

相关研究

《中国新旧动能转换的思考：借鉴 98-00 年》2024.4.10

《白马或成中期主线——A 股二季度展望》2024.4.6

《权益或将占优，利率低位震荡——2024 年大类资产配置展望》2024.1.11

联系人:藏多

Tel:(021)23212041

Email:zd14683@haitong.com

分析师:郑子勋

Tel:(021)23219733

Email:z zx12149@haitong.com

证书:S0850520080001

分析师:吴信坤

Tel:021-23154147

Email:w xk12750@haitong.com

证书:S0850521070001

分析师:梁中华

Tel:(021)23219820

Email:l zh13508@haitong.com

证书:S0850520120001

联系人:李林芷

Tel:(021)23185646

Email:l lz13859@haitong.com

静候佳音

2024 年二季度 大类资产配 路展望

投资要点:

核心结论: ①一季度国内经济总量向好但结构分化，美国经济和通胀保持韧性；原油、美股和有色涨幅靠前。②二季度我国经济或继续修复，但薄弱环节仍需政策支持；美国经济仍有支撑，核心焦点依然在通胀。③二季度A股或震荡蓄势，债市利率低位震荡加剧，商品方面原油、有色工业金属或表现较好，黄金关注长期配路价值。

一季度整体回顾：经济结构分化，美股大宗占优。 一季度国内经济呈现总量稳中向好，结构分化的趋势。生产端，外需型行业表现优于内需型行业。需求端，基建投资和假日经济驱动的服务消费是经济增长的主要驱动力，但地产的拖累仍在持续。美国经济和就业继续呈现韧性，通胀连续反弹，降息预期逐渐修正。从大类资产表现来看，海内外资产市场表现分化，原油、有色和美股整体更优。大宗商品中，原油、黄金、白银、铜普涨，而国内地产拖累黑色系商品表现。股债市场中，年初以来A股呈现V型走势，美股表现强劲；国内债市利率由快速下行转为窄幅震荡，美债利率震荡上行。

二季度经济展望：经济继续修复，海外韧性仍在。 二季度生产增速能否持续回升，主要取决于出口链、新兴行业能否保持景气度。我们认为基建投资和服务消费或延续修复趋势，制造业投资和耐用品消费或成增长新

动力，地产能否低位企稳，需要政策加码。总体来看，今年全年要实现5%的增长目标，积极的宏观政策需要延续。海外方面，美国经济短期或仍有韧性，货币政策核心焦点依然在通胀，美债供给压力有限，美债利率或仍有上行空间。

二季度资产配置展望：股债震荡蓄势，静待趋势行情。 A股短期还需观察基本面业绩情况，二季度整体或处在震荡蓄势。中期视角下白马板块或逐渐迎来布局机会，白马成长持续性更好。债市或走向低位震荡加剧格局。票息和波段策略积极为之；信用债资产荒大概率延续，追逐票息仍为市场热点；转债估值或窄幅震荡。大宗商品市场预计以海外需求、新兴行业需求为主的原油，以及铜、铝等有色工业金属或表现较好，钢铁、煤炭等内需型品类或相对平

稳。

风险提示： 国内经济复苏不及预期，海外货币政策变化超预期。

目 录

1. 一季度整体回顾：经济结构分化，美股大宗占优 5
2. 二季度经济展望：经济继续修复，海外韧性仍在 7
3. 二季度资配展望：股债震荡蓄势，静待趋势行情 9

图目录

图 1	一季度经济各项指标稳中向好 (%)	5
图 2	生产端外需型行业表现优于内需型 (%)	5
图 3	餐饮消费表现优于商品消费 (%)	5
图 4	基建投资是投资改善的主要动力 (%)	5
图 5	美国居民消费仍较稳定 (%)	6
图 6	当前市场预期美联储 24 年下半年开启降息	6
图 7	24 年一季度全球大类资产表现回顾	6
图 8	一季度 AI 浪潮等因素推动美股表现强势	7
图 9	一季度 A 股先跌后涨	7
图 10	一季度中美利率走势继续分化	7
图 11	一季度黄金、原油价格上行	7
图 12	今年专项债发行进度相对后路	8
图 13	清明假期消费表现亮眼 (2017 年=100)	8
图 14	美国非农商业部门劳动生产率明显提升	8
图 15	美联储经济预测表 (%)	8
图 16	历史大底第一波反弹期间行业涨幅较为均衡	10
图 17	2 月以来稳定型和灵活型外资逐渐加仓	10
图 18	白马稳定与白马成长相对表现	10
图 19	白马稳定与白马成长相对估值	10
图 20	当前债市利率点位已偏低	11
图 21	资金面表现平稳, DR007 中枢仍在 OMO 上方 (%)	11
图 22	金价和美债实际收益率明显负相关	13
图 23	铜、铝库存都在相对低位	13

表目录

表 1	过去四次大底后的第一波反弹行情	9
表 2	历史上各大指数底部第一波上涨后获利回吐幅度（时间的起点和终点由上证综指刻画）	10
表 3	信用债品种利率水平与利差分位数（%，截至 4 月 10 日）	12

2024 年一季度，国内经济稳中向好但结构有所分化，海外降息预期逐渐修正，国内外股债和大宗市场涨跌分化。展望二季度，基本面的信号日趋明确，在此背景下，大类资产的趋势将如何演绎？本文对此进行分析。

1. 一季度整体回顾：经济结构分化，美股大宗占优

2024 年一季度国内经济呈现总量稳中向好，结构分化的趋势。与剔除基数后的 2023 年数据相比，2024 年年初经济中生产、投资、消费、出口各项指标均边际回升，但结构的不平衡有所加剧。生产端，外需型行业表现优于内需型行业。海外需求仍有韧性，1-2 月我国出口同比增速为 7.1%，较去年有明显改善，尤其是机电产品、塑料制品等均有不错表现，这使得相应行业的生产保持较高增速。根据投入产出表中出口占最终产出的比重，我们将工业行业划分为外需型和内需型，对比两者可以发现，今年 1-2 月两类行业走势相反，其中电子设备、橡塑制品等外需型行业生产明显改善，而农副食品、医药、煤炭开采等内需型行业生产则边际走弱。需求端，基建投资和假日经济驱动的服务消费是经济增长的主要驱动力，但地产的拖累仍在持续。2023 年年底增发的 1 万亿国债在 2 月下发完毕，基建资金相对充裕，带动年初基建投资回升。春节假期效应驱动下的餐饮、服务消费表现亮眼，走亲访友、宴请娱乐带来的烟酒、粮油食品、饮料消费增速均在前列，根据国家统计局的数据，1-2 月服务零售额同比增长 12.3%，增速明显高于整体消费 5.5% 的增速。地产基本面呈现供需两弱的趋势，尤其是商品房销售面积仍为 20% 以上的跌幅，这使得地产投资跌幅较去年 12 月进一步扩大，仍是经济的主要拖累项。

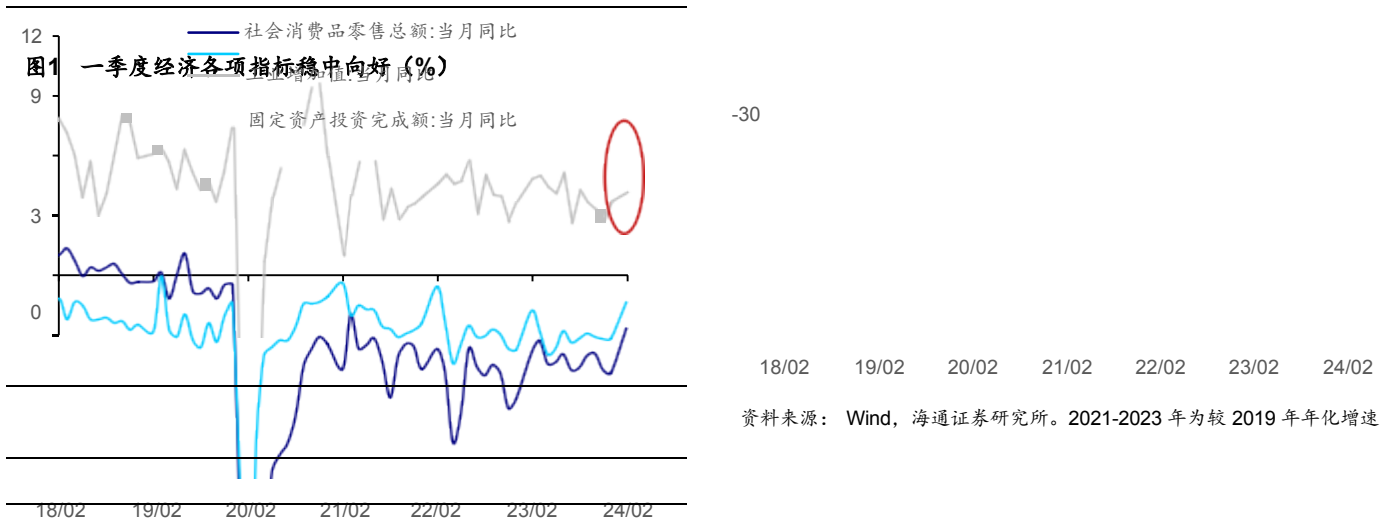


图3 餐饮消费表现优于商品消费 (%)

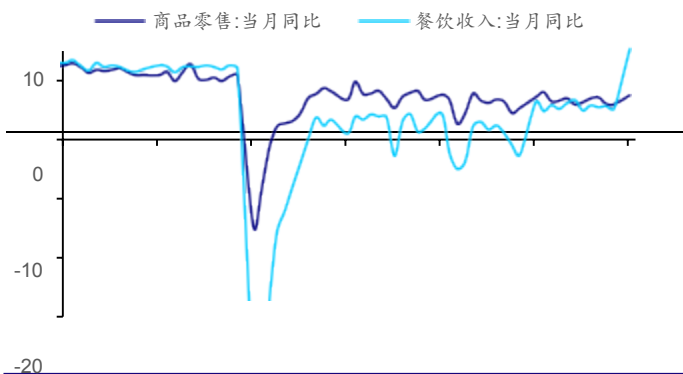
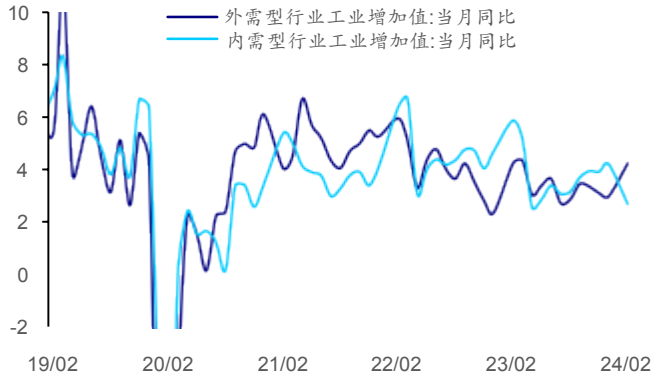
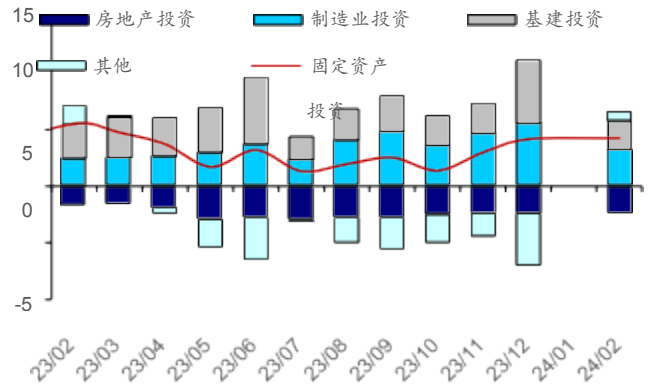


图2 生产端外需型行业表现优于内需型 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所。2021-2023 年为较 2019 年年化增速

图4 基建投资是投资改善的主要动力 (%)

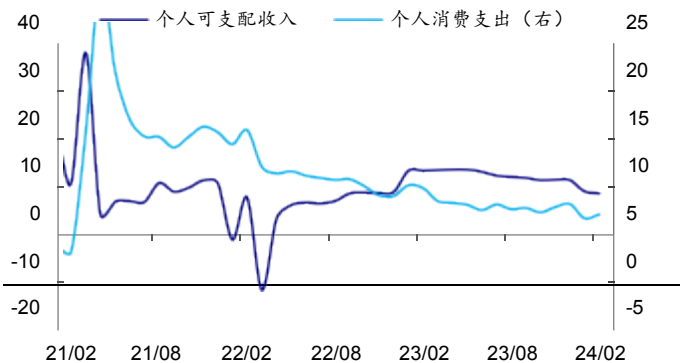


资料来源: Wind, 海通证券研究所

美国经济和就业继续呈现韧性，通胀连续反弹，降息预期逐渐修正。前期美国财政的积极发力和劳动力薪酬的增长为居民积累了一定的财富和超额储蓄，24 年以来人工智能浪潮推动下美股表现强势，居民部门财富效应持续显现，支撑经济表现出较好韧性。2 月美国个人消费支出环比提升 0.6pcts，高出市场预期，消费高频数据显示美国零售和食品服务支出仍明显高于疫情前水平；3 月 ISM 制造业 PMI 较 2 月回升 2.5 至 50.3，明

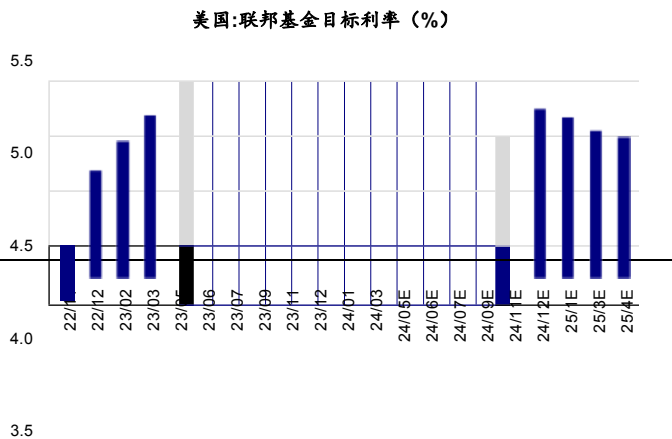
显超出市场预期，并且为 2022 年 11 月以来首次升至荣枯线之上。就业市场同样表现较好，3 月新增非农就业人数超出市场预期，创 2023 年 5 月以来高点。通胀方面，受能源价格回升以及低基数影响，美国通胀连续反弹，3 月 CPI 同比较 2 月上行 0.3 个百分点至 3.5%；核心 CPI 下行则受核心服务影响陷入“停滞”。在此基本面环境下，市场对美国降息预期逐渐降温。据 CME 观察显示，截至 4 月 10 日，市场预期美联储降息时点已推迟至 9 月，预期年内降息次数也下调为 2 次。

图5 美国居民消费仍较稳定 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图6 当前市场预期美联储 24 年下半年开启降息



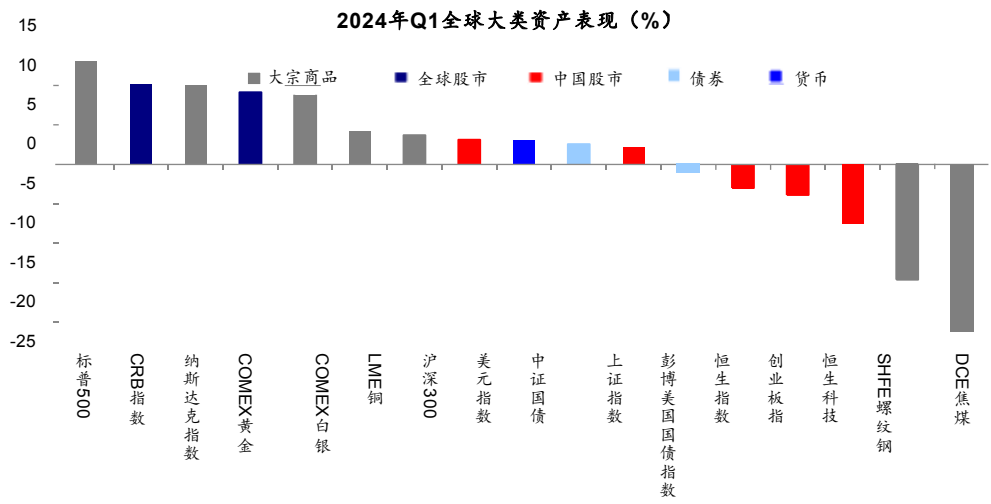
资料来源: CME, 海通证券研究所, 截至 24/4/10

一季度大类资产表现：海内外资产市场表现分化，原油、有色和美股整体更优。

具体来看，大宗商品表现分化，有色强势领涨、黑色逆势下跌。一季度受益于 OPEC+ 维持石油减产策略¹、地缘政治冲突持续演绎、降息和全球经济需求提振的乐观预期等因素共同影响，原油、黄金、白银、铜普涨，CRB 商品指数涨幅达 10%。但与此同时，国内地产基本面仍呈底部低位震荡趋势，拖累国内定价的黑色系商品表现，DCE 焦煤跌幅超 20%。

从中美股债走势来看，美股优于 A 股，而中债优于美债。1 月-2 月初 A 股在基本面和资金面等利空因素扰动下市场快速下跌，而随着积极的政策陆续出台，资金面也出现积极变化，2 月初至今 A 股快速反弹。在股债跷跷板效应和流动性平稳宽松、资产荒格局演绎的推动下，10Y 国债利率由年初的 2.56% 快速下行至 3 月初 2.27% 的低点，随后受止盈情绪、供给担忧等影响走出窄幅震荡行情。美国方面，一季度经济、就业和通胀均表现出韧性，且美联储表态中性偏鹰，市场对于降息的预期逐渐修正，美债利率震荡上行。美股在流动性环境改善、AI 浪潮、经济基本面数据和乐观预期的推动下表现强劲，标普 500 和纳斯达克指数涨幅均在 10% 附近。

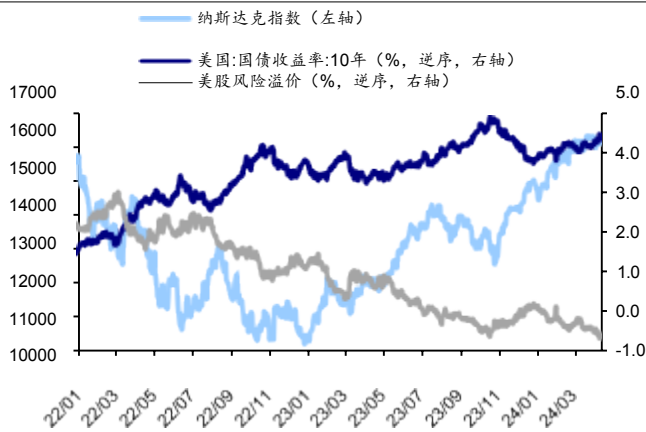
图7 24 年一季度全球大类资产表现回顾



资料来源：Wind, Bloomberg, 海通证券研究所，截至 2024/3/31

¹ http://www.news.cn/2023-12/01/c_1130003078.htm

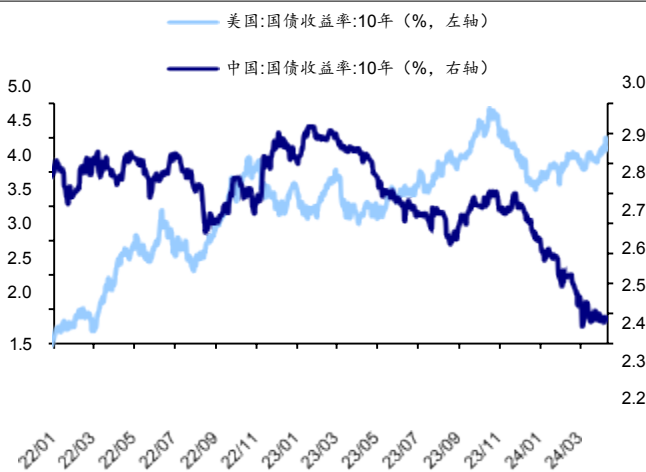
请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

图8 一季度 AI 浪潮等因素推动美股表现强势


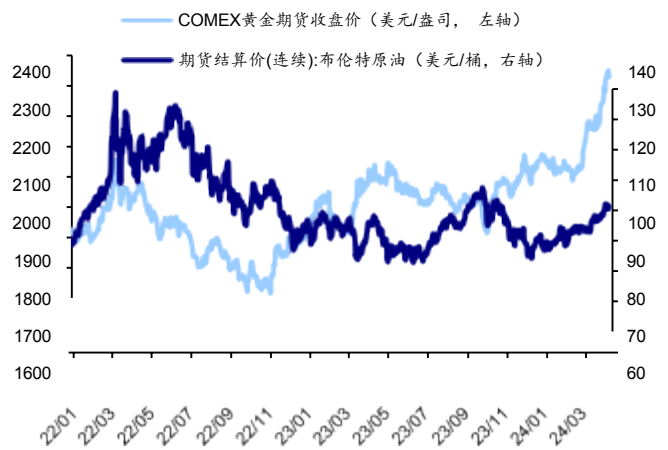
资料来源: Wind, 海通证券研究所, 截至 24/4/10

图9 一季度 A 股先跌后涨


资料来源: Wind, 海通证券研究所, 截至 24/4/3

图10 一季度中美利率走势继续分化


资料来源: Wind, 海通证券研究所, 截至 24/4/10

图11 一季度黄金、原油价格上行


资料来源: Wind, 海通证券研究所, 截至 24/4/10

2. 二季度经济展望：经济继续修复，海外韧性仍在

前文中我们回顾了一季度的全球宏观运行和大类资产表现。展望二季度，基本面数据空窗期已过，经济修复信号将更为及时和全面，政策落地效果也将逐渐明晰，宏观经济情况将是指引各类资产市场找到下一步行情主线的主要风向标。总体而言，我们认为国内经济或继续修复，海外或韧性仍在。以下具体分析：

二季度经济或继续修复，但经济的薄弱环节仍需政策支持。 二季度生产增速能否持续回升，主要取决于出口链、新兴行业能否保持高景气度。从4月的高频数据来看，虽然汽车等行业生产指标仍在近年同期高位，但部分行业生产指标开始回落，如光伏行业，前期表现平淡的传统行业生产指标仍没有出现明显的改善。基建投资和服务消费或延续修复趋势。今年专项债发行进度偏慢，意味着更多资金或在二季度及之后投放，我们预计随着增量资金落地、更多项目到位，基建投资增速或有进一步抬升。二季度节假日较多，如清明、端午、五一等，清明假期消费数据表现亮眼，人口流动、电影消费等数据均有明显改善，这或意味服务消费的热度仍将持续，制造业投资和耐用品消费或成增长新动力。3月，国务院关于印发《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》²，明确提出“推动新一轮大规模设备更新和消费品以旧换新”、“实施设备更新、消费品以旧换新、回收循环利用、标准提升四大行动”。在政策支持下，我们预计制造业投资中的改建投资、大宗耐用品消费，增速或较一季度有进一步改善，成为经济新的增长动力。地产能否低位企稳，需要政策加码。从地产基本面的高频数据来看，当前地产销售仍在底部，未见明显起色，地产投资或继续底部震荡。我们在报告《中国新旧动能转换的思

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/077051162113006065>