



更多信息，请致电 95555，或登录 [cmbchina.com](http://cmbchina.com)



招商銀行

CHINA MERCHANTS BANK

因 您 而 变

# 私人银行季度投资观点

二零二四年 第三季度





## 招行家族信托，托付家业未来

父母之爱子，则为之计深远。  
守业之用心，则为之谋全局。

商界风云流转，家事几代千秋，财富与事业的传承总有诸多不确定。慧眼识时的您，定知晓家族信托的意义：一个签名、一份嘱托，牵系子孙的代代枝繁，承载家族的殷殷所期。

2013年始，招行私人银行首推家族信托服务，以金融科技加持，由专属客户经理协同投资、保险、法律、税务等领域专家，从家族价值观出发，激励与约束并举，为您制定专业而全面的家业传承解决方案。逾十年耕耘，超万单经验，招行家族信托让您传家无忧。

**助您家业常青 是我们的份内事**

了解更多招商银行私人银行服务，敬请垂询。



扫码了解更多



☎ 40066-95555 微信服务号：招商银行私人银行

## 待时而动

上半年美国经济韧性与通胀粘性双双超预期，市场对美联储降息的预期不断后移，这使得全球大类资产交易呈现出高波动的特征。不言而喻，当前美国经济仍然面临较大挑战，滞胀和衰退的情形均有可能出现，资产价格回调的风险在不断累积。境内而言，在政策持续发力托举之下，国内经济已出现改善信号，经济继续结构性修复，房地产投资降幅有望边际收敛，但市场风险偏好改善并非一蹴而就，内需仍偏弱制约着风险偏好上行的动能。

境内外宏观经济如何演变？政策如何调整？又如何影响资本市场？各大类资产分别蕴含哪些风险与机会？带着这些思考，与您分享我们对2024年下半年资本市场的最新观点。

### ► 2024年上半年大类资产表现回顾：境内股平债强，境外股强债弱

回顾2024年上半年，境内外市场表现并不一致，股票全面上涨，而债券境内强于境外。其中，主要国家股市全面上涨，美债利率有所上行，而中债利率有所下行；美元上涨，非美货币下跌，贵金属上涨。境外市场方面，呈现“股强债弱”格局，黄金走强，美元走强。境内市场方面，呈现“股平债强”的格局，人民币汇率小幅贬值。

表1：上半年市场回顾

| 大类资产     | 名称            | 2024年Q1 (%) | 2024年Q2 (%) | 2024年上半年 (%) |
|----------|---------------|-------------|-------------|--------------|
| 权益       | MSCI发达市场      | 9.65%       | 2.73%       | 12.64%       |
|          | MSCI新兴市场      | 3.74%       | 5.06%       | 8.99%        |
|          | 道琼斯工业平均指数     | 5.62%       | -2.44%      | 3.04%        |
|          | 标准普尔500指数     | 10.16%      | 4.43%       | 15.04%       |
|          | 纳斯达克综合指数      | 9.11%       | 9.05%       | 18.99%       |
|          | 上证综合指数        | 1.20%       | 0.65%       | 1.86%        |
|          | 伦敦金融时报100指数   | 2.84%       | 3.00%       | 5.92%        |
|          | 巴黎CAC40指数     | 8.78%       | +7.03%      | 1.14%        |
|          | 法兰克福DAX指数     | 10.39%      | -1.95%      | 8.24%        |
|          | 东京日经225指数     | 20.03%      | -4.20%      | 14.99%       |
|          | 韩国综合指数        | 3.41%       | 0.66%       | 4.09%        |
|          | 恒生指数          | +2.97%      | 8.31%       | 5.09%        |
|          | 台湾加权指数        | 12.36%      | 12.96%      | 26.92%       |
|          | 圣保罗IBOVESPA指数 | -4.53%      | -6.62%      | -10.85%      |
| 俄罗斯RTS指数 | 4.13%         | -0.10%      | 4.03%       |              |
| 大类资产     | 名称            | 2024年Q1 (%) | 2024年Q2 (%) | 2024年上半年 (%) |
| 利率       | 美国10Y         | 32          | 2           | 34           |
|          | 中国10Y         | -25         | -5          | -30          |
|          | 英国10Y         | 33          | 18          | 51           |
|          | 法国10Y         | 25          | 32          | 56           |
|          | 德国10Y         | 27          | 11          | 38           |
|          | 日本10Y         | 8           | 23          | 32           |
| 大类资产     | 名称            | 2024年Q1 (%) | 2024年Q2 (%) | 2024年上半年 (%) |
| 贵金属      | 黄金            | 8.31%       | 4.26%       | 12.92%       |
|          | 白银            | -7.03%      | 33.54%      | 24.15%       |
| 大类资产     | 名称            | 2024年Q1 (%) | 2024年Q2 (%) | 2024年上半年 (%) |
| 汇率       | 美元            | 3.1%        | 0.70%       | 3.84%        |
|          | 人民币           | -1.88%      | -0.39%      | -2.26%       |
|          | 日元            | -6.84%      | -4.11%      | -10.66%      |
|          | 英镑            | -0.87%      | 0.67%       | 0.20%        |
|          | 欧元            | -2.26%      | -0.45%      | -2.69%       |

数据来源：Wind，招商银行研究院，截至2024年06月28日

**境内资产方面**，2024年上半年，股债汇资产交易的侧重点出现分化。债市对经济内需更为敏感，由于内需表现偏弱，国债利率下行。股市对多因素有反应，包括资本市场利好政策，经济外需偏强，内需偏弱等，最终大盘指数小幅上涨，但结构分化明显。汇率则更多反映国内外经济和货币政策的差异，因此人民币汇率小幅贬值（图1）。

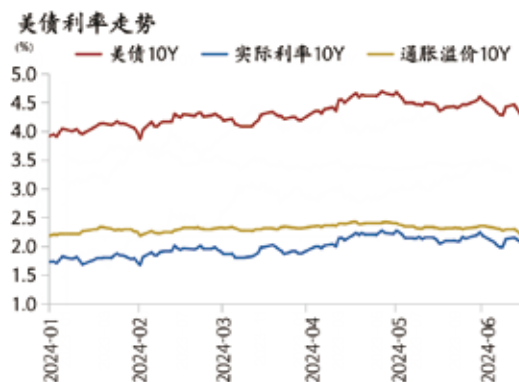
**境外资产方面**，2024年上半年，市场的交易主线集中于美联储货币政策的反复摇摆以及美联储降息预期的不断推迟。在此背景下，美债利率有所反弹，美元走强。在货币政策偏鹰的环境下，美股和黄金仍强劲上涨，前者主要是受到科技行业盈利增长驱动，后者主要受到央行购金和地缘政治的影响（图2）。

图1：境内外主要股票市场上涨



数据来源：Wind，招商银行研究院，已标准化处理

图2：美债利率有所反弹



数据来源：Wind，招商银行研究院

## ► 2024年下半年暨三季度大类资产配置展望：境外强势资产延续，境内资产震荡为主

对于2024年的下半年的大类资产配置逻辑，境外境内分别阐述如下：

境外方面，预计美元在“美强欧弱”背景下表现不弱，人民币仍承受利差压力，美债利率有望缓慢回落，黄金仍处于牛市中，美股估值虽高，但受益于科技股支撑仍将震荡上行。

境内方面，市场将延续风险偏好较低的特征，中国债券利率向上调整风险不高，仍处于大的下行趋势中，配置债券可兼顾安全和收益；A股预计以震荡为主，收益趋稳，但波动高于债券，结构上推荐高股息方向的红利+策略。

根据市场研判与分析，我们对未来6个月的大类资产配置做如下建议（见表2）：

表2：主要资产配置建议汇总表

| 资产类别 | 配置建议（未来6个月） |     |    |     |    | 配置变化 |
|------|-------------|-----|----|-----|----|------|
|      | 高配          | 中高配 | 标配 | 中低配 | 低配 |      |
| 固收   | 中国国债        |     |    | ●   |    |      |
|      | 中国信用债       |     |    | ●   |    |      |
|      | 可转债         |     |    | ●   |    |      |
|      | 美元债         | ●   |    |     |    |      |
| 权益   | A股          |     | ●  |     |    |      |
|      | —消费         |     |    | ●   |    | 下调   |
|      | —周期         |     |    | ●   |    | 上调   |
|      | —成长         |     |    | ●   |    | 下调   |
|      | —高股息        |     | ●  |     |    |      |
|      | 港股—科技       |     |    | ●   |    | 下调   |
|      | 美股          |     |    | ●   |    |      |
|      | —纳斯达克       |     | ●  |     |    |      |
| 另类   | 黄金          |     | ●  |     |    |      |
|      | 量化中性        |     |    | ●   |    |      |
|      | CTA         |     |    | ●   |    |      |

定稿日期：2024/06/28  
招商银行私人银行部、招商银行研究院联合出版

## 正文目录

### 2024年三季度主题：境外降息预期仍将反复，境内风险偏好上升动能不足

|                              |    |
|------------------------------|----|
| • 境外：美国经济韧性延续，降息存疑 .....     | 5  |
| • 境内：经济结构性修复，宏观政策持续发力 .....  | 7  |
| (一)中国经济：供需再平衡 .....          | 8  |
| (二)宏观政策：强化逆周期，深化跨周期 .....    | 9  |
| (三)货币金融：回归本源，提质增效 .....      | 11 |
| • 境内固收：利率低位震荡，产品策略攻守兼备 ..... | 11 |
| (一)利率债：中枢低位震荡，收益率曲线陡峭化 ..... | 13 |
| (二)信用债：信用利差低位震荡 .....        | 14 |
| (三)可转债：上行空间有限 .....          | 15 |
| (四)固收投资建议：攻守兼备 .....         | 16 |
| • 境内股票：大盘震荡，结构上关注“红利+” ..... | 17 |
| (一)A股大盘：全年个位数涨幅 .....        | 17 |
| (二)A股结构：关注红利+ .....          | 18 |
| (三)港股策略建议：震荡为主，关注红利资产 .....  | 19 |
| • 美股：震荡上行，继续中高配科技板块 .....    | 20 |
| • 美元债：美债利率大概率见顶 .....        | 21 |
| • 另类：黄金牛市未完，标配CTA和市场中性 ..... | 22 |

### 大类资产配置策略：股债均衡配置，债券略优

## 2024年三季度主题：境外降息预期仍将反复，境内风险偏好上升动能不足

### ▶ 境外：美国经济韧性延续，降息存疑

今年以来，美国经济韧性与通胀粘性继续超出市场预期，科技与地产对实体经济形成“双轮驱动”，股市与楼市“双牛”亦有望继续对金融条件构成支撑，年内美联储货币政策或难以转向。

#### 美国经济：短缺的繁荣

总体上看，当前美国经济正处于一场短缺的繁荣之中。一方面，疫情和宏观政策共同造就的旺盛需求有力支撑了经济增长。2022Q3至今，美国经济在加息周期中实现逆势扩张，不但消费需求延续旺盛，而且投资需求见底回升（图3）。另一方面，劳动力和住房的短缺推升了薪资和房租增速，导致服务通胀居高不下，进而支撑总通胀。去年6月至今，美国CPI通胀在3%上方徘徊，去通胀在最后一公里停滞不前，服务通胀几乎贡献了全部通胀份额（图4）。

“科技+地产”双轮驱动催生了美国“股楼双牛”的资产价格表现，带来财富效应和乐观预期，很大程度上对冲了实际收入增速放缓对居民消费的负面影响。2022年下半年，科技股的强劲表现令美股企稳回升；去年初，住房短缺驱动房价水平转跌为涨，“股楼双牛”格局就此形成（图5）。去年中以来，美国财政扩张边际退坡，通胀亦已止跌，居民实际薪资增速逐步放缓，但高企的消费意愿继续支撑了消费韧性。2023Q2至2024Q1，尽管美国居民实际收入增速从5.7%回落至0.5%，但消费倾向从91.3%上行至92.5%，支撑消费增速持续超过2%（图6）。

展望下半年，美国经济短期内大概率将延续韧性，全年经济增速大概率超过2%，CPI通胀或继续停留在3%上方，令美联储年内难以开启降息。需要强调的是，短缺的繁荣并非真正的繁荣。若利率久居高位，美国经济中期内仍然面临较大隐忧。

图3：美国经济在加息周期中保持韧性



图4：服务通胀支撑美国通胀粘性



图5：美国股市与楼市震荡上行



图6：美国居民消费具备支撑性





一是股市和楼市估值不断上行，一旦乐观预期被证伪导致价格回调，可能与高利率共振形成“双重紧缩”，令美国经济金融盛极而衰。对美国股市而言，风险在于人工智能发展未能兑现预期，重蹈互联网泡沫的覆辙。对美国楼市而言，风险则来自居民部门购买力和预期的恶化。近年美国房价收入比陡峭上行，当前已处于历史高位。

二是贫富分化加剧。高净值人群在“股楼双牛”中实现财富扩张，低净值人群则在物价上涨中饱受通胀之苦，制约美国消费增长，催生金融风险。

三是政治环境的剧烈变化可能将美国经济拖入“滞胀”泥淖。日趋激烈的逆全球化、贸易保护主义与反移民政策可能进一步加剧美国经济的供需失衡，推升通胀，抑制增长，损害制造业的长期竞争力，与其政策初衷背道而驰。

总结来说，目前对境外市场有三点判断：

**第一，下半年美联储货币政策转向成疑，大概率不会降息。**年初以来，美联储政策利率居高不下，降息预期大幅波动。年初市场普遍认为经济和通胀水平将在财政退坡和货币紧缩滞后效应的双重压制下转冷，美联储将于3月开启降息周期，全年降息次数可能达到6次（150bp），美联储也在议息会议和官员发言中表态年内将开启降息。然而，随着经济韧性及通胀粘性持续超出市场预期，市场开始意识到今年降息形势并不如想象中那么乐观，转鹰交易随之开启。5月市场一度认为年底才能开启首次降息。美联储于5月议息会议官方承认去通胀遇阻，6月议息会议将年内降息预期从3次收窄至1次，部分美联储官员甚至开始考虑当前的利率水平是否具有限制性（图7）。

**第二，“股楼双牛”很大程度上对冲了高利率对金融条件的抑制，进而对经济和通胀形成支撑，是美联储利率居高难下的根源。**2022年3月至今，政策利率水位提升了500bp，但标普500指数累计上涨了18.2%，席勒全美房价指数累计上涨了7.3%，对冲了利率上行的负面影响，对金融条件构成了有力支撑（图8）。

图7：市场对美联储政策预期震荡转鹰

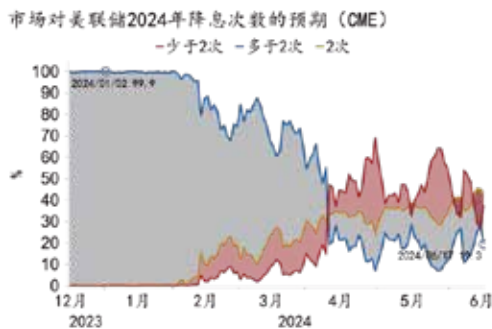


图8：利率走势与股市楼市发生背离



**第三，不同于美联储按兵不动，欧央行已经抢跑降息。**欧央行于6月议息会议宣布降息25bp，但没有对未来利率路径作出指引或承诺。然而，考虑到欧洲经济已经步入扩张期（图9），欧央行年内继续降息的概率同样不高。一是随着欧元区通胀陡峭回落，居民实际购买力得到修复，实际收入已经转涨，对居民消费构成支撑。二是利率回落叠加美国库存周期见底回升支撑欧元区制造业需求。前瞻地看，通胀同样难以稳定回落至2%，美欧经济与政策剪刀差难以继续走阔。

## ► 境内：经济结构性修复，宏观政策持续发力

上半年我国经济继续结构性修复（图10）。在政策托举、外需韧性和内需修复共同影响下，我国经济开局良好，一季度GDP增速5.3%，表现显著好于市场预期（图11）。二季度经济修复节奏有所放缓，供需两端动能均边际转弱。在强政策预期和强基本面形成有效推动之前，预计市场风险偏好缺乏上升动力，表现为短期有顶的状态。

图9：欧元区经济形势逐渐向好

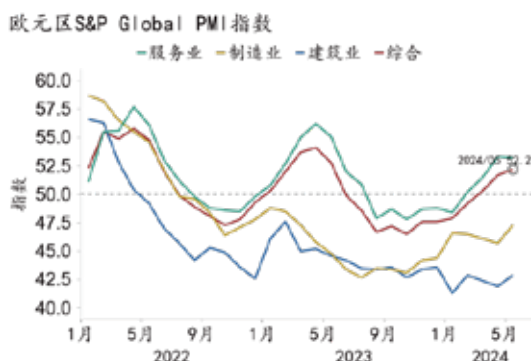


图10：我国经济结构性修复

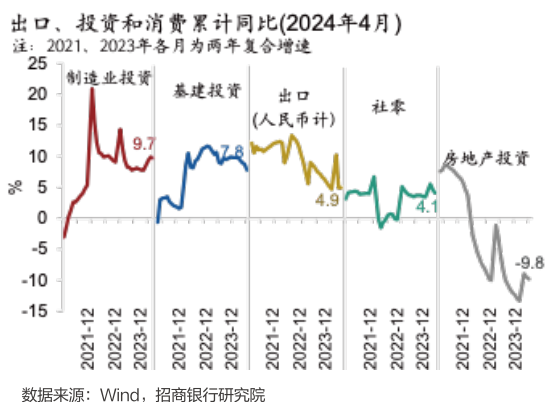


图11：上半年经济修复动能冲高后放缓



## (一)中国经济：供需再平衡

结构上，我国疫后实体经济修复呈现三大特征。一是供给强于需求（图12）。1-5月以实际增速衡量的工业增加值同比增长6.2%，好于经济大盘。二是外需强于内需。1-5月以人民币计价的出口同比增长6.1%，高出内需投资（4.0%）与消费（4.1%）增速约2pct。一季度净出口拉动GDP增长0.8pct，显著好于去年全年的-0.6pct（图13）。三是投资强于消费。除房地产投资延续收缩外，制造业和基建投资均保持高速增长，1-5月同比增速分别达9.6%、6.7%，显著高于消费增速。

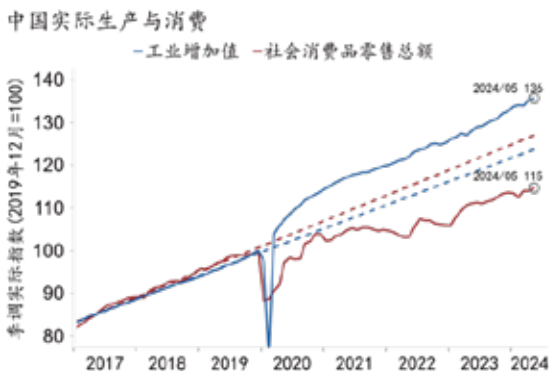
相较供给端，我国内需修复进程总体偏慢。

**首先，消费复苏存在较大提升空间。**去年以来，受居民收入增长放缓、信心不足制约，我国社零增长中枢明显低于疫前。同期，居民可支配收入同比增速中枢为6.1%，显著低于2017-2019年中枢8.8%，消费者信心在2022年初落入低位后未见明显改善。从国际上看，2022年我国居民最终消费支出占GDP比重为37%，显著低于美欧日等主要经济体。

**其次是投资对增长的拉动趋缓。**2020-2023年，投资对GDP拉动均值为1.6pct，较疫前四年下降1pct，一季度拉动仅为0.63pct。一方面，随着资本存量上升，资本的边际回报下降。我国最终资本形成总额占GDP比重一直高于全球主要发达国家，2011年达到历史高点后回落，2022年仍高达43.3%。另一方面，随着房地产正向新发展模式转型，我国房地产投资占GDP比重已见顶回落，由2020年8.8%的高位下行至6.0%。

**伴随房地产市场的深度调整，我国投资结构正经历深刻转型。**2008年，为应对次贷危机外部冲击，我国推出一揽子计划以扩大内需“稳增长”，其后进入了基建和房地产投资主导的增长模式。2021年，随着我国商品房销售见顶，房企告别“三高”增长旧模式，房地产投资增速快速下行，并于2022年陷入持续负增长。与此同时，政策支持下，我国制造业增速开启上行，叠加基建投资逆周期发力，有效维持了固定资产投资在国民经济当中的份额。

图12：我国供给强于需求



数据来源：Wind，招商银行研究院

图13：净出口对GDP增长转向正向拉动



数据来源：Wind，招商银行研究院

4月中央政治局会议首次提出“统筹研究消化存量房产和优化增量住房的政策措施”。这一全新表述指向在房地产新旧模式转换期，政策思路有所调整，一是房地产去库存的重要性显著提升，二是增量住房重在“优化”而非规模扩张。5月17日，央行发布四项房地产重大政策，贯彻中央政治局会议精神，标志着房地产政策全面由限制性转向支持性。在此指导方针下，下半年房地产去库存政策或进一步加码，研究储备增量政策，推进落实存量政策，着力稳市场、提信心。

房地产投资或未有明显起色，但在基数效应支撑下，降幅或较上半年微幅收窄。一是下半年房地产融资协调机制落实落细和收储政策落地施行有助于缓解房企流动性压力，但房企开发资金的实质性修复仍然有赖于销售端企稳。二是从结构上看，房地产存量和增量投资修复仍然承压（图14）。

## (二)宏观政策：强化逆周期，深化跨周期

2024年《政府工作报告》要求“强化逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加强政策工具创新和协调配合”。之前，表明政策重心在于“稳增长”。4月中央政治局会议延续了政府工作报告的政策基调，强调要“坚持乘势而上，避免前紧后松”，对已经确定的宏观政策要“靠前发力有效落实”。

回顾历史，当国内经济面临CPI和PPI通胀双低迷时，宏观政策会更为积极，加强发力（图15、16）。

图14：房地产增量与存量投资同时向下



图15：我国通胀曾两度双低迷



图16：货币政策通过降准降息应对通胀低迷



### 逆周期调节：稳增长、提通胀

面对需求不足、通胀低迷的局面，需要更好发挥主权信用优势，通过中央财政积极加杠杆，促进总需求恢复，畅通经济供需循环，纾解私人部门和地方财政压力，避免经济陷入“债务-通缩”螺旋和资产负债表衰退。

**展望下半年，财政政策落实提效、相机加力，或出台增量工具托举需求；货币政策兼顾内外，有望进一步降准降息。**财政将用好超长期特别国债，加快专项债发行使用进度，保持必要的财政支出强度，或视经济运行状况相机加力，可能的选项包括额外增发1万亿国债或特别国债、新投放5,000亿政策性开发性金融工具等。货币政策将灵活运用利率和存款准备金率等工具，加大对实体经济支持力度，降低社会综合融资成本。**基准情形下，预计年内MLF和LPR利率将同步下调25bp。**考虑到政府债发行提速在即，以及可能的增量财政工具，为保证市场流动性合理充裕，**货币政策或进一步全面降准2次，幅度合计100bp。**

### 跨周期调节：抓机遇、促改革

长期看，跨周期调节政策要抢抓机遇，不遗余力推进改革。7月即将召开二十届三中全会，重点研究进一步全面深化改革、推进中国式现代化问题。三中全会历来是中国改革开放和现代化建设的重要里程碑，改革开放至今，已召开的9届三中全会均以改革为主，每一次改革都将经济与社会推向更高的纬度。前瞻本次三中全会，或涵盖四大重点方向：

**首先是加快构建新发展格局，着力推动高质量发展。**坚持社会主义市场经济改革方向，坚持高水平对外开放，加快构建以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局。**一是完善落实两个“毫不动摇”的体制机制。**充分发挥市场在资源配置中的决定性作用，更好发挥政府作用，推动各类所有制企业协同发展，充分激发各类经营主体的内生动力和创新活力。深化国资国企改革，加快建立中国特色现代企业制度，提高国资国企经营管理水平；持续优化民营经济发展环境，加大对民营经济政策支持力度，打造公平竞争环境。**二是构建高标准市场体系。**加快完善产权保护、市场准入、公平竞争、社会信用等市场经济基础制度，加快建设全国统一大市场，建设统一开放、竞争有序的高标准市场体系，不断完善市场经济基础制度，促进资源配置实现效率最优化。**三是打通新质生产力发展的堵点难点。**新质生产力是创新起主导作用，摆脱传统经济增长方式、生产力发展路径，具有高科技、高效能、高质量特征，符合新发展理念先进生产力质态。进一步全面深化改革，让各类先进优质生产要素向发展新质生产力顺畅流动和高效配置。坚持教育发展、科技创新、人才培养一体推进，形成良性循环。健全要素参与收入分配机制，营造鼓励创新、宽容失败的良好氛围。**四是建设更高水平开放型经济新体制。**贸易方面，主动对标高标准国际经贸规则，稳步扩大规则、规制、管理、标准等制度型开放。投资方面，不断完善外商投资权益保护机制，进一步缩减外资准入负面清单，持续建设市场化、法治化、国际化一流营商环境。创新方面，更大力度拓展国际经济技术交流与合作，走开放式创新之路，提升我国在全球产业链、供应链和创新链上的位置。

**其次是增进民生福祉，加大民生领域改革力度。**深化收入分配制度改革，逐步提高居民收入在国民收入分配中的比重，提高劳动报酬在初次分配中的比重。实施就业优先战略，健全就业公共服务体系，完善重点群体就业支持体系，完善劳动者权益保障制度。健全基本养老、基本医疗保险筹资和待遇调整机制，降低生育、养育、教育成本。

**再次是推动绿色发展，健全全面绿色转型体制机制。**加快培育壮大绿色低碳产业，畅通绿色低碳科技成果转移转化链条，加快构建绿色制造和服务体系。完善生态保护补偿制度和生态产品价值实现机制，建立健全碳达峰碳中和标准计量体系，完善碳定价机制。

**最后是推进国家安全体系，加强经济安全能力保障。**高度关注房地产市场、地方债务和中小金融机构等风险点。加强粮食、能源等基础资源安全保障。在关系国计民生和国家经济命脉的重点产业领域形成完整而有韧性的产业链。

### (三)货币金融：回归本源，提质增效

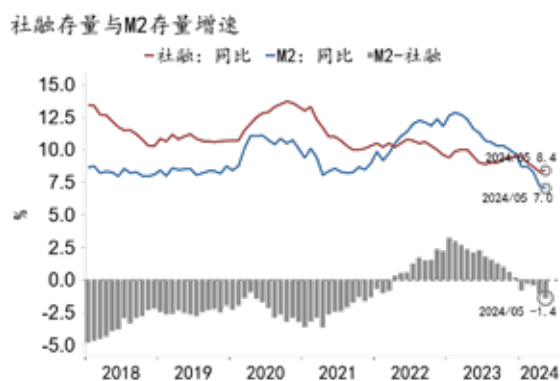
中央经济工作会议对2024年货币政策的定调有两点显著变化。一是将2023年“精准有力”的要求调整为“精准有效”，指向货币政策总量扩张或边际放缓，更加注重提升政策效能。二是要求社融和M2“同经济增长和价格水平预期目标相匹配”，而以往的表述是“保持广义货币供应量和社融规模增速同名义经济增速基本匹配”。新表述将社融置于M2之前，表明政策更加关注需求侧；同时将名义GDP增速分解为实际GDP增速目标和通胀目标，表明通胀在货币政策目标中的权重明显上升。

#### 金融总量：优化供给，提振需求

融资需求不足叠加监管与统计优化，信贷社融总量增速有所下滑。信贷方面，受需求不足制约，随着金融机构月末冲量的压力减弱、盲目扩表的冲动下降，人民币贷款增速回落至个位数9.3%。社融方面，私人部门融资需求低迷拖累表内信贷，叠加政府债发行进度较慢，导致1-5月社融仅新增14.8万亿，同比少增约2.5万亿，增速仍处于历史低位（8.4%）（图17、18）。金融规范治理叠加资本市场表现超预期，导致金融脱媒，货币供给增速下行。1-5月M2同比增速回落至7.0%的历史新低。

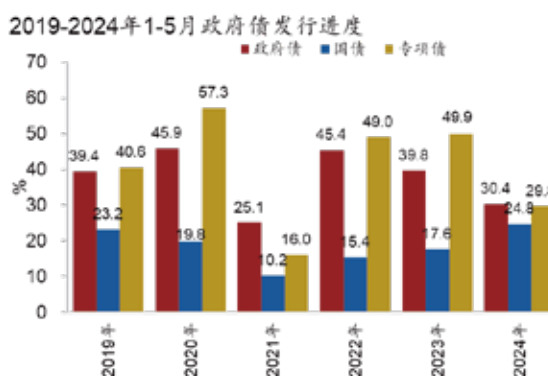
前瞻地看，受宏观政策相机加力支撑，叠加金融供给优化调整的影响趋于收敛，社融和M2增速有望企稳回升。一是货币政策或将降准降息，推动实体经济融资成本稳中有降，减轻居民企业财务负担，刺激内生融资需求，支撑信贷增长。二是财政政策或相机加力，包括增发国债或特别国债1万亿、新投放政策性开发性金融工具5,000亿，拉动社融增速。三是存款利率或继续下行，与其他金融产品收益率的剪刀差扩大，导致居民存款回流金融市场，或制约M2增速。

图17：社融与M2增速同步大幅回落



数据来源：Wind，招商银行研究院

图18：政府债发行进度慢于过去五年



数据来源：Wind，招商银行研究院

### 广谱利率：降低成本，稳定息差

广谱利率稳中有降，以降低实体经济融资成本。资产端利率顺应资产收益率下行，负债端利率受银行净息差制约下移。贷款方面，定价基准随5年期以上LPR调降，同时由于信贷需求不足，贷款利率加点也进一步压缩。一季度加权贷款利率同比下降35bp至3.99%，其中企业和个人住房贷款利率降至历史新低（图19）。

存款方面，利率自律机制发挥作用，规范存款市场竞争秩序。一方面，去年末国有大行和股份行再次调降不同期限存款利率10-25bp，今年以来中小银行随之跟进。另一方面，各银行相继停售半年及以上期限大额存单、下架智能通知存款及下调协定存款利率。银行间市场流动性总体也保持合理充裕，带动商业银行主动负债成本下降。

由于融资需求不足，当前商业银行净息差仍然显著承压。一季度净息差为1.54%，环比收窄0.15pct，进一步探底（图20）。这一净息差水平已与平均不良率倒挂5bp，为历史首次，制约商业银行整体风险抵补能力。总体上看，考虑到资产端贷款和债券收益率下行压力仍存，存款利率有必要进一步下行，以有效防范金融风险。

图19：人民币贷款加权平均利率降至新低



数据来源：Wind，招商银行研究院

图20：2024Q1银行净息差进一步收敛



数据来源：Wind，招商银行研究院

## ► 境内固收：利率低位震荡，产品策略攻守兼备

### (一)利率债：中枢低位震荡，收益率曲线陡峭化

基于债券利率的三因素分析框架（名义GDP、货币信贷和银行间资金），预计债券利率中枢低位震荡。

**银行间流动性方面**，银行间资金趋稳，在降准、降息预期下，资金利率稳中有降，对债市仍然形成利多，但幅度有限。

**信贷市场方面**，信用环境以稳为主，回落速度会小于上半年，对债市的利多程度将减小。

**经济增长方面**，下半年实际GDP同比增速相比于上半年小幅下降，通胀温和回升，名义GDP同比增速小幅抬升。由于价格指数的温和回升，债券利率的下行空间将有所收窄。

市场将上半年推动债市利率明显下行的因素归为“资产荒”，债券市场表现出供给少，需求多的特征。

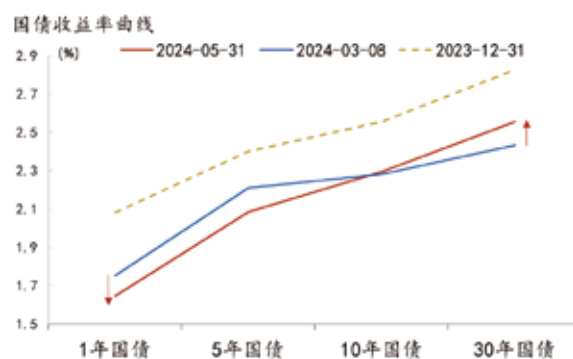
展望下半年，预计供给增多，需求平稳，供需问题将被修正。中性条件下，预计下半年10年期国债利率中枢水平在2.3%附近，运行区间主要在2.2-2.4%（图21）。中性情形下，债券利率大幅下行和大幅上行的概率都不高，能够兼顾收益和安全性，因此可以考虑继续持有债券资产。当10年期国债利率上行至区间上沿时，可以考虑持有更多债券，或更长期限的债券。当10年期国债利率下行至区间下沿时，可以考虑少持有债券，或更短期限的债券。债券期限结构曲线方面，上半年曲线从“牛平”走向“牛陡”（图22），下半年预计曲线会维持“牛陡”形态，偏陡峭的曲线形态也有利于货币政策的传导。

图21：2024H1债券利率下行



数据来源：Wind，招商银行研究院

图22：2024H1债券收益率曲线陡峭化



数据来源：Wind，招商银行研究院

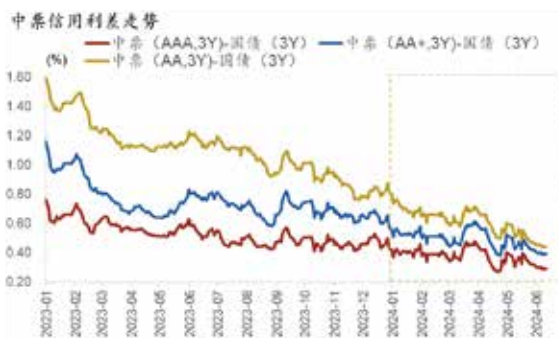


## (二)信用债：信用利差低位震荡

信用利差主要包含流动性溢价和违约风险溢价，前者与流动性环境高度相关，后者与经济走势高度相关。回顾上半年，主要受流动性偏宽松的支撑，信用利差震荡下行（图23），上半年净融资规模回升（图24），尤其是长久期信用债净融资规模明显增多。

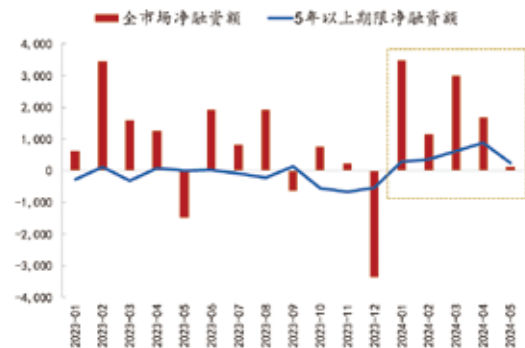
基于对下半年流动性合理充裕和经济增长趋稳的判断，预计流动性溢价和信用溢价均有望保持在偏低的水平，信用利差低位震荡。过程中，需要关注三季度信用利差的波动，主要是债券供给上升，可能导致流动性溢价在低位小幅回升。由于高评级信用利差的绝对水平偏低，流动性溢价的小幅回升可能会对高评级信用债造成小幅扰动。违约风险方面，尽管地产企业和部分地区城投仍有不小的偿债压力，但考虑到流动性基调是偏宽松的，同时经济平稳运行。由此，预计下半年信用债的违约风险相对偏低。

图23：上半年信用利差震荡下行



数据来源：Wind，招商银行研究院

图24：上半年信用债净融资整体上升



数据来源：Wind，招商银行研究院

### (三)可转债：上行空间有限

今年以来，可转债市场呈“√”型走势，中证转债指数跑赢万得全A（图25），显示出较好的抗跌性。而内部结构性分化，红利板块及强债性转债表现较好；尤其是金融和公共事业板块、低价转债指数、高信用等级转债指数涨幅居前。可转债估值自2月份修复后，维持在较窄的震荡区间。

展望来看，可转债市场下半年或将延续高波动和结构性行情。

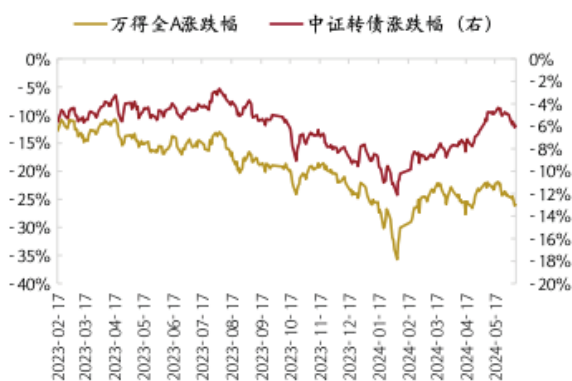
（1）可转债市场走势和A股高度相关。预计A股市场下半年区间波动，可转债市场也将跟随权益市场，上行动力不强。结构性行情可能持续，若权益市场缺乏明确的交易主线，5月份强股性小盘个券的炒作现象可能重演，增加市场波动性。

（2）可转债整体估值较高。转股溢价率处于高位、纯债溢价率处于低位（图26），反映出可转债市场整体呈现出股性较弱、债性较强的特点。这将对转债价格的进一步上涨构成制约。

（3）供需不平衡的状况将持续。由于再融资政策收紧，可转债新券发行疲软，供给将减少。在低利率环境下，需求端预计维持韧性，可转债仍是公募基金和保险资金重要的收益来源之一。然而，受近期评级调整风波的影响，资金端对评级下调的担忧加剧，短期配置需求承压，下半年要通过需求扩张来推动估值修复，需转债信用风险得到缓解。

策略上，标配可转债，可以选择一级债基或含可转债的固收+理财。高波动和结构性行情对择券能力的要求比较高，主动管理型转债产品可能优于被动型产品。可以关注择券能力较强的管理人。

图25：上半年中证转债跑赢万得全A



数据来源：Wind，招商银行研究院

图26：转债溢价率和纯债溢价率中枢



数据来源：Wind，招商银行研究院

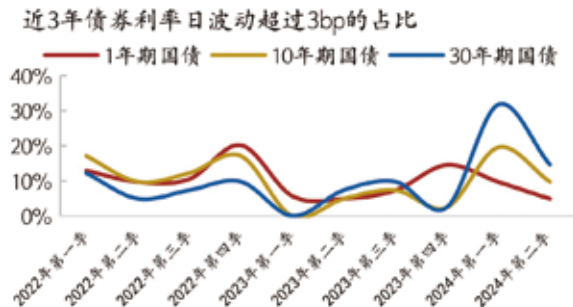
## (四)固收投资建议：攻守兼备

(1) 满足流动性管理需求上，对赎回时间要求不高的，优选稳健低波策略理财。对赎回时间有要求的，选择T+1现金类理财、货币基金。但流动性管理产品中，受监管对存款资产和高价现金产品最新指导及规范管理的影响，下半年现金类理财、稳健低波策略理财的收益预期将有所下滑。

(2) 对于稳健型投资者，建议配置纯债产品。债市进入低位区间震荡，尽管利率上行和下行空间有限，但波动性依然存在（图27）。纯债产品需通过动态管理久期，在利率波动中管理风险和捕捉潜在的收益增强空间，来适应债市新常态。因此，建议可接受波动的投资者，适当从绝对收益预期目标转为相对收益预期目标，配置一定比例的中长期债券基金或中长封闭期限的积极策略理财。对于波动敏感者，短债基金或同业存单指数基金等防御性较好的产品，仍是较好的选择。

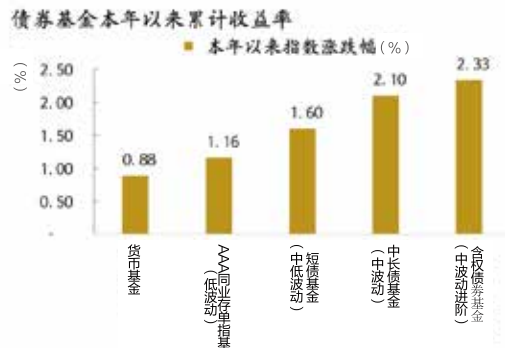
(3) 对于稳健进阶型投资者，可以关注固收+类产品。固收+产品中，高股息策略是贯穿全年的投资机会，优选固收+高股息策略产品。同时，关注固收+量化中性策略、固收+指数增强、结构化、固收+多资产/多策略（境内外债券/权益/衍生品/黄金）等产品，持续挖掘资产套利、REITs等机会，分散投资（图28）。

图27：长债利率波动性处于今年高位



数据来源：Wind，招商银行研究院，其中2024年第二季度数据截至6.13

图28：债券基金收益分布情况



数据来源：Wind，招商银行研究院

## ► 境内股票：大盘震荡，结构上关注“红利+”

### (一) A股大盘：全年个位数涨幅

展望下半年，影响A股大盘的三大关键因子，呈现出估值有利、业绩和流动性较为中性的格局。

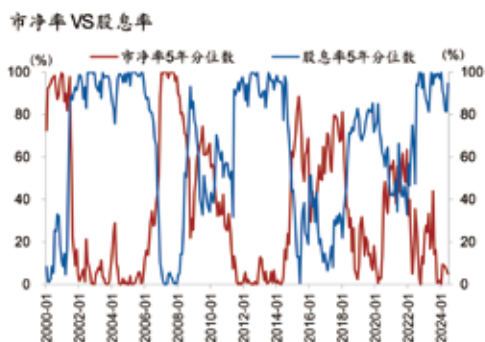
**估值位于中长期配置的适宜区间。**虽然上证指数市盈率因业绩负增长而偏高，但其他关键指标如市净率、股息率和股债性价比均表明市场估值具备吸引力（图29）。具体来看，上证指数市净率5年分位数已降至5%的低位，股息率分位数高达95%以上，而股债性价比（E/P-10年期国债利率）也达到了80%的高位。然而估值能否从底部回升，仍取决于业绩和流动性能否好转（图30）。

**A股业绩增速下半年将呈震荡格局。**业绩与名义GDP高度相关，预计二季度名义GDP增速修复较快，下半年则转为震荡（图31），节奏上呈小V走势。预计全年名义GDP增速和A股利润增速均在5%附近。

**国内流动性下半年低位企稳。**估值走势与宏观流动性有较高相关性。尽管国内宏观政策偏宽松，但政策对货币信用的推动效果仍有待观察。预计下半年货币供应量M1增速和M2增速低位企稳（图32），节奏上呈小V走势。海外流动性下半年较为平稳。海外流动性对A股的影响不容忽视，通常当美债利率下行或美元指数下行时，跨境资本流入A股相对积极。预计下半年美联储降息0-1次，海外流动性整体将保持稳定。

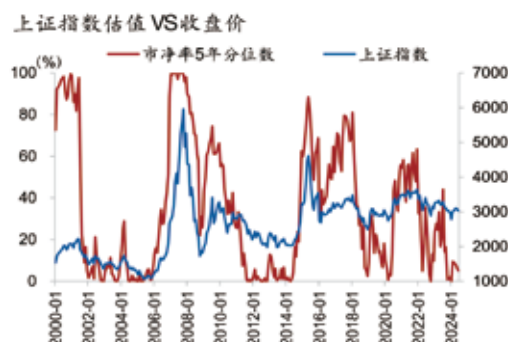
**综合考虑三大关键因子，估值虽然处于有利位置，然而业绩和流动性改善幅度有限，预计大盘走势以震荡为主。**在基准假设下，估值保持不变且业绩增长5%，大盘全年涨幅在5%左右，上证指数主要波动区间为2900至3300点。若要打破这一震荡格局，需要经济预期和流动性的持续改善，或出台强有力政策提振市场对经济前景的信心。

图29：估值处于有利位置



数据来源：Wind，招商银行研究院

图30：估值波动取决于业绩和流动性



数据来源：Wind，招商银行研究院

图31：业绩增速下半年呈震荡格局



数据来源：Wind，招商银行研究院

图32：宏观流动性下半年低位企稳



数据来源：Wind，招商银行研究院

## (二)A股结构：关注红利+

展望下半年，股票市场的风格特征和投资方向，将与经济转型的宏观背景紧密相关。随着中国进入高质量发展新时代，预计未来多数传统行业的资本开支将有不同程度的收缩，而新增的资本开支将主要集中在少数高技术含量的重点行业。基于对市场整体成长性稀缺的判断，我们建议继续中高配高股息方向，同时下调高端消费股和成长股的配置比例。消费股的结构性价机会或在非高端市场，成长股的结构性价机会在电子等少数高景气科技行业。重点看好以下三大方向：

### 一是传统产业中的高股息周期股。

长期逻辑：在经济转型期，随着传统产业资本开支的缩减和规模增速的放缓，产能过剩和过度内卷的竞争格局有望好转。这将助力龙头企业稳固市场份额、优化现金流，并增强分红力度。尽管这些传统行业的上市公司利润增速可能较低，但得益于股息率提升和ROE稳定，其投资价值有望显著提升。

聚焦下半年，经济动能依然不强，景气行业依然稀缺，在地产周期和科技周期崛起前，高股息策略胜率仍然较高。此外，由于新“国九条”要求加大分红率，上市公司的股息率也将有所提高。当前红利股存在的问题是，估值修复过半和拥挤度上升。中证红利指数的股息率为5.0%，其分位数已降至过往5年的中位数水平。总体而言，高股息策略下半年仍有机会，但需注意资金集中追逐带来的市场波动加大和上升空间收窄。策略标的上，可关注中证红利指数和红利低波指数，其成份股集中在银行、煤炭和交通运输等传统周期性行业。

### 二是中低端消费中的高ROE白马股。

长期逻辑：随着经济增速换挡，商务消费难以维持过往的高增长，居民消费也将更加追求性价比，消费升级的趋势正逐渐向寻求消费平替的方向演变。基于此，过往高端白酒等赛道级别的大机会将减少，但那些仍能维持高稳ROE且毛利率有提升的消费品企业，仍具备投资价值。

聚焦下半年，随着名义GDP下行趋势结束，消费股ROE具备稳定基础，其股价波动预计将从过往三年的下跌趋势转变为震荡格局。策略标的上，可重点关注以股息率加权的消费红利指数，该指数估值较低、股息率较高，同时ROE也较高，对经济波动的敏感性相比其它消费行业指数更低。对以高端白酒为主的传统消费行业指数，建议从此前的中高配下调至标配。

### 三是新兴产业中的高景气科技股。

长期逻辑：预计产业政策将更加向新质生产力倾斜，全社会新增资本开支将主要集中在科技行业和高端制造行业。对应到股票市场，电子、通信、计算机、创新药等新兴成长行业将成为投资的重要领域。

聚焦下半年，全球半导体销售周期和中国半导体销售周期均处于上行期，随着业绩修复，电子等科技行业可予以关注。然而，需要警惕海外脱钩预期对科技行业估值的压制。策略标的上，可重点关注以股息率加权的科技红利指数，其成份股70%为电子、20%为计算机，该指数估值较低、股息率较高，相比于其它科技行业指数抗波动能力更强。针对A股整体成长风格，建议从此前的中高配下调至标配。由于全市场景气行业稀缺，加之脱钩预期可能带来的影响，成长板块更多将表现为结构性机会。

综合考虑，鉴于宏观经济平稳运行，且景气行业依然稀缺，市场低风险偏好特征或将延续（图33）。在三大投资方向中，高股息周期股胜率较高，其次是高ROE消费股和高景气科技股。策略配置上，考虑到高股息周期股存在拥挤度上升、潜在上行空间收窄，以及行业风格过度暴露等问题，我们推荐“红利+”策略，即以高股息周期股为核心，同时适度增配目前热度较低的消费行业和科技行业，以降低组合波动。从性价比看，策略标的排序为中证红利=红利低波>消费红利=信息红利（图34）。

### (三) 港股策略建议：震荡为主，关注红利资产

预判港股市场，需理解其三大核心特点：首先，港股业绩与国内经济同步，因为多数上市公司来自中国内地；其次，港股流动性受海外资金影响，其主要交易资金源自国际市场（图35）；最后，中国经济决定港股的大方向，海外流动性影响港股的波动性，这是恒生指数与沪深300指数走势大体相似但波动幅度不同的关键所在。

展望下半年，中国经济平稳运行，美联储降息预期延后，港股市场仍需震荡整固。下一轮行情的启动，需等待中国经济预期的进一步改善以及美联储降息预期的强化。

港股结构和A股类似，也可重点关注红利资产。值得注意的是，相比于A股，港股红利税相对更高，其中H股的红利税达20%，非H股达28%。目前，恒生科技指数的表现与A股消费股相似，均与总量经济密切相关，其下行趋势或已结束，预计下半年将以震荡为主。此外，站在全球配置的角度，港股科技股的竞争力亦不及美股科技股，策略上，建议将恒生科技由此前的中高配下调至标配。

图33：A股低风险偏好特征或将延续

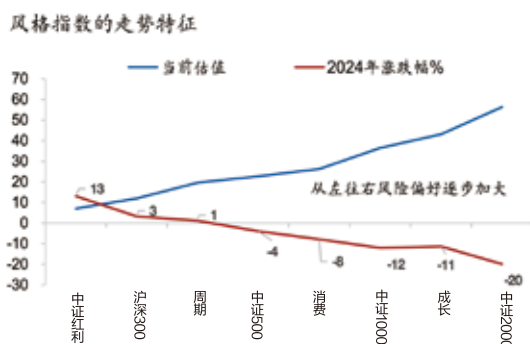
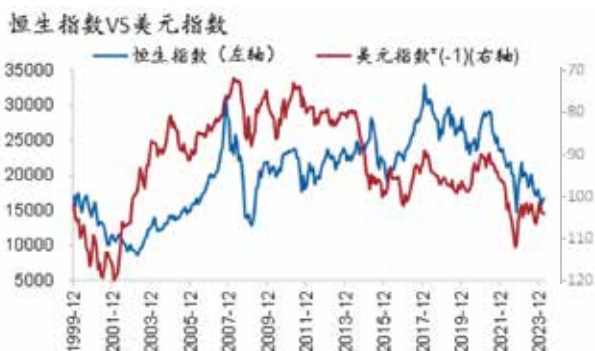


图34：四大策略标的长期均能跑赢股基



图35：恒生指数和美元指数负相关



## ► 美股：震荡上行，继续中高配科技板块

中长期而言，美国经济保持韧性，受科技行业驱动，企业盈利较为强劲，将支撑美股震荡上行。估值高位，未来会有一些压力，但没有大的风险。

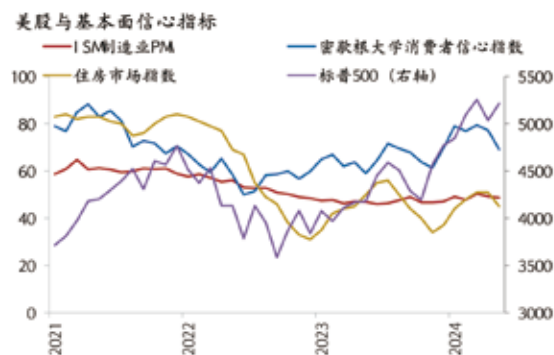
**美国经济保持韧性，企业盈利较为强劲。**经济方面，结合经济领先指标来看，美国经济将较为平稳（图36）。企业盈利方面，今年一季度标普500EPS增长6.2%，较去年四季度回升。盈利回升主要受科技行业驱动，其中信息技术、通讯分别贡献了4.3%和3%。按照分析师一致预期，未来美股EPS将持续回升，全年EPS增速将达10.7%。

**当前美股估值处于高位，估值有一定的压力。**标普500市盈率（TTM）27倍，处于过去10年的87%分位数。相对估值方面，股票相对债券的估值极高。在美股估值偏高的背景下，货币政策的摇摆可能带来短期扰动，当美联储阶段性转“鹰”时，美股短期将会调整。但是美股杀估值主要有2种情况，一是经济大幅回落，二是通胀上升货币政策大幅收紧。当前通胀处于逐步回落趋势，只要降息的大方向无误，美股也没有大幅杀估值的风险（图37）。

**结构上，科技板块将继续占优。**随着人工智能应用的不断推进，例如，苹果在手机中集成AI，微软发布Copilot+PC，将进一步提升人与AI间的交互效率。多模态（如图像、语音和文本）的发展，将提高AI的综合感知能力，降低用户门槛。这些趋势将继续为科技企业带来显著的盈利机会。

**策略上建议标配美股，中高配美股科技板块，如纳斯达克100指数等。**

图36：美国经济领先指标整体平稳



数据来源：Wind，招商银行研究院

图37：美股估值偏高但无大的风险



数据来源：Wind，招商银行研究院

## ► 美元债：美债利率大概率见顶

展望2024年下半年，美债利率有望缓慢回落，建议维持高配。

**美国国债：**具备配置价值。一方面，美债目前的票息收益较高。另一方面，虽受制于美国经济、通胀的韧性，美联储目前无明确的降息时间表，美债利率短期内区间震荡的概率较大；但我们判断美联储货币政策在未来1-2年大方向仍然是转向宽松，且下半年存在定价降息的可能（表3）。因此，美债利率有望缓慢回落，10年期美债利率的波动区间预计在3.8%–4.6%之间（图38）。在久期选择上，建议优先配置5年以内的中短久期美债，能够更大化地达到风险与收益的平衡。对于长周期美债来说，波动相对较大，建议美债10年期利率上行到4.4%–4.5%附近再逐步地加大配置力度。

**美元信用债：**投资级债券拥有更高的确定性，高收益债可部分配置但需控制比例。美国经济仍然具备韧性，这对投资高收益企业债来说是一件好事。但是，在高息环境下，中小企业利息支出压力增大，盈利扩张面临一定的阻力，信用风险可能会有所上行，需适度控制债券投资组合中关于高收益债的占比。

**中资美元债：**投资级确定性更强，高收益债建议回避。预计地产行业难以看到趋势性的回暖，高收益债建议回避。板块上，我们建议关注金融、城投债，中低等级地产债则需相对谨慎。另外，我们也建议关注部分头部科技企业、以及石油行业央国企所发行的美元债，安全性相对较高。

图38：美债实际利率趋势上有望见顶回落



数据来源：Wind，招商银行研究院

表3：不同情境下美债年化收益测算

| 不同久期美债   | 降息2-3次 | 降息1次 | 不降息  | 加息1次  |
|----------|--------|------|------|-------|
| 美国国债：6个月 | 5.7%   | 5.5% | 5.4% | 5.3%  |
| 美国国债：2年  | 6.5%   | 5.7% | 4.4% | 3.7%  |
| 美国国债：5年  | 7.7%   | 6.2% | 2.2% | 0.9%  |
| 美国国债：10年 | 9.3%   | 6.8% | 0.4% | -2.9% |



## ► 另类：黄金牛市未完，标配市场中性和CTA

**黄金：**黄金仍处于上涨周期中，伦敦金有望挑战2550-3000美金的区间，对应上海金价格为600-700元，建议维持中高配。

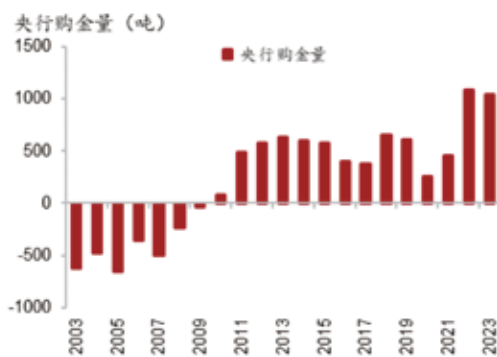
**第一，央行购金的趋势仍在，利好黄金。**近期，中国央行暂停购金，引发市场关注，我们认为中国央行会基于包括价格、资金安排、市场环境等在内的多种考虑来把握购金节奏，尚不能据此得出全球央行购金潮结束的结论。在全球格局持续演变的背景下，储备资产多元化已经成为新兴市场央行的长期趋势（图39），这一趋势将持续对黄金走牛起到正向推动作用。

**第二，美联储货币政策由紧转松的大方向未发生改变，对黄金中性偏多。**尽管美联储降息预期一推再推，但是黄金的金融属性已经明显弱化，金价本轮的上涨也并非依赖于对美联储降息与否的判断。因此，只要美国不出现进一步加息，降息预期延后对黄金的影响不大。另外，从大趋势上来看，美联储仍将缓慢步入降息周期当中，实际利率预计会见顶回落，美元也缺乏单边升值的动力，对黄金利好。

**市场中性：**目前对冲成本仍略高于历史中枢水平。超额收益方面，由于中性产品业绩和小盘成长较为相关，在证监会加大量化高频交易监管和削减壳价值的背景下，小盘成长风格获得超额收益并不容易。

**商品期货（CTA）：**将处于震荡。主要因前期的获利大多源自于有色板块以及部分如EC、锰硅等个别品种。大部分前期涨幅较多的品种存在获利了结可能，价格上预计会出现盘整。

图39：央行购金趋势已形成



数据来源：Wind，招商银行研究院

## 大类资产配置策略：股债均衡配置，债券略优

根据市场研判与分析，我们对未来6个月的大类资产配置做如下建议：**高配：美元债。中高配：黄金、A股、A股高股息策略、美股纳斯达克。标配：中国国债、信用债、A股的成长风格、A股的消费风格、港股科技股、美股、美元、人民币、日元、欧元、英镑、可转债、A股的周期风格。**



## 重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，本公司力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保，据此投资，责任自负。

本报告版权归本公司所有，未获得本公司事先书面授权，任何机构和个人不得对本报告进行任何形式的复制、发表或传播。如需引用或获得本公司书面许可予以转载、刊发时，需注明出处为“招商银行”。任何机构、个人不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

本公司以往报告及本报告的内容及其准确程度不应作为日后任何报告的样本或担保。

招商银行版权所有。保留一切权利。

PRIVATE  
BANKING  
助您家业常青  
是我们的份内事

十二度荣膺《欧洲货币》杂志“中国区最佳私人银行”综合大奖，  
2022年包揽全部16个细分奖项。

成立16年来，招商银行私人银行持续创新，打造极致的金融服务体验，以全球化视野和  
本土化洞察，整合招行内外部资源，搭建“人-家-企-社”综合服务体系，为您个人、  
家族和企业提供财富管理、家业传承、企业投融资、慈善公益等优质服务。

更多信息，请致电 40066-95555 微信服务号: 招商银行私人银行



了解更多私行服务  
敬请垂询



招商银行  
CHINA MERCHANTS BANK

Private Banking  
私人银行