

# 经济震荡期，政策观察期

——2024年6月大类资产配置展望

平安银行私行财富部

2024年5月24日

中国平安

专业·价值

# 本期观点（2024年6月）

- **市场脉络：政策刺激渐成现实，上半年预计力度仍较大。** 过往数周市场对于中国经济刺激以及美国降息进入观察期。房地产强力刺激举措终于落地，美国通胀回落重新带动降息预期回归。当前境内外政策短期内均指向利好，市场风险偏好的抬升仍有望延续。
- **境内宏观：缓慢修复底色不改，短期“稳地产”加码。** 多重因素综合导致4月社融罕见负增，宽松仍是大方向。4月经济结构上呈现生产强，但内需偏弱特征，核心拖累仍在地产。短期内政策力度明显向“稳地产”偏转，预计在三中全会这一关键会议召开前，地产维稳力度不减。关注后续地方政府/国企收储模式的更多细节及落地情况。
- **境内股票：注意结构和安全边际，行情的持续性要看落地效果。** 房地产行业重磅政策出台，对于地产链及宏观经济均有一定的提振作用。同时深化改革政策有望与近期提振经济的政策共振，A股行情延续的概率大增。行业配置方面，新质生产力值得关注，高股息仍有吸引力，大消费板块业绩修复，因此A股行业配置宜科技、国企红利与大消费三管齐下。
- **境内固收：大幅调整风险可控，仍以区间波动思路应对。** 特别国债安排落地，整体发行节奏平稳。地产政策加码但实效待验证，市场信心有实质扭转前，债市出现大幅调整的风险可控，建议短期仍以区间波动思路应对。当前2.58%左右的30年国债利率水平对应的短期赔率较为有限，但若有进一步调整，可考虑逢高配置。
- **境外宏观：降息预期是关键，美国消费及通胀走低是利好。** 通胀回落，但路途预估仍将曲折。欧元区经济的持续回升在于全球制造业走强。
- **美股：通胀数据推升降息预期，市场上调盈利预期，看好美股全年表现。**
- **港股：地产政策接连出台，港股明显受益。**
- **海外债：调整或已结束，继续适度加大配置力度。** 经济通胀回调，美债调整或已结束，年内美债无需担忧，调整结束后就加配。



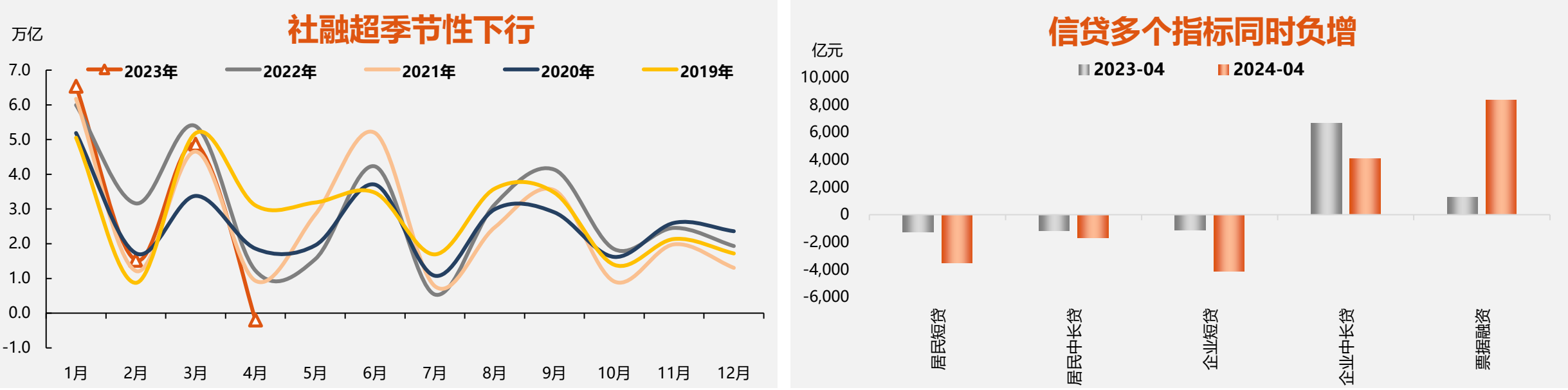
# 境内宏观：缓慢修复底色不改，短期“稳地产”加码

- **4月经济指标总体平稳增长，结构上呈现生产强，但内需偏弱特征。**生产端，4月工业增加值同比增速6.7%，较前值明显抬升，主要受到假期错月和出口反弹带动；服务业生产指数同比回落1.5个百分点至3.5%。需求端，社零增速延续回落，有假期错月的拖累，但亦不可否认居民消费能力和消费信心仍待进一步提升。**投资端增速有所回落，核心拖累仍在地产。**1-4月制造业投资累计同比9.7%，依旧是投资主要的拉动力；地方财政融资偏缓令基建投资增速逐步放缓，但中央财政仍将持续对冲其放缓幅度；地产投资降幅继续扩大，4月地产销售、房价仍在调整，最新政治局会议后地产政策明显加速。
- 周五央行连发三文，下调买房首付比例、取消房贷利率政策下限；全国切实做好保交房工作视频会议召开，要求扎实推进保交房、消化存量商品房等重点工作；央行表示将设立3000亿保障性住房再贷款。**短期内政策力度明显向“稳地产”偏转，预计在三中全会这一关键会议召开前，地产维稳力度不减。关注后续地方政府/国企收储模式的更多细节及落地情况。**

(当月同比，%)		较前值 (pct)	2024/04	2024/03	2024/02	2023/12	2023/11	2023/10	2023/09	2023/08	2023/07	2023/06	2023/05
生产	工业增加值	↑ 2.2	6.7	4.5	7.0	6.8	6.6	4.6	4.5	4.5	3.7	4.4	3.5
	服务业生产指数	↓ -1.5	3.5	5.0	5.8	8.5	9.3	7.7	6.9	6.8	5.7	6.8	11.7
需求	固定资产投资	↓ -0.3	4.2	4.5	4.2	3.0	2.9	2.9	3.1	3.2	3.4	3.8	4.0
	制造业	↓ -0.2	9.7	9.9	9.4	6.5	6.3	6.2	6.2	5.9	5.7	6.0	6.0
	房地产	↓ -0.3	-9.8	-9.5	-9.0	-9.6	-9.4	-9.3	-9.1	-8.8	-8.5	-7.9	-7.2
	基建	↓ -1.0	7.8	8.8	9.0	8.2	8.0	8.3	8.6	9.0	9.4	10.2	9.5
	社会消费品零售	↓ -0.8	2.3	3.1	5.5	7.4	10.1	7.6	5.5	4.6	2.5	3.1	12.7
	商品零售	↓ -0.7	2.0	2.7	4.6	4.8	8.0	6.5	4.6	3.7	1.0	1.7	10.5
	除汽车外消费品	↓ -0.7	3.2	3.9	5.2	7.9	9.6	7.2	5.9	5.1	3.0	3.7	11.5
	餐饮收入	↓ -2.5	4.4	6.9	12.5	30.0	25.8	17.1	13.8	12.4	15.8	16.1	35.1
	出口金额	↑ 9.0	1.5	-7.5	7.1	2.3	0.5	-6.6	-6.8	-8.5	-14.2	-12.3	-7.4
	进口金额	↑ 10.3	8.4	-1.9	3.5	0.2	-0.6	3.0	-6.3	-7.2	-12.1	-6.9	-5.2

# 境内宏观：社融罕见负增，宽松仍是大方向

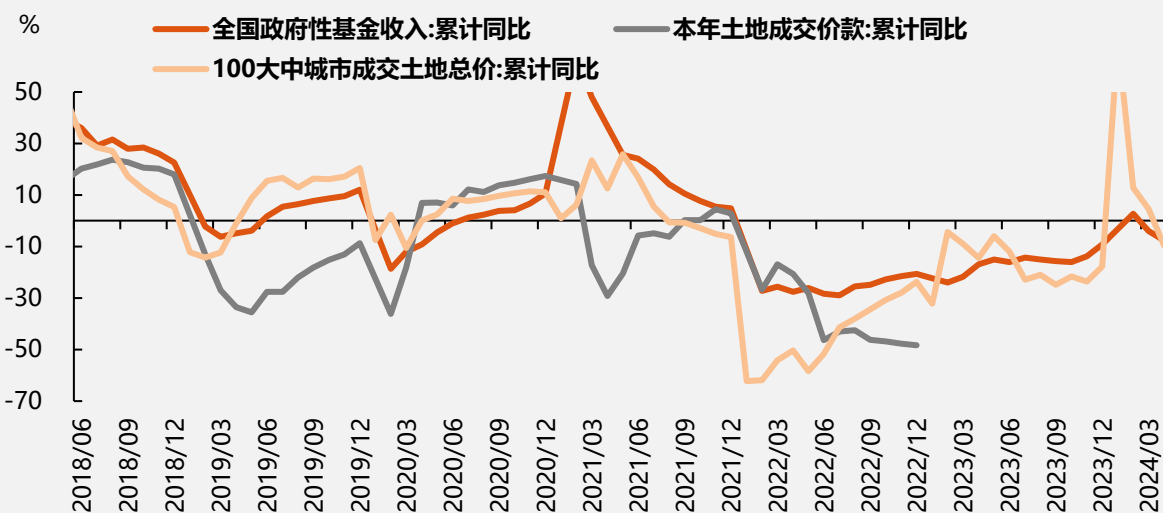
- 4月社融新增-1987亿元，自2005年以来首次负增长，社融存量同比增速从前值8.7%大幅下滑至8.3%；新增人民币贷款7300亿元，较去年同期7188亿元微增，但从结构上看，居民短贷和中长贷、企业短贷等多个指标同比均少增；货币数据方面M1同比负增，M2增速大幅回落。**金融数据出现全口径超预期恶化。本次数据是多重因素综合导致的结果。**1、数据回落有季节性因素。2、数据体现了当前经济内需偏弱、动能不强的问题尚未得到实质性缓解。3、国债到期量较大但政府债券发行节奏偏慢对社融形成拖累。3、手工补息被禁止以及类活期的协定存款整改使得M1增速明显下行。4、根据《金融时报》文章，一季度金融业增加值核算方式调整可能“下拉扰动货币信贷总量”，金融数据“挤水分”这一技术性因素或构成较大扰动。
- 后续而言，内需仍待修复背景下，政策宽松仍是大方向，尤其4月地产继续调整，近期地产优化政策不断出台，有望助力地产行业继而融资需求逐步企稳。但也注意到，“高质量发展”导向之下，经济增长和信贷增长之间的关系或将逐步趋于弱化，货币信贷也将从外延式扩张逐步转向内涵式发展，短期的数据下滑阵痛虽不可避免，但资金使用效率和金融支持质效将得到提高。



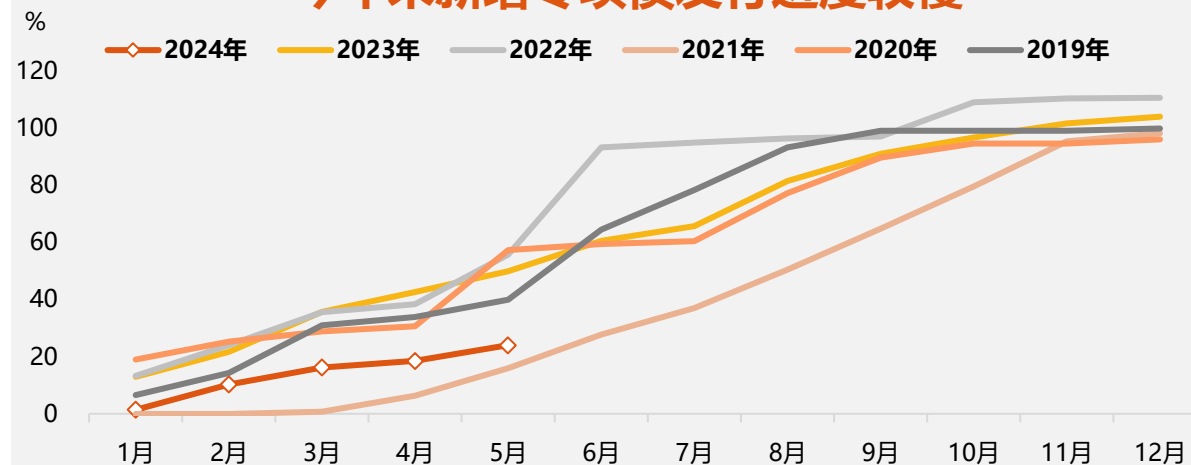
# 境内宏观：广义财政支出有待加快

- 1-4月，全国一般公共预算收入同比下降2.7%，扣除特殊因素影响后，可比增长2%左右（前值2.2%）；一般公共预算支出同比增长3.5%（前值2.9%）。同期，政府性基金预算收入同比增速为-7.7%（前值-4.0%）；政府性基金预算支出同比增速为-20.5%（前值-15.5%）。
- **一般公共预算收入端较为平稳，但支出力度较往年更强，狭义财政持续积极发力。**1-4月地方一般公共预算支出同比增长2.6%，较前值1.9%明显提升，体现了中央转移支付陆续到位对地方财政支出的支撑作用。结构上看，4月科学技术和基建的节能环保、交通运输领域支出增速较上月有较大提升。**政府性基金收支降幅扩大，受到房地产市场表现偏弱及专项债发行节奏较慢的拖累，也使得广义财政支出总体偏慢。**
- 后续来看，超长期特别国债已自5月开始发行，4月底政治局会议提出加快专项债发行使用进度，上周发改委亦表示，将加快地方政府专项债券发行使用进度，新增专项债发行预计将逐步提速。新一轮稳地产组合拳有望在一定程度上对冲地产销售、土地出让收入下滑趋势。在狭义财政持续发力之后，广义财政支出或将接力对稳增长形成新的支撑。

## 土地收入走弱拖累地方政府性基金收入



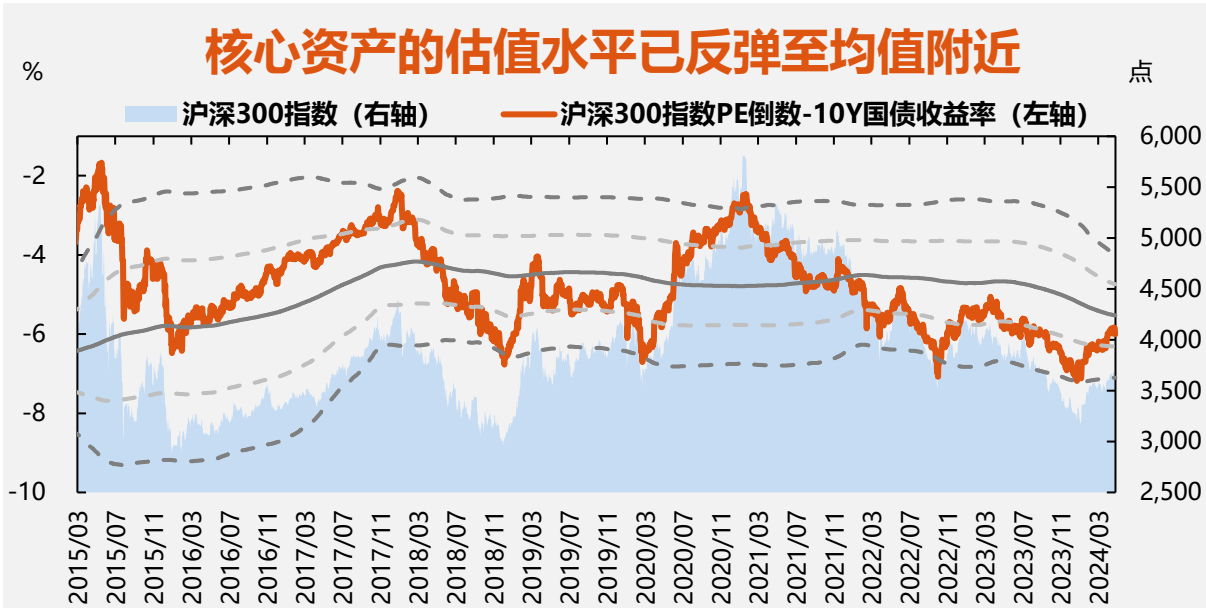
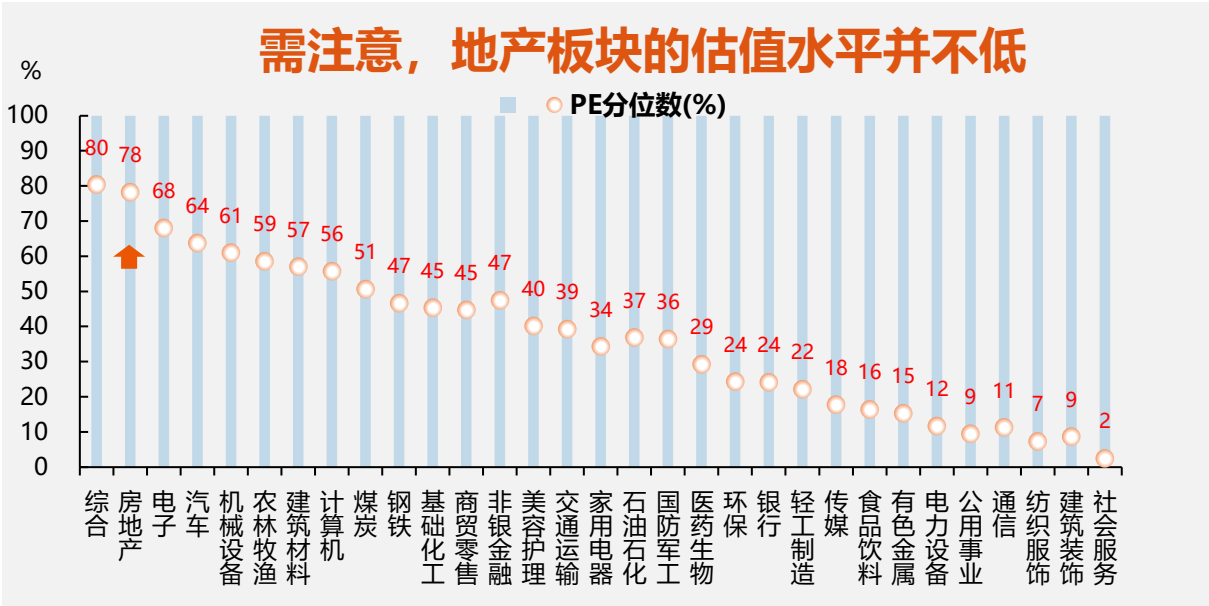
## 今年来新增专项债发行进度较慢



# 境内股票类——资产配置建议

配置策略：政策仍是主要变量，大盘以结构性阶段性机会为主。

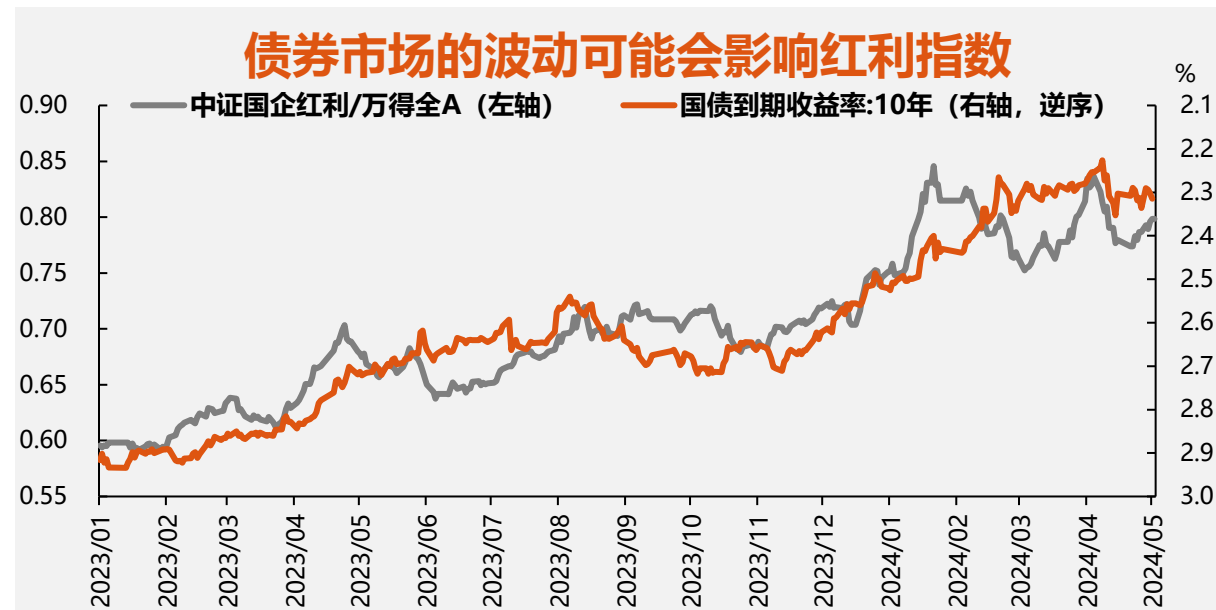
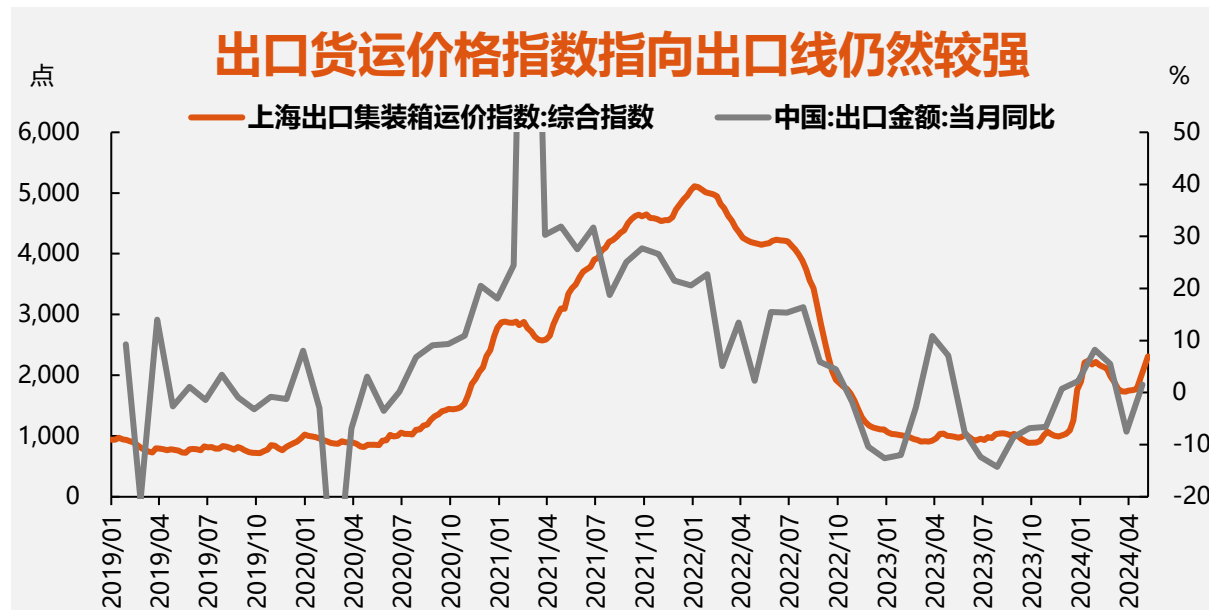
- **沪指回落3100点下方，市场缺乏明确且持续的主线。** 上周，市场逐渐消化了房地产重磅政策的利好，周一有所反应出现大涨，但随后即开始回撤。周四地缘政治风波再起，沪指落子3100点下方。从结构上来看，大盘不振，北证指数却逆势上扬，跷跷板效应再现。行业上，煤炭、生猪、电力、光伏等行业涨幅较前，其他多数行业收跌，行业轮动偏快，市场暂时缺乏明确且具备持续性的主线。
- **政策预期差仍存在，将提供阶段性投资机会。** 上周盘面的下探，主要是由于市场对房地产政策较弱的判断。但是，我们觉得市场对于政策的解读有所偏颇。“保交楼”政策和央行对房贷杠杆的放松、各地限购政策的退出，实际上是对4月中央政治局会议的落地执行，在总的偏暖政策基调前提下，单项政策效果若不及预期，并不会影响政策稳经济的意图，反而会带动后续更多利好政策的出台。我们认为在7月三中全会之前，市场预期和已出台政策之间的预期差还会持续存在，市场偏震荡行情，但预期差则将提供阶段性的投资机会。



# 境内股票类——资产配置建议

**配置策略：行业方面，建议科技、国企红利与大消费三管齐下。**

- **A股行情延续的概率大增。**随着房地产政策的出台，4月中央政治局会议的定调正逐渐落地。本轮房地产政策的力度超出预期，对于解决经济困局和提振市场信心均有莫大作用。7月，二十届三中全会即将召开，国家领导人强调深化改革政策将是会议重点，投资者对此也有较高的期待。这种预期有望与近期提振经济的政策共振，A股行情延续的概率大增。
- **行业配置方面，科技、国企红利与大消费三管齐下。**科技板块，二十届三中全会中科创无疑是核心议题之一，新赛道具有较强的博弈机会。国企红利板块方面，在国债市场极低的利率水平条件下，国企红利确定性很高。大消费行业，地产链的建材、装饰、家电、银行，以及业绩正在稳步修复的猪肉、医药、医美、家电、食品饮料、纺服等具备较强的弹性，有望在这轮行情中继续充分受益，其中猪周期又有重卷之势，能繁母猪存栏量的下滑和猪肉价格的上升通道已经成形，可做重点关注。

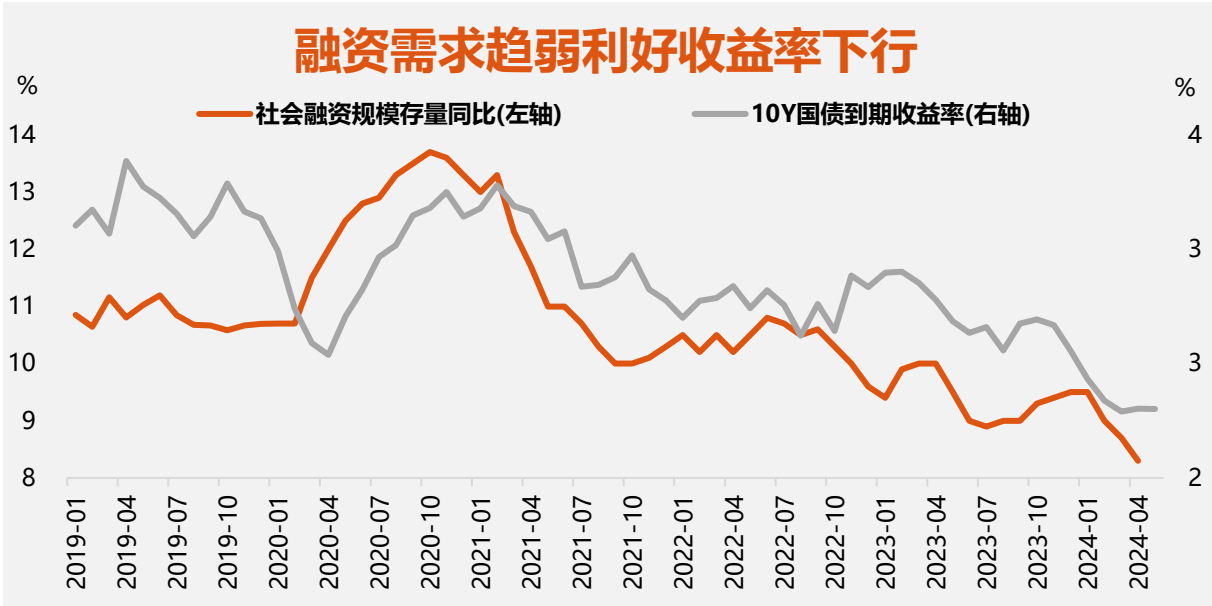
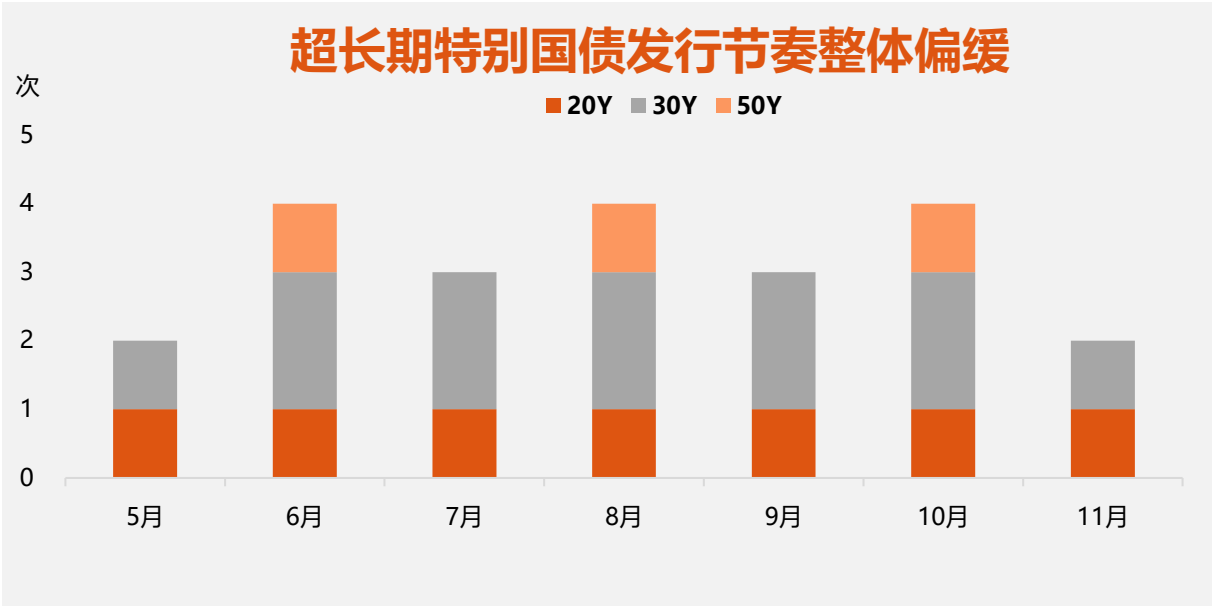




# 境内债市——资产配置建议

配置策略：大幅调整风险可控，仍以区间波动思路应对。

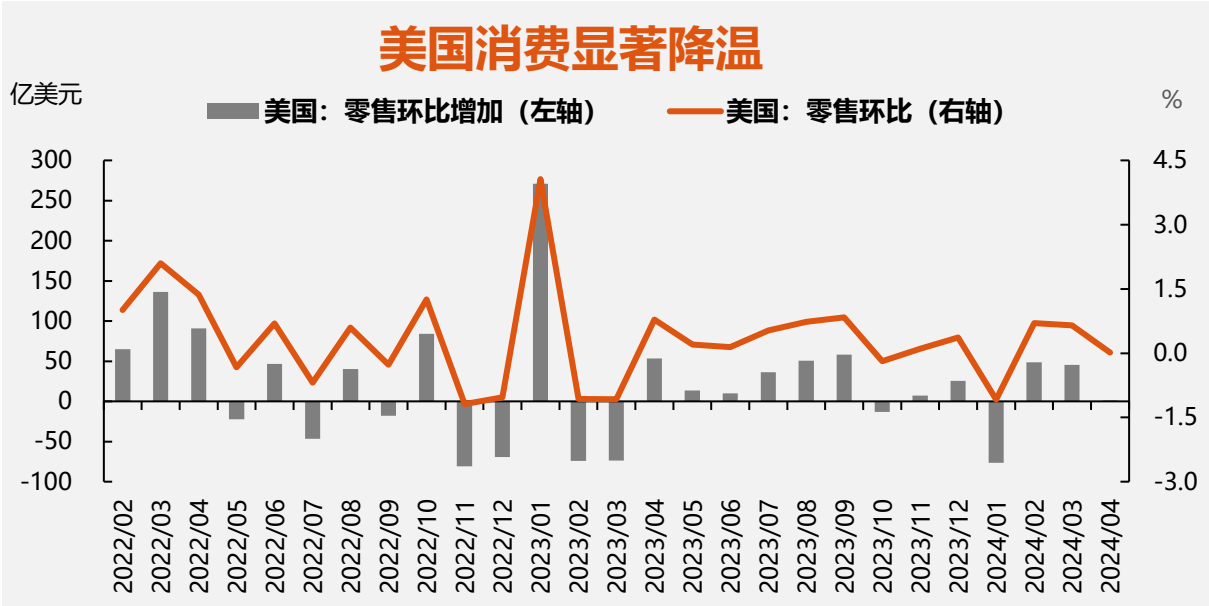
- **特别国债安排落地，但地产消息频出，债市震荡走弱。** 财政部发布2024年超长期特别国债发行安排，发行期长达半年，整体发行节奏平稳，令此前供给集中冲击的忧虑缓解；周末发布金融数据显示社融及M1数据双双负增，对债市亦是短期利好。但地产维稳政策和小作文频出压制债市情绪，债市利率先下后上。5月MLF在连续两个月缩量之后恢复“等量平价”续作，基本符合预期。
- **利率大幅调整风险可控，等待逢高布局机会。** 特别国债供给这一此前困扰市场的不确定因素基本消除，且机构配置需求仍在，地产政策加码但实效待验证，市场信心有实质扭转前，债市出现大幅调整的风险可控。也注意到，央行对长债收益率的关注度不减，一季度货币政策执行报告在专栏四中提及“债券市场供求有望进一步趋于均衡，长期国债收益率与未来经济向好的态势将更加匹配”，30年国债收益率向下突破2.5%的阻力仍不小，建议短期仍以区间波动思路应对。当前2.58%左右的30Y利率水平对应的赔率仍较为有限，但若有进一步调整，可考虑逢高配置。





# 境外宏观：降息预期是关键，美国消费及通胀走低是利好

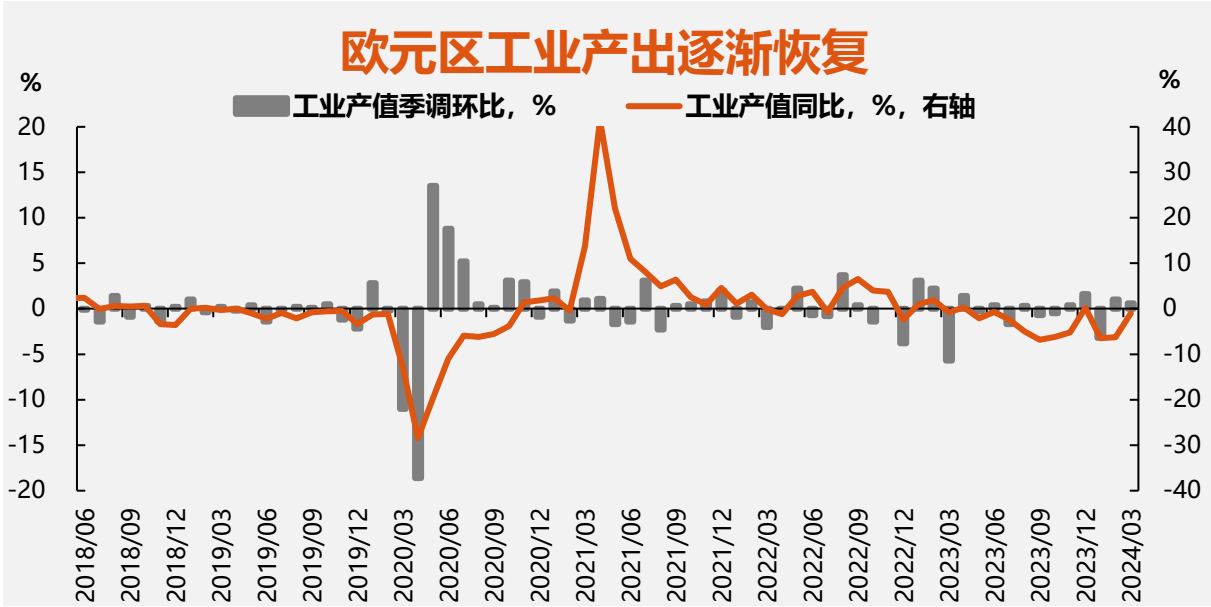
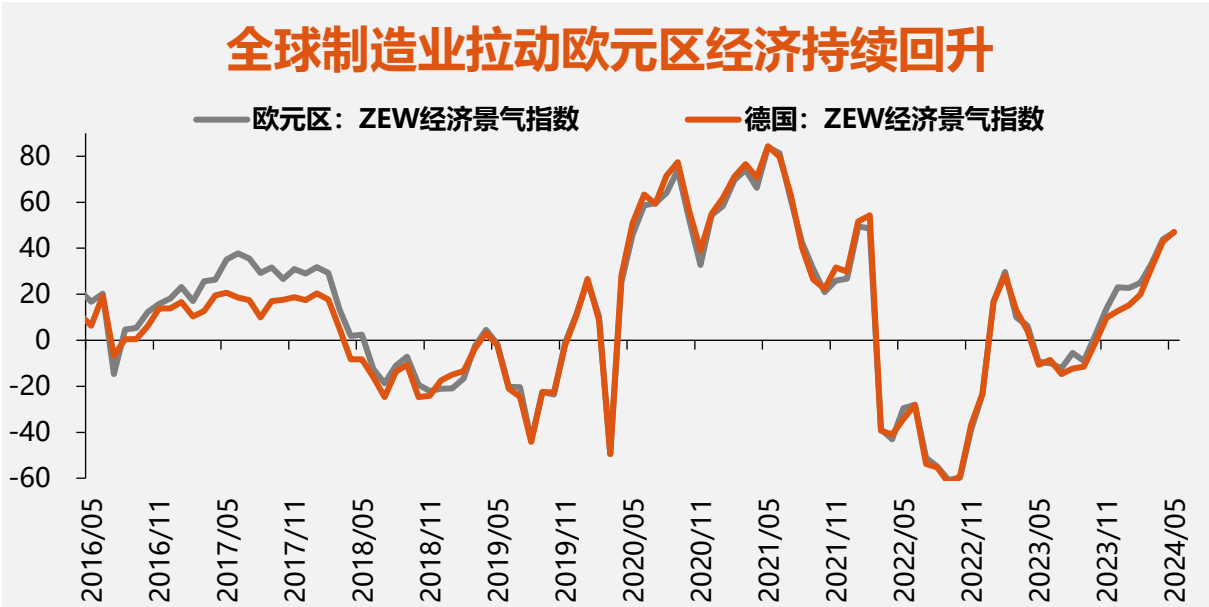
- **美国消费显著降温，但当前应理解为利好。**美国4月零售销售停滞不前，之前两个月的增幅被向下修正，表明借贷成本高企和家庭债务增加促使消费者更加谨慎。销售数据表明一直在提振经济的原本富有韧性的消费需求出现疲软。虽然仍然健康的劳动力市场为消费者提供了必要的资金，但物价和利率高企可能会进一步挤压家庭财务状况，并限制可自由支配的消费。而在该数据公布后，尽管其数据显示经济有所降温，但股、债、商品纷纷上涨，当前消费的降温令市场对此前通胀二次走高的担忧有所降温。
- **通胀回落，但路途预估仍将曲折。**美国4月CPI同比由3.5%回落至3.4%，尽管回落幅度并不大，但市场对于通胀反复的担忧显然下降。原因在于：第一，核心CPI回落幅度较大，由3.8%回落至3.6%。另外，4月原油价格明显上涨，此前担忧的原油带动通胀整体上行顾虑消除；第二，租金导致的通胀压力减缓，此前坚挺的房价引发的房租压力，当前在高按揭利率压制下，或将明显减弱；第三，除租金外的核心服务业终于下行。总体而言，当前消费和通胀双双降温，市场短期的焦点将由经济强弱重回至降息预期。



美国CPI分项	权重 (%)	同比 (%)			环比 (%)		
		较前值	2024/04	2024/03	较前值	2024/04	2024/03
CPI	100.0	↓ -0.1	3.4	3.5	↓ -0.2	0.4	0.6
食品	13.4	→ 0.0	2.2	2.2	↑ 0.1	0.2	0.1
能源	6.9	↑ 0.5	2.6	2.1	↓ -1.1	2.0	3.1
能源类商品	3.8	↑ 0.2	1.1	0.9	↓ -1.1	4.8	5.9
能源服务	3.1	↑ 0.5	3.6	3.1	↓ -1.3	-1.3	0.0
核心CPI(即不含食品和能源)	79.7	↓ -0.2	3.6	3.8	↓ -0.2	0.3	0.5
核心商品	18.7	↓ -0.6	-1.3	-0.7	↓ -0.2	-0.1	0.1
家用家具和供给	3.5	↓ -0.1	-2.8	-2.7	↓ -0.3	-0.4	-0.1
新交通工具	3.6	↓ -0.3	-0.4	-0.1	↑ 0.2	0.0	-0.2
二手汽车和卡车	1.9	↓ -4.7	-6.9	-2.2	↓ -0.9	-0.4	0.5
服装	2.6	↑ 0.9	1.3	0.4	↓ -1.4	-0.1	1.3
医疗护理商品	1.5	→ 0.0	2.5	2.5	↑ 0.2	0.4	0.2
酒精饮料	0.8	↓ -0.4	2.0	2.4	↑ 0.1	0.1	0.0
烟草和烟草制品	0.5	↓ -0.1	6.7	6.8	↓ -0.4	0.0	0.4
核心服务	61.0	↓ -0.1	5.3	5.4	↓ -0.3	0.4	0.7
住房租金	35.7	↓ -0.1	5.6	5.7	↓ -0.3	0.3	0.6
·主要居所租金	7.6	↓ -0.3	5.4	5.7	↓ -0.1	0.3	0.4
·业主等价租金	26.6	↓ -0.1	5.8	5.9	↓ -0.1	0.3	0.4
·酒店	1.3	↑ 2.0	-0.4	-2.4	↓ -4.7	0.9	5.6
医疗服务	6.5	↑ 0.6	2.7	2.1	↓ -0.3	0.3	0.6
运输服务	6.5	↑ 0.5	11.2	10.7	↓ -0.9	1.2	2.1

# 境外宏观：欧元区经济修复重点在于制造业

- **当前欧元区经济的持续回升在于全球制造业走强。**我们在此前的报告中已多次强调2024年或是全球制造业回升之年，将逐渐摆脱“服务业强、制造业弱”的格局。其根源在于2020至2021年疫情期间发达经济体囤积的居家用品纷纷进入更新换代过程，同时叠加价格上涨以及库存低位，制造业回升态势或仍将延续。其中，欧元区经济龙头德国较其它欧元区国家更偏重制造业，随着德国经济景气度持续回升，欧元区整体同步呈现回升态势。
- **欧元区工业产出逐渐转正。**PMI以及各类经济景气指数，虽然往往能提供经济的前瞻观察，但此类调查问卷形式数据往往被称为“软数据”，真实体现影响GDP以及居民收入的，则是工业产出等此类“硬数据”。随着当前欧元区工业产出连续数月环比转正，欧元区经济修复态势更为明确。

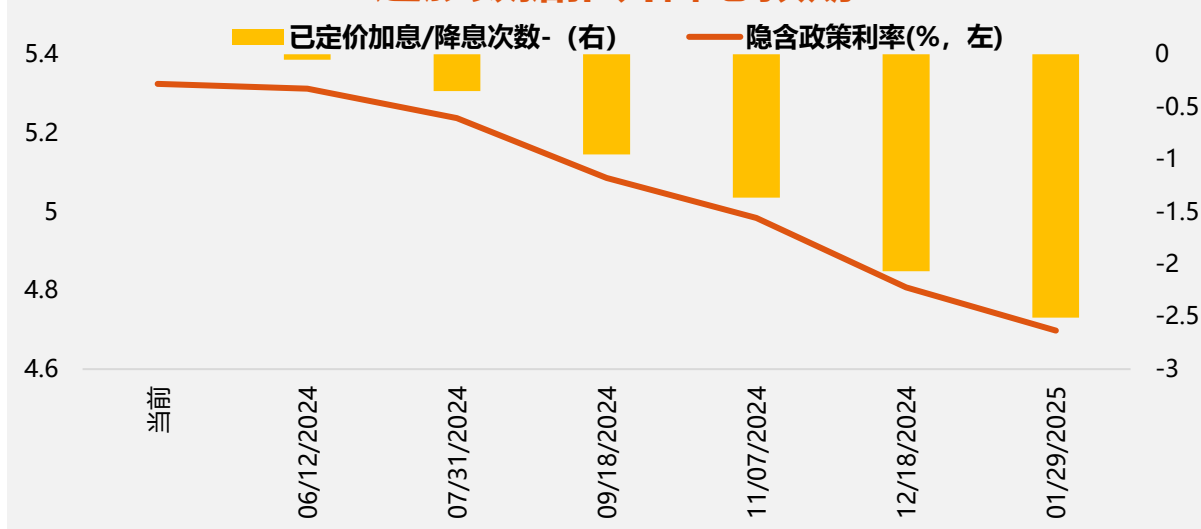


# 美股——资产配置建议

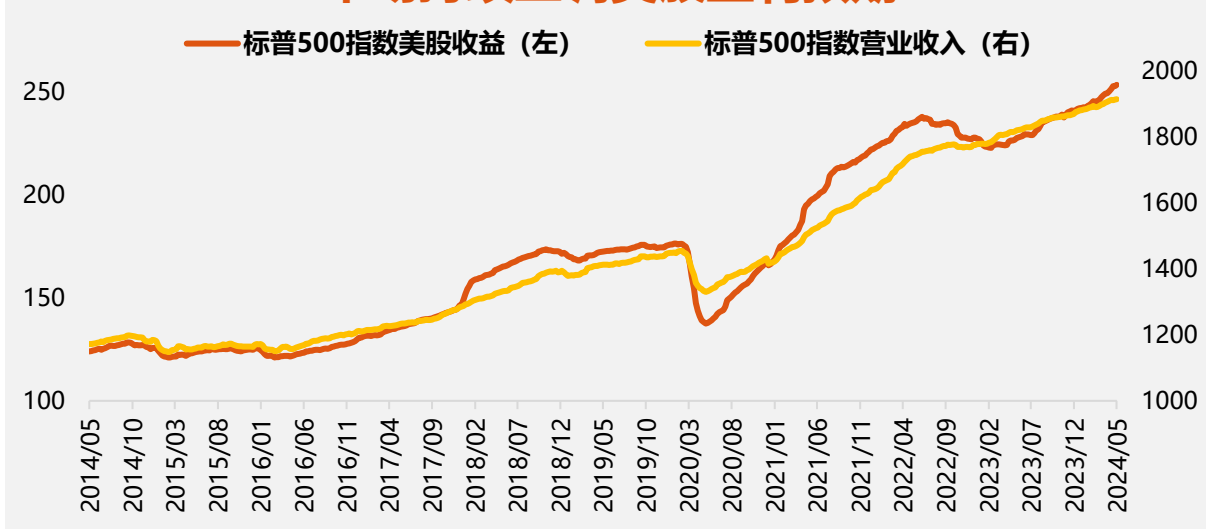
**配置策略：通胀数据推升降息预期，市场上调盈利预期，看好美股全年表现。**

- **通胀数据推升降息预期，带动美股上涨：**上周，美国CPI和核心CPI通胀数据同比增速均符合预期，环比增速有所放缓，缓解了二次通胀的担忧，市场提升降息预期，无风险利率延续回落，美股当晚大涨。根据联邦基金期货市场，首次降息时点提前至了9月，全年降息次数提升到了2次。被视作无风险利率的10年美债收益率回落至4.4%下方，带动美股继续上涨。
- **看好美股全年表现：**通胀放缓的大方向不变，流动性宽松指日可待。另一方面，美股盈利也有利支撑股市上行。一季度，标普500指数盈利同比增长5.3%，纳指盈利同比增长27%。市场自年初以来也在不断上调盈利预期。往后看，年内美联储降息的大方向不变，美股盈利也始终坚挺，都将推动股市上涨，我们依然看好美股的全年表现。

### 通胀数据推升降息预期



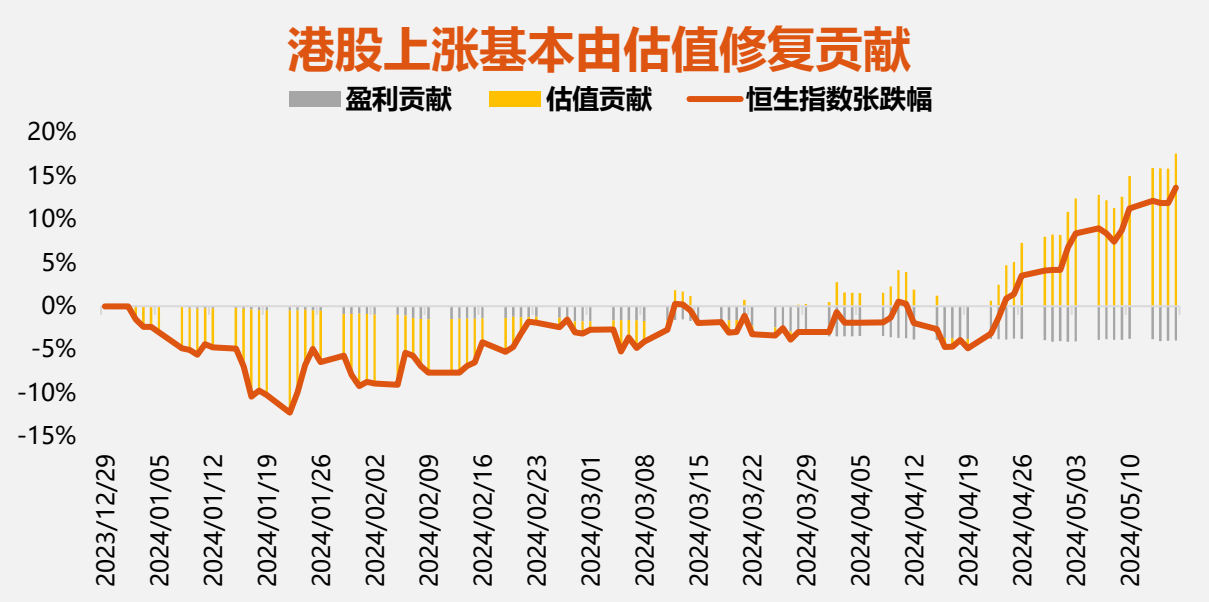
### 市场持续上调美股盈利预期



# 港股——资产配置建议

配置策略：地产政策接连出台，港股明显受益。

- **地产政策出台，港股连续四周上涨：**上周，港股市场受佛诞日影响仅交易4天。部分城市政府开始收储存量房，引发市场对于政府出手救市房地产的期待；周五央行降首付比例、取消贷款利率下限等促地产政策出台，港股地产板块大涨。海外通胀出现改善迹象，无风险利率延续回落趋势。港股由于低估值和政策期待继续受益于全球资金再分配，连续四周上涨。
- **港股明显受益于近期的消费、地产政策：**近期，国内消费、地产领域政策力度加大，港股行业结构中，地产、消费及相关版块占比超过75%，明显受益，也带动了近期港股主要指数的明显走强。往后看，我们预计短期政策力度不弱，叠加港股本身的低估值，预计进一步支撑港股上行。但是，长期需要观察政策的实际效果，考虑到最新公布的房地产相关数据依然很弱，经济复苏仍在修复中，需要警惕当前的强政策预期无法转变为现实而引发的回调风险。



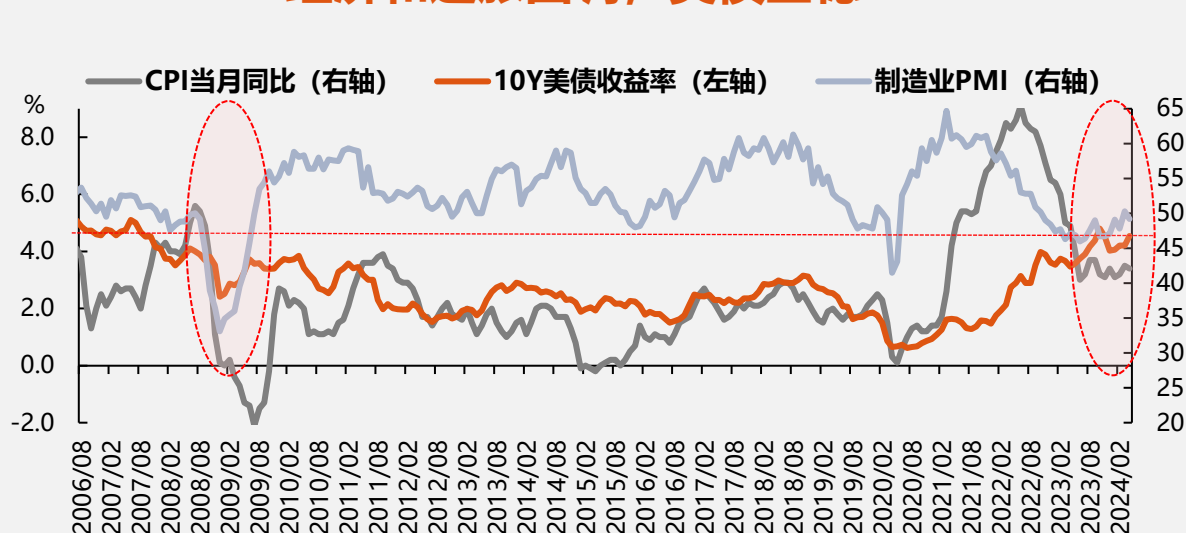


# 发达市场债市——资产配置建议

**配置策略：调整或已结束，继续适度加大配置力度。**

- **经济通胀回调，美债调整或已结束。**在过往几周的报告中，我们强调“美债调整已充分，适度加大配置力度”。随着近期公布的经济数据以及10年美债收益率回落，当前或已可判断美债调整已结束。原因在于，第一，经济和通胀高点或已过去。4月以来，随着公布的PMI、零售、通胀数据，均纷纷显示美国经济或呈现一定疲态。第二，随着消费和通胀的回落，降息预期重回视野，短期或将驱动美债走强
- **年内美债无需担忧，调整结束后就加配。**2023年由于拜登为了刺激制造业回流，大幅提高美国国债发行以补贴企业。随着进入2024年大选年，按照惯例，也往往由于两党的竞争，刺激法案往往难以实施，国债发行或也随之减少。观察2024年以来美国发行，已较2024年明显下降。构成美债供给压力的因素较2023年明显减弱。当前随着美债调整结束，可继续加大配置力度。

## 经济和通胀回调，美债企稳



## 美债供给压力显著小于2023年



# 大类资产配置建议

	配置建议					策略建议说明
	低配	中低配	标配	中高配	高配	
现金类						美欧开启降息，美元中期有韧性。日元加息开启，扭转颓势。
- 人民币（现金类资产）			●			美国降息幅度较小，中国延续宽松。汇率或震荡。
- 美元指数			●			美联储即将降息或将压制美元表现，但人工智能带动美国经济的增长，美元弱势中将呈现韧性。
- 欧元			●			欧元走势仍将取决于欧美央行降息先后顺序。
- 日元				●		日本加息周期开启，日元有望扭转颓势。
固定收益类						中国债市短期震荡小幅回撤，中长期牛市格局。海外债市进入牛市中继站，把握高票息。
- 人民币（中长期资产）			●			利率中枢依然持续下移，可适当提前锁定当前长期利率。
- 利率债			●			大幅调整风险可控，仍以区间波动思路应对。
- 信用债			●			
- 海外投资级债				●		调整或已结束，继续适度加大配置力度。经济通胀回调，美债调整或已结束，年内美债无需担忧，调整结束后就加配。
- 海外高收益债				●		
股票类						A股整体仍以结构性行情为主，重视国企红利与科技创新。美股预计趋势上行，短期波动或加大。
- A股-整体				●		深化改革政策有望与近期提振经济的政策共振，A股行情延续的概率大增。行业配置方面，新质生产力值得关注，高股息仍有吸引力，大消费板块业绩修复，因此A股行业配置宜科技、国企红利与大消费三管齐下。
- A股-大盘				●		
- A股-中盘			●			
- A股-小盘				●		
- 港股			●			地产政策接连出台，港股明显受益。
- 美股-标普500				●		
- 美股-纳斯达克指数				●		通胀数据推升降息预期，市场上调盈利预期，看好美股全年表现。
- 美股-道琼斯工业指数			●			
另类						黄金牛市延续，不必恐高。原油修复性反弹。另类资产整体维持标配。
- 原油			●			原油受益全球经济复苏及宽松重启，同时供需紧平衡，油价出现修复性反弹概率较大。
- 黄金				●		逆全球化、降息、高通胀等利好因素仍将继续支撑黄金价格上行。
- 对冲-市场中性			●			A股磨底阶段的结构性行情下，对于偏好稳健风格的投资者来说，市场中性策略配置性价比仍在。
- 对冲-CTA			●			商品趋势逐渐明朗，市场整体波动放大，CTA整体环境较好。

备注说明：其中现金类及另类资产仅月度更新，（本次各类资产变化为4月末调整）



The image is a composite background featuring a high-angle, aerial view of a modern skyscraper, specifically the Hong Kong Airport Terminal 1, characterized by its distinctive glass pyramid roof. The building's metallic and glass facade reflects the warm, orange and blue tones of the sunset sky. Below the building, a dense urban landscape of various high-rise residential and commercial buildings is visible, interspersed with green spaces. In the distance, a large body of water (Victoria Harbour) stretches towards the horizon, with more city buildings and distant hills visible under a sky filled with soft, wispy clouds. A small airplane is seen in the upper right portion of the sky. A semi-transparent orange horizontal band is overlaid across the middle of the image, serving as a backdrop for the text.

谢谢!