国际开发署等,旨在与外国政府合作伙伴协调通讯、电信、半导体等先进技术的协作

《通胀削减法案》重点目标	《通胀削减法案》支持项目	主要内容	预算(亿美元)
	生产税收抵免	加速美国太阳能电池板、风力涡轮机、电池和关键矿物加工制造的生产税收抵免	300
保障美国能源安全和国内	投资税收抵免	建设清洁技术制造设施,如制造电动汽车、风力涡轮机和太阳能电池板	100
制造业	国防生产设施	生产热泵和加工关键矿物	5
	清洁汽车赠款	改造现有汽车,制造清洁车辆,创造就业机会	20
	清洁汽车贷款	建设全国各地新的情节汽车制造设施	200
	科研经费	加速国家实验室突破性能源研究	20

A股估值:对内便宜,对外仍贵



- 2023年以来,长端美债利率快速上行,以美债利率衡量的沪深300ERP也快速回落,性价比出现显著回落。
- 国债利率低位震荡,以国债利率衡量的沪深300ERP仍在上行,性价比改善,一定程度 上反映了内资和外资对A股性价比的评估差距拉大。



2024年A股盈利能力可能呈现"倒U型",关注岁末年初 配置机会

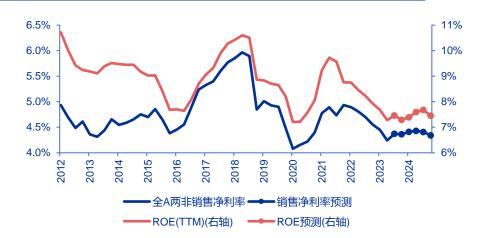


- 预计全A两非收入增速2024年回升至7.3%,2023Q4-2024Q4单季盈利增速分别为12.2/10.2/7.6/3.4/3.6%,前高后低,全年盈利增速2023/2024分别为-3.2/6.7%
- 预计全A两非ROE改善至24Q3,后续回落

2024年A股归母净利润增速高于2023年,但盈利能力改善不持续,全年呈"倒U型"

预测关键假设(%)	实际GDP	当季同比	CPI同比	PP同比 名	区义GDP当季同比	全A两非收入增速	与相比名义GDP的差额
2022-03		4.8	1.2	8.7	9.7	12.0	2.3
2022-06		0.4	2.1	6.0	4.9	4.6	-0.3
2022-09		3.9	2.8	3.5	6.5	7.3	0.8
2022-12		2.9	1.9	-0.9	3.4	4.6	1.2
2023-03		4.5	1.3	-1.6	4.4	4.4	0.1
2023-06		6.3	0.1	-4.5	4.1	4.2	0.1
2023-09		4.9	-0.1	-3.3	3.2	2.8	-0.4
2023Q4E		5.4	0.4	-2.2	4.5	4.5	0.0
2024E		4.5	0.9	0.7	5.3	7.3	2.0





港股估值性价比重新回到高位,美国大选年关注波动率提升

SWS

2024年港股估值大幅下行的风险相对可控,待美联储正式转向宽松,国内基本面确认企稳后港股估值向上修复的弹性更大。







资料来源:Wind, 申万宏源研究

欧股:基本面趋弱整体利润率承压,关注医药产业优势



欧股传统工业面临盈利下滑冲击,可选消 费利润率边际承压,整体建议低配,关注 医药周期回暖机会。



•欧洲斯托克600指数利润率,%

公司	行业	股价	表现		估值(80%	以上标黄)		股息率,%	ROE, %	EPS	增速
欧股	GICS三级行业	年初~7月	7月至今	PE(TTM)	PE所处历史分 位数(2010 年)	РВ	PB所处历史分 位数(2010 年)	近三年均值	2022年	2023E	2024E
诺和诺德公司	制药	16.4%	24.9%	45.7	100%	33.54	100%	1.6	72.0	48.5%	20.3%
LVMH集团公司	纺织品、服装与奢侈品	24.7%	-1 9.7%	21.3	44%	5.89	78%	1.4	27.6	1 3.9%	6.8%
雀巢	食品	-0.2%	8.3%	27.0	73%	7.02	92%	2.5	19.5	0.9%	7.4%
阿斯麦控股公司	半导体产品与设备	29.5%	-1 3.7%	29.1	42%	18.51	83%	0.9	59.4	37.8%	1.0%
欧莱雅	个人护理产品	26.9%	6.9%	36.1	76%	7.56	93%	1.4	22.5	7.5%	9.2%
壳牌公共有限公司	石油、天然气与消费用	5.7%	13.0%	8.0	24%	1.22	62%	3.9	24.4	21.5%	0.1%
诺华	制药	8.9%	-1.4%	24.9	73%	5.01	99%	3.8	11.4	9.5%	8.2%
罗氏控股股份公司	制药	6.9%	-1 2.3%	17.2	17%	7.14	4%	2.9	47.3	-8.9%	9.2%
阿斯利康公共有限公司	制药	-0.3%	6.7%	31.7	46%	5.50	56%	2.5	8.9	9.8%	1 4.9%
爱马仕国际公司	纺织品、服装与奢侈品	39.6%	-1 4.3%	45.7	66%	13.63	86%	0.6	30.8	20.7%	11.1%
SAP公司	软件	29.1%	1.1%	57.4	96%	3.42	11%	1.8	5.8	27.2%	1 7.7%
道达尔集团	石油、天然气与消费用	5.8%	12.3%	8.2	27%	1.45	88%	6.1	19.2	27.4%	-0.2%
汇丰控股	商业银行	25.3%	5.2%	6.3	2%	0.94	48%	4.1	8.9	71 .9%	-0.2%
桑坦德	商业银行	8.1%	1.9%	14.4	27%	1.70	57%	3.9	11.7	-0.1%	7.0%
克里斯汀迪奥股份公司	纺织品、服装与奢侈品	17.8%	-1 8.6%	17.8	32%	5.86	72%	1.5	33.7		
联合利华公共有限公司	个人护理产品	0.2%	4.9%	14.2	3%	6.06	25%	3.5	41.7	0.7%	6.9%
爱特思集团	专营零售	40.1%	-1.5%	22.0	21%	6.78	51%	3.4	25.1	26 .7%	8.3%
西门子	工业集团企业	19.5%	-1 7.8%	11.3	4%	2.09	29%	3.4	7.7	109.9%	5.8%
空中客车有限公司	航空航天与国防	20.7%	6.6%	25.5	57%	6.53	46%	1.0	37.9	4.3%	21.8%
Prosus公众有限公司	广产品线零售	11.8%	-1 9.5%	8.6	24%	1.77	12%	0.2	16.0	59.1 %	28.2%

www.swsresearch.com 资料来源: Factset, 申万宏源研究;注:资产价格截至20231025

日股: 政策转向或压制估值, 关注半导体产业优势



57

■ 日股受益于全球半导体新能源产能转移带来的投资机遇,但日央行货币政策转向或对估值带来不利影响,短期建议超配,中期标配。

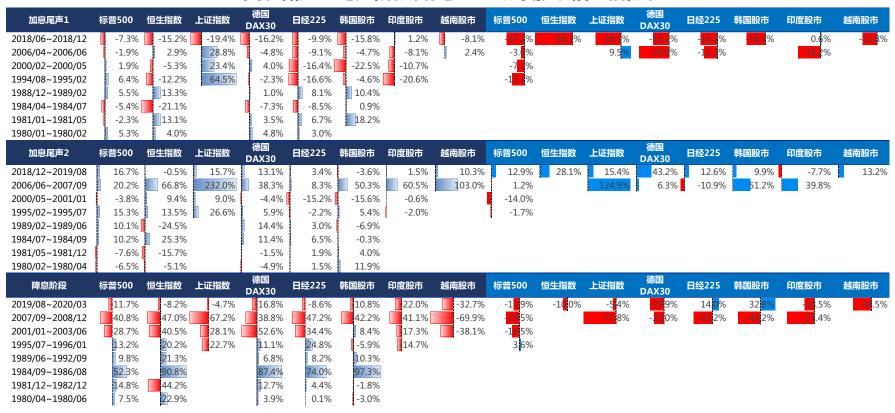
公司	行业	股价	長现		估值(80%	以上标黄)		股息率,%	ROE, %	EPS	增速
					PE所处历史分		PB所处历史分				
日股	GICS三级行业	年初~7月	7月至今	PE (TTM)	位数(2010	PB	位数(2010	近三年均值	2022年	2023E	2024E
					年)		年)				
丰田汽车	汽车	31.6 %	8.9%	11.7	63%	1.16	71%	2.8	9.3	49.5%	3,6%
株式会社 KEYENCE	电子设备、仪器和元件	24.0%	- 16.7%	35.0	56%	5.06	62%	0.4	15.7	01%	13.1%
索尼集团公司	家庭耐用消费品	32.7 %	5.7%	16.6	51%	2.21	84%	0.5	13.8	00%	12.1%
日本电信电话	综合电信业务	8.3%	6 .5%	12.3	77%	1.65	98%	3.3	14.4	99%	29%
三菱日联金融集团	商业银行	28.9%	6.1%	9.4	56%	0.81	97%	3.9	2.4	26.8%	3 7%
迅销有限公司	专营零售	<mark>32.5</mark> %	4.7%	35.1	41%	5.71	53%	0.8	19.2	83%	2 6%
KDDI有限公司	无线电信业务	5.1%	6 .4%	14.6	79%	1.85	66%	3.3	13.1	55%	73%
三菱商事	贸易公司与经销商	69.6%	5.6%	10.3	84%	1.14	95%	3.8	17.7	-12.2%	-4.3%
软银集团股份有限公司	无线电信业务	28.3%	- 13.9%	6.2	14%	0.97	9%	0.7	-31.6		·
东京电子	半导体产品与设备	63.9%	5.8%	20.9	63%	6.07	86%	2.5	36.2	-3 4.8%	33.1%
信越化学工业	化学制品	44.2%	8.8%	12.8	10%	2.19	83%	1.9	20.5	1 9.5%	12.6%
伊藤忠商事	贸易公司与经销商	38.7%	7.5%	9.9	92%	1.51	96%	2.8	19.0	-1.6%	2 5%
第一三共	制药	2.3%	5.0%	53.7	72%	5.18	91%	0.8	4.3	20.6%	31.9%
三井物产	贸易公司与经销商	43.8%	3.5%	7.5	42%	1.19	98%	3.4	20.2	-14.3%	-8.0%
大金工业	建筑产品	42.0%	- 25.4%	23.4	55%	2.60	46%	0.9	12.4	92%	11.1%
日立	工业集团企业	39.0%	5.2%	12.2	33%	1.57	89%	2.0	10.0	-15.5%	68%
任天堂	娱乐	16.6%	5.7%	14.3	11%	3.00	58%	3.5	22.3	- 3 .5%	- <mark>1</mark> 5.5%
三井住友金融集团	商业银行	26.4%	6 .0%	12.0	99%	0.71	73%	4.9	6.9	82%	61%
本田	汽车	48.8%	6 .8%	9.4	37%	0.66	34%	3.4	6.8	48.4%	5 5%

www.swsresearch.com 资料来源:Factset,申万宏源研究;注:资产价格截至20231025

其他新兴市场:美国利率和中国增长压力最大的阶段将过去。

- 美元流动性偏紧的阶段,港股和日韩股市整体偏弱,受冲击也会更大。
- 印度、越南股市受到体量、资本账户不完全开放等问题的约束

美联储加息尾声阶段各国/地区股市涨跌幅和估值表现



- 1. 全球商业和政策周期已经分化较长时间
- 2. 2024全球大选年,改革预期是最大外生变量
- 3. 美元退潮趋于尾声,但涨潮仍需等待
- 4. 全球债市:美债逢高配置,中债牛市未完
- 5. 全球股市:把握流动性窗口,产业趋势是主线
- 6. 大宗商品:供给约束下,对冲价值仍在
- 7. 配置策略:全年关注美债、黄金、新兴市场



黄金: 逆全球化下不确定性上升, 中长期推荐配置



- 逆全球化下不确定性上升,中长期推荐配置。节奏上看,避险需求前期护航,投机价 值后续接力。
 - 1)2024年为全球大选年,叠加地缘冲突频发,黄金的避险属性在大类资产中最佳,具有较高的对冲价值。
 - 2)中性假设下,实际利率的下行需要等到下半年市场开始预期美联储降息才能够大幅带动金价回升。



www.swsresearch.com 资料来源:Wind,申万宏源研究

原油: 供给约束是长期担忧,油价预计维持高位震荡



- 目前全球原油供给格局:沙特为首的OPEC+美国+俄罗斯三方博弈,其中沙特控价能力相对最强,本轮上游资本开支缺乏弹性,2024年油价预计保持高位震荡(布伦特原油点位看75-95美元/桶)。
 - **上行风险**: 巴以冲突激化、全球地缘政治再出争端,不排除油价阶段性上冲至100美元/桶。
 - **下行风险**: 巴以冲突逐渐缓和,美、以、沙三方协作继续 美国在中东政治影响力提升,油价供给压力缓解
 - 尾部风险:美联储维持高利率,美国或欧洲大国经济硬着陆,导致油价或暴跌至50美元/桶。

沙特主动引导OPEC减产保价,而美国原油生产份额快速上升



原油厂商资本开支不足,库存并数量并未明显上升



美国战略原油储备降到低位



资料来源:Wind,申万宏源研究

黑色金属:中央财政加码+库存低位,全年震荡偏强



■ 2024年中央财政力度加大+库存低位下,黑色金属预计仍然将偏强运行。1)中央财政刺激力度加大利好黑色金属需求阶段性回暖。虽然房地产市场仍处于下行周期,但是1万亿国债(包括灾后重建等)的财政刺激将提振2024年基建投资,有望为黑色金属需求带来利好。2)各大黑色金属库存均处于低位。2023年2月以来螺纹钢、铁矿石均大幅去库,目前库存已经处于历史低位。

2024年房地产新开工面积预计底部震荡,而财政刺激下 基建投资回升预计利好与黑色金属需求



基建投资回升或将对冲地产下行压力



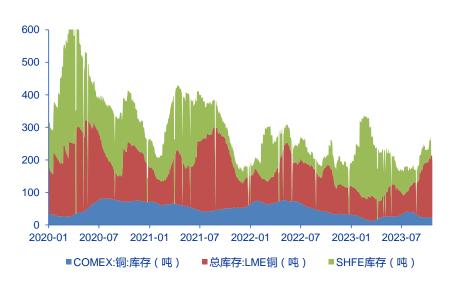
www.swsresearch.com 资料来源:Wind,申万宏源研究 62

有色: 国内地产投资仍制约铜价表现,预计震荡磨底



■ 2024年供需过剩+成本线支撑+美元指数维持高位的背景下,铜价预计底部震荡后反转向上。1)供给面来看,6月以来铜供给持续释放,导致铜出现了供求过剩的状态,2023年7月中旬以来持续累库。2)需求面来看,铜与中国的地产和制造业相关性较高,但是2024年中国地产仍处于趋势性出清阶段,同时美国中期衰退趋势较为明显,整体铜需求2024年上半年承压,下半年或迎来底部反转。3)成本线来看,如果按照Woodmac对于全球铜矿成本的估算来看,铜目前已经处于成本线附近。4)金融属性来看,2024年美国经济下半年或持续好于欧元区,美元指数将维持高位震荡,压制铜价快速上行。

铜库存2023年7月中旬以来持续累库



中国基建需求和铜价高度相关



资料来源:Wind,申万宏源研究

农产品: 关注油价波动加大对农产品价格的影响

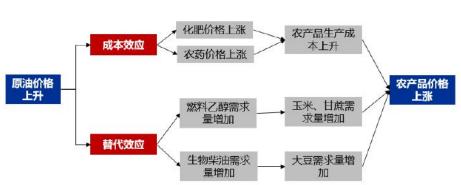


农产品:回归细分品种自身基本面。1)温和宏观周期波动对农产品影响较小,农产品将逐渐回归自身基本面影响,未来机会来自于各细分品种的供给变化;2)原油价格通过成本效应和替代效应影响农产品价格。2024全年油价预计将仍处于高位震荡,农产品来自油价上行的驱动力有限。

历史中油价高位暴涨暴跌将带动农产品指数同向移动



原油价格通过成本效应和替代效应推升农产品价格



可转债: 上半年是固收+的较好配置窗口



■ 明年上半年可转债市场是固收+的较好配置窗口。1)权益走势:2024年全年节奏判断前高后低,则可转债将跟随股市在上半年有较好走势。2)流动性:前紧后松。2024H1中国经济逐步向好+美债利率维持高位挤压资金利率,而2024H2全球经济整体下行,资金流动性或有所回暖。3)估值:转债供求保持紧平缓+纯债利率保持低位导致2024年转债估值预计继续维持高位。

宽货币下可转债收益率好于股市 0.12 0% 0.11 1% 0.1 2% 0.09 3% 0.08 0.07 4% 0.06 5% 0.05 0.04 6% 2017.01.01 中证转债/中证全指 shibor-3M(右轴)

2024年转债估值预计维持高位 可转债平价对应估值水平 70 60 50 40 30 20 -10 -20 -30 2020/1/2 2022/1/2 2023/1/2 2021/1/2 100 -110 • 120 -

- 1. 全球商业和政策周期已经分化较长时间
- 2. 2024全球大选年,改革预期是最大外生变量
- 3. 美元退潮趋于尾声,但涨潮仍需等待
- 4. 全球债市:美债逢高配置,中债牛市未完
- 5. 全球股市:把握流动性窗口,产业趋势是主线
- 6. 大宗商品:供给约束下,对冲价值仍在
- 7. 配置策略:全年关注美债、黄金、新兴市场



2024资产配置观点:全年关注美债、黄金、标配权益



				战术配置观点		
资产大类	资产子类	显著低配	温和低配	标配	温和超配	显著超配
nn 	A股			0	•	
	港股			•0		
	美股			•0		
股票	欧股		•0			
	日股			•	0	
	其他新兴市场			•		
资产大类	资产子类	显著低配	温和低配	标配	温和超配	显著超配
债券	中国利率债			•	0	
	中国信用债			•0		
	中国可转债			0	•	
	国内货币		•	0		
	美国国债				•	0
资产大类	资产子类	显著低配	温和低配	标配	温和超配	显著超配
	原油			•0		
商品	黄金				•	0
	铜		0	•		
资产大类	资产子类	显著低配	温和低配	标配	温和超配	显著超配
外汇	美元指数		0	•		
	人民币			•0		
	日元			0	•	

风险提示



- 风险提示:
- 1)巴以冲突激化、全球地缘政治再出争端。
- 2)美联储维持高利率,美国或欧洲大国经济硬着陆。
- 3)OPEC维持缩减供给措施,油价大幅上升。



信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师,以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法,使用合法合规的信息,独立、客观地出具本报告,并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因,不因,也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准,取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的,还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过compliance@swsresearch.com索取有关披露资料或登录www.swsresearch.com信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东A组	茅炯	021-33388488	maojiong@swhysc.com
华东B组	李庆	18017963206	liqing3@swhysc.com
华北组	肖霞	15724767486	xiaoxia@swhysc.com
华南组	李昇	15914129169	lisheng5@swhysc.com

A股投资评级说明

证券的投资评级:

以报告日后的6个月内,证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准,定义如下: 买入(Buy) : 相对强于市场表现20%以上; 增持(Outperform) : 相对强于市场表现5%~20%;

中性 (Neutral) : 相对市场表现在 - 5% ~ +5%之间波动;

减持 (Underperform) :相对弱于市场表现5%以下。

行业的投资评级:

以报告日后的6个月内,行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准,定义如下:

看好(Overweight) : 行业超越整体市场表现;中性 (Neutral) : 行业与整体市场表现基本持平;看淡 (Underweight) : 行业弱于整体市场表现。

本报告采用的基准指数 : 沪深300指数

港股投资评级说明

证券的投资评级:

以报告日后的6个月内,证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准,定义如下:

 买入(BUY):
 :股价预计将上涨20%以上;

 增持(Outperform)
 :股价预计将上涨10-20%;

持有 (Hold) : 股价变动幅度预计在-10%和+10%之间;

减持 (Underperform) : 股价预计将下跌10-20% ; 卖出 (SELL) : 股价预计将下跌20%以上。

行业的投资评级:

以报告日后的6个月内,行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准,定义如下:

 看好 (Overweight)
 : 行业超越整体市场表现;

 中性 (Neutral)
 : 行业与整体市场表现基本持平;

 看淡 (Underweight)
 : 行业弱于整体市场表现。

 本报告采用的基准指数
 : 恒生中国企业指数 (HSCEI)

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议;投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况,比如当前的持仓结构以及其他 需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告,以获取比较完整的观点与信息,不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系,如果您对我们的行业分类有兴趣,可以向我们的销售员索取。



法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司(隶属于申万宏源证券有限公司,以下简称"本公司")在中华人民共和国内地(香港、澳门、台湾除外)发布,仅供本公司的客户(包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户)使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通,需以本公司http://www.swsresearch.com网站刊载的完整报告为准,本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人,除非另有说明,仅作为本公司就本报告与客户的联络人,承担联络工作,不从事任何证券投资咨询服务业务。本报告是基于已公开信息撰写,但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、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邀请或向人作出邀请。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突,不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示、本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失,任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户,不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。市场有风险,投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户,应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有,属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示,否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。 未经本公司事先书面授权,本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,未获本公司同意,任何人均无权在 任何情况下使用他们。



简单金融·成就梦想

A Virtue of Simple Finance

申万宏源研究微信订阅-



申万宏源研究微信服务·

上海申银万国证券研究所有限公司 (隶属于申万宏源证券有限公司)

金倩婧 jinqj@swsresearch.com

王胜 wangsheng@swsresearch.com

冯晓宇 fengxy2@swsresearch.com

林遵东 linzd@swsresearch.com