|2024 年第四季度宏观策略展望|

旭日东升，核心资产苏醒

文/东方红资产管理 权益研究团队

摘 要

1. **全球经济放缓，政策加码。**全球复苏动能趋弱，各国央行普遍进入降息周期。美国就业和通胀降温为降息创造条件，美联储降息有助于降低衰退风险。美国大选是四季度全球最重要的变量之一，将影响 2025 年美国乃至全球经济前景。国内经济方面，二季度以来内生动能走弱，经济现状与增长目标之间的差距需要政策来助力弥合。当前已进入逆周期政策发力的窗口期，9 月中央政治局会议是新一轮稳增长加码的明确信号，一揽子重磅政策超预期落地将有助于稳经济、稳市场。

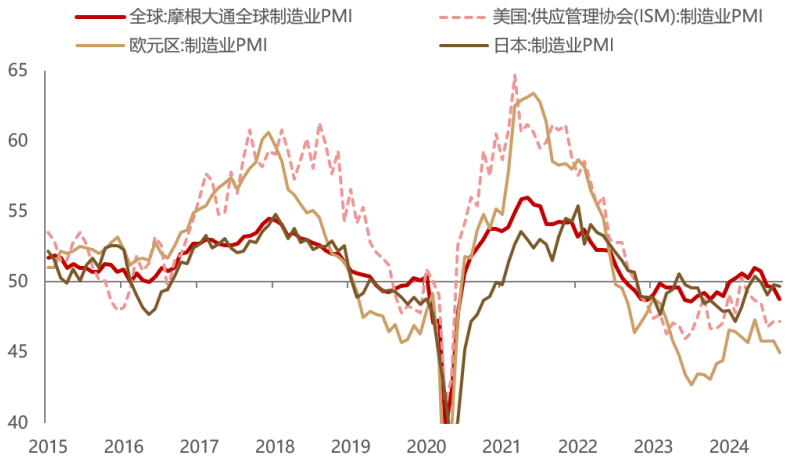
2. **权益资产重定价。**从经济周期和大类资产配置角度，过去两年股票是“高赔率、低胜率”资产，但在政策支持下，经济周期有望逐步迈向复苏，进而提高股票的胜率。居民存款余额从从 103 万亿增加到了 147 万亿，但由于风险偏好低，因此有资产配置需求的资金只能拥挤在货币或债券型基金里。随着央行创设结构性货币政策工具为市场提供流动性支持，中央政治局会议强调“要努力提振资本市场”，风险偏好的拐点或已确立，权益资产迎来重定价。市场底部形成过程中往往估值先行，当前主要宽基指数的估值经过快速上涨后，已回到历史中枢水平之上。从历史经验来看，牛市并非一蹴而就，在一轮典型的牛市中，早期往往依赖于流动性改善带来的估值修复，往后则需要基本面改善作为支撑。后续政策力度将助力基本面拐点形成，也关系到这轮行情的高度。过去几年国内经济压力和海外高利率的影响，核心资产遭到内资和外资的抛售，出现基本面与估值的双杀。在国内经济企稳回升美联储进入降息周期的条件下，核心资产具备估值和基本面双修复的潜力。

3. **风险与不确定性。**股市大幅波动风险，贸易摩擦升级风险。

一、 宏观经济

全球视角来看，经济复苏动能趋弱。9 月全球制造业 PMI 指数环比回落，录得 48.8%，已经连续三个月处于荣枯线之下，复苏不及预期。分区域看，发达经济体制造业 PMI 整体低迷，美国持平于 47.2%，日本回落至 49.7%，欧元区下降至 45.0%。全球经济放缓压力上升，通胀压力缓解，各国政府和中央银行或进入降息周期，加快放松货币政策或出台相关刺激政策措施。

图 1：全球制造业 PMI 指数三季度回落至荣枯线之下



数据来源：Wind，东方红资产管理

图 2：降息成为大多数央行的货币政策取向

国家/地区	时间	调整类型	调整幅度
美国	9月	降息	降息50bp，为2020年3月以来首次降息
加拿大	6月	降息	已经连续两次降息25个基点
欧元区	9月	降息	今年已经两次降息，共计50个基点
瑞士	9月	降息	3月、6月、9月连续三次降息25bp
英国	8月	降息	降息25bp，为2020年3月以来首次降息
中国	9月	降息	降息20bp，政策利率下调幅度为近四年最大
日本	7月	加息	年内迄今加息2次

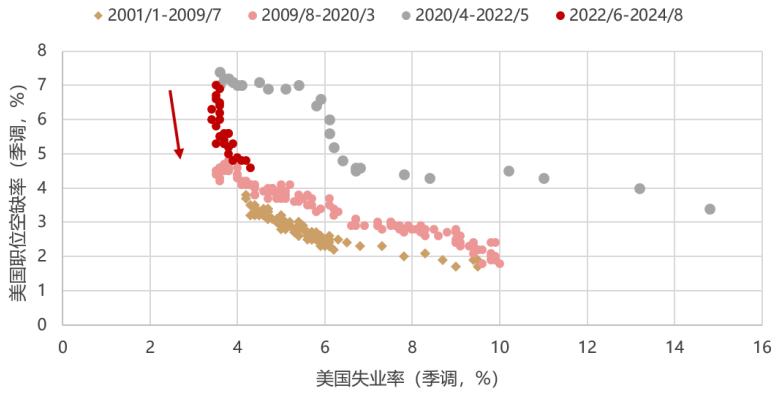
数据来源：Wind，东方红资产管理，时间均为 2024 年度

美国经济方面， 就业和通胀降温为美联储进入降息周期创造条件。美国企业雇佣需求放缓，职位空缺率下降，失业率已从去年低点 3.4%上升至 4.2%；

8 月 CPI 同比降至 2.5%，且与此前通胀降温主要由商品价格和房租增速回落推动不同，最“顽固”的非居住核心服务通胀，受益于劳动力市场的供需缺口缩小、工资增速的回落，也开始下降。

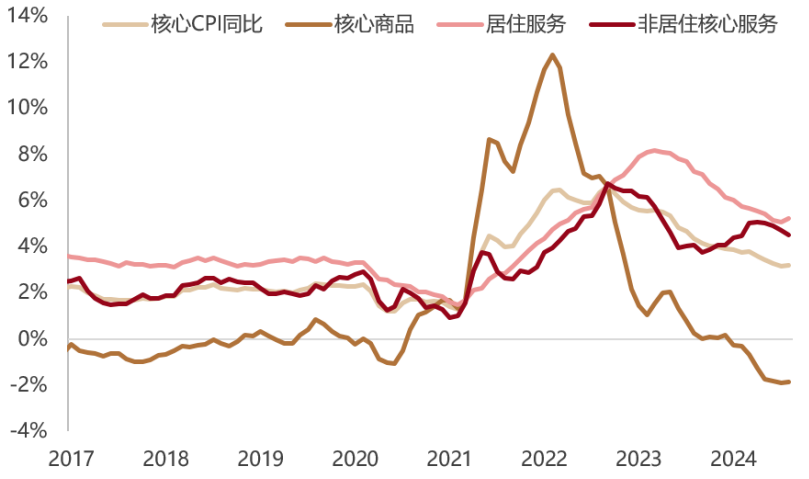
美联储的政策重心已经从控通胀转向防风险。为了防范就业进一步走弱的风险，美联储于 9 月首降 50bp，按照点阵图的指引，年内或再降 50bp。由于美联储加强风险管理，经济软着陆的概率上升。

图 3：职位空缺率回落到正常区间后，失业率可能加速上升



数据来源：Wind，东方红资产管理

图 4：最顽固的超级核心通胀开始回落

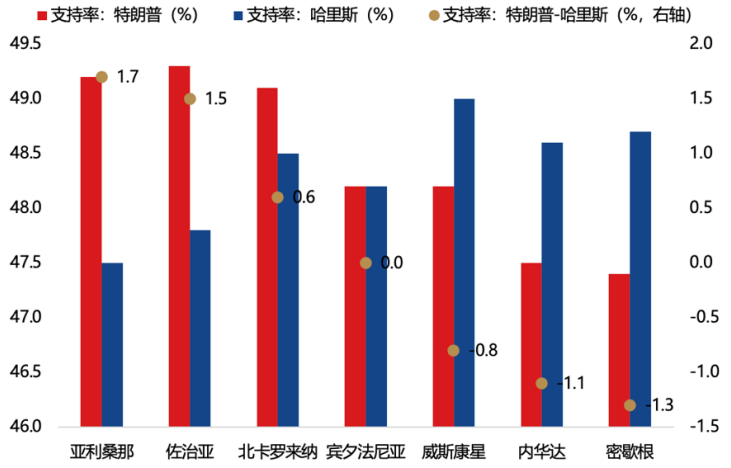


数据来源：Wind，东方红资产管理

美国大选是四季度全球最重要变量之一，哈里斯胜选概率上升，但美国大选输赢仍在伯仲之间。第二次电视辩论之后，博彩赔率变化显示天平正在

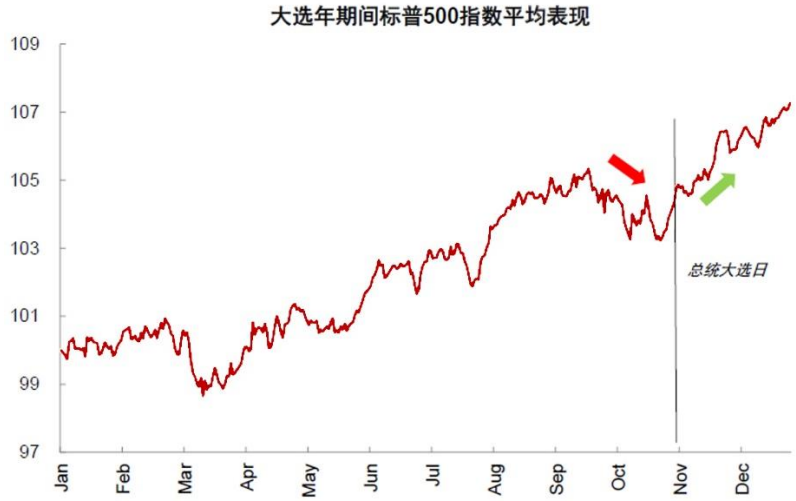
向哈里斯倾斜。但因为两人高度两极化的政策主张，真正的支持者恐怕不会因为一场辩论而摇摆；而在关键摇摆州，双方的差距仍然在统计误差范围之内，导致大选可预测性不高，悬念或需等到最后一刻才能揭晓。大选的不确定性将加剧美股在四季度的季节性效应。美股在 11 月大选月之前往往表现不佳，直到选举结果的公布、市场不确定性的消除，11-12 月的标普 500 指数通常会有更加出色的表现。

图 5：摇摆州民调，双方差距仍然非常接近



数据来源：RCP，东方红资产管理

图 6：大选之前美股往往表现不佳



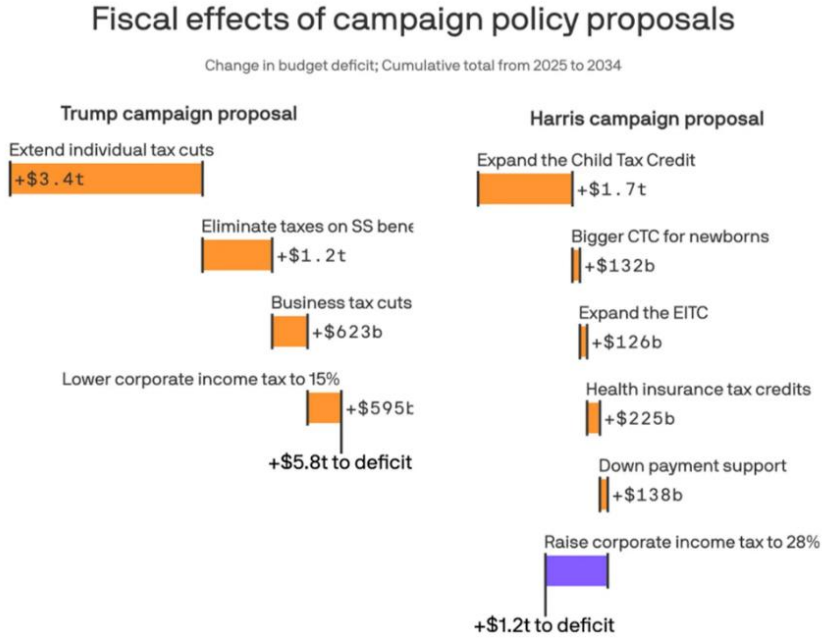
数据来源：Wind，东方红资产管理

中期来看，美国大选的结果可能对美国乃至全球经济产生深远影响，主要体现在政策变化、国际关系等方面。财政扩张已是两党共识，双方均可能推行减税，但差异较大：特朗普政策的核心是“美国优先”——通过对外加征关税，支付对内减税并补贴制造业回流；哈里斯政策的核心是“劫富济贫”——通过政府补贴给工薪家庭和小企业减税，但需要通过对富人和大企业加税弥补财政赤字。

尽管方向上截然不同，两者的政策均指向更高的赤字率：根据沃顿商学院的研究，特朗普的经济提案可能使美国联邦赤字在未来十年增加 5.8 万亿美元，哈里斯的计划可能增加 1.2 万亿的赤字。相较之下，特朗普对美国经济刺激作用更大，但也给通胀带来更大压力，哈里斯的情形下则相对更可控一些。

对于非美资产来说，贸易政策可能是一个关键区别。哈里斯可能延续拜登时期的温和贸易政策和技术领域的“小院高墙”；特朗普主张全面加征关税，包括对中国产品加征 60%的关税，对其他国家产品加征 10%的关税，这将给中美经济、全球供应链带来更大不确定性。

图 7：特朗普和哈里斯竞选提案对财政赤字的潜在影响



数据来源：Wind，东方红资产管理

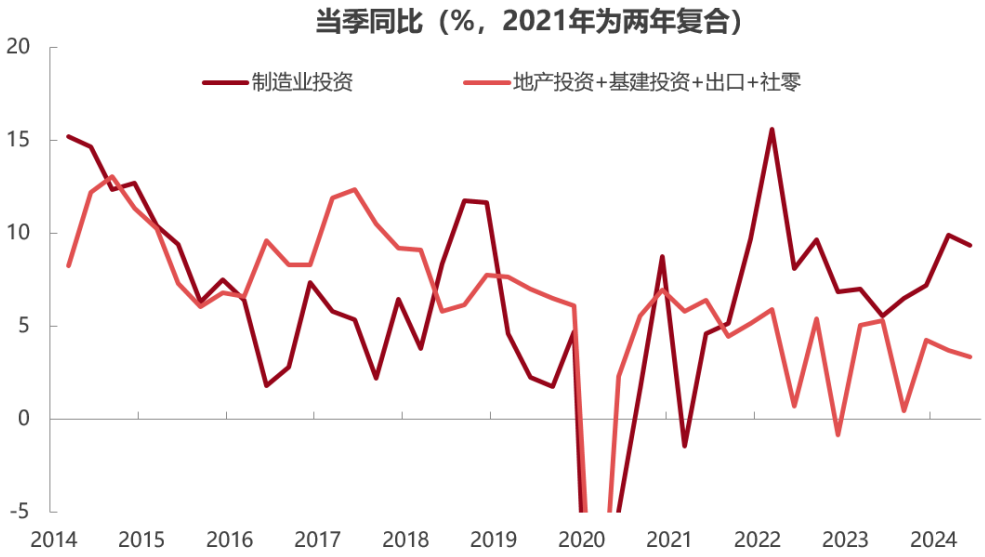
图 8：特朗普加征关税对美国核心通胀的影响估算

	中国+60%关税	其他国家+10%关税
核心商品占PCE比例	20%	20%
进口商品占核心商品的比例	35%	35%
目标国进口占所有进口比例	11%	89%
关税	60%	10%
对美国核心PCE的影响	**0.5%**	**0.6%**
	合计	1.1%

数据来源：Wind，PIIE，东方红资产管理

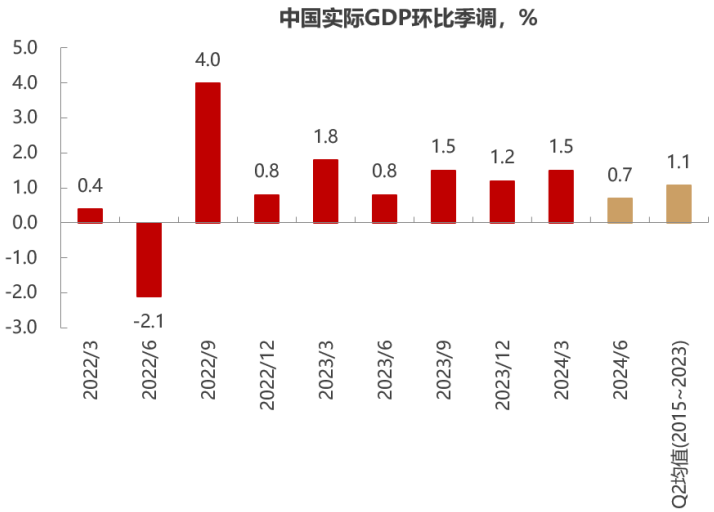
国内方面，当前中国经济运行出现一些新的情况和问题。内生动能走弱，呈现供需均不足的格局。二季度以来，经济数据走弱，PMI 持续处于荣枯线下方且进一步下降。需求端，以消费、房地产为代表的内需偏弱仍是影响经济增长的主要问题；供给端，有效需求的不足已经开始传导至供给端，工业生产和制造业投资增速开始放缓。从目前的情况来看，三季度 GDP 增速或下降，全年完成 5%的目标或面临一定压力。

图 9：需求增速走弱，供给增速也开始拐头向下



数据来源：Wind，东方红资产管理

图 10：二季度 GDP 季调环比低于近年来平均水平



数据来源：Wind，东方红资产管理

当前逆周期政策加码的触发条件已经逐渐成熟，进入发力窗口期。经济现状与增长目标之间的差距需要政策来助力弥合。二季度和三季度经济动能有明显放缓，考虑到二季度 GDP 季调环比仅有 0.7%，弱于近年来同期均值水平，若要完成年初“5%左右”的增长目标，下半年 GDP 的季调环比不能低于 1.4%，对稳增长提出更高要求。

稳汇率是所有逆周期政策的重要约束。随着美国进入降息周期，叠加中美在“加强中美宏观经济政策协调”上达成共识，外部环境对人民币的压力有所减弱，使得汇率对国内政策的约束也有所放松，将为短期宏观政策提供更多的灵活性和选择空间。

中央+地方财政支出增速明显低于名义 GDP 增长，显示财政政策实质执行层面呈现偏紧缩态势，与年初人大预算和 4 月、7 月中央政治局会议阐述的财政宽松的初衷有一定出入。去年在经济承压+财政收支存在缺口的情况下，11 月临时提高了赤字、增发了 1 万亿国债；而今年增长压力和财政压力均大于去年，10-11 月或迎来调整预算的窗口期。

外部政治环境更加严峻和复杂，对内生动能提出更高要求。贸易不均衡、产能过剩问题重回欧美视野，多个国家针对部分中国商品提高关税以及非关税的贸易保护政策，叠加去年四季度出口高基数，后续出口可能有一定压力，政策层面或将再评估内需的重要性。

图 11：人民币贬值压力缓解

数据来源：Wind，东方红资产管理

图 12：过去几个月中国在贸易上承受的压力上升

数据来源：Wind，东方红资产管理

9 月中央政治局会议是新一轮逆周期政策加码的明确信号。“十八大”以来首次在 9 月召开以“当前经济形势”为主题的中央政治局会议。通常情况下，中央政治局会议在 4、7、12 三个月份才会讨论经济话题，9 月份的会议一般不涉及经济问题。本次会议则一改往常的惯例，罕见地在 9 月召开的会议中专门部署经济工作，说明中央当前对经济发展高度重视，政策加码发力稳增长的决心也可见一斑。

9 月 24 日国新办新闻发布会宣布了货币政策组合拳，政策利率和存款准备金率罕见的同时以较大幅度下调，并对年底前再降准 25-50 个基点做前瞻指引，以支持实体经济；央行创设两项结构性货币政策工具（5000 亿元非银互换便利，3000 亿股票回购增持专项再贷款）以支持股市。9 月 26 日中央政治局会议表态积极，强调“正视困难、坚定信心，切实增强做好经济工作

的责任感和紧迫感”，明确提出“要加大财政货币政策逆周期调节力度”，加大力度的表述比 7 月“加强逆周期调节”更加积极；地产方面首提“促进房地产市场止跌回稳”；“干字当头”“为担当者担当、为干事者撑腰”鼓励主动作为。稳经济、稳市场的政策意图明显。

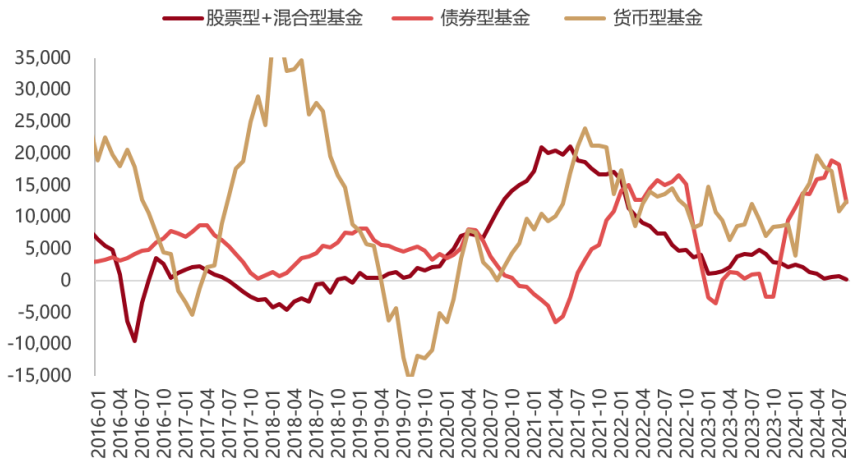
二、 市场展望

根据达里奥对经济周期的划分，一轮完整的经济周期包括繁荣期、衰退期、萧条期、复苏期。从大类资产比较角度，当前经济环境下股票具有“高赔率、低胜率”，但在政策支持下，经济周期有望逐步从萧条期迈向复苏期，进而提高股票的胜率。

过去两年，由于物价持续低迷，房地产市场表现不佳和股票市场持续震荡，债券成为最受关注的投资品种，因为其固定收益率在市场利率下降的情况下依然保持相对平稳，能够提供相对稳健的回报；其次为现金。2022 年以来，居民以存款形式存在的资产大幅增加，住户存款余额从 103 万亿增加到了 147 万亿。2024 年 1-8 月居民存款净增长 9.6 万亿，虽然低于 2022 年、2023 年同期，但仍居于历史高位。有资产配置需求的资金更多地拥挤在货币或债券型基金里，债券型和货币型开放式基金的份额合计较去年同期增加 2.47 万亿；而权益资产的流动性显著转弱，股基赎回压力大。

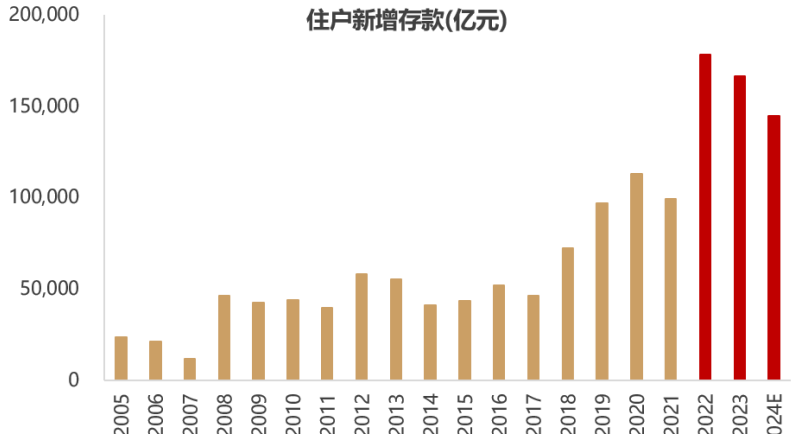
“政策组合拳”有望带来股市环境的改善和房地产市场的“止跌回稳”，在复苏期，投资者从股票市场上往往能获得更高的收益，A 股和港股有望从逼空式反弹走向更有持续性的反转。

图 13：公募基金份额同比变化（亿份）



数据来源：Wind，东方红资产管理

图 14：居民存款大幅增加



注：2024 年数据为 1-8 月数据年化处理。

数据来源：Wind，东方红资产管理

市场风险偏好低是本轮资产配置最重要的宏观原因，股债分位数剪刀差已达到历史极端高位。按照 CAPM 模型，股票预期收益率=无风险收益率+风险溢价，其中十年期国债利率的历史分位数是 2002 年以来最低的位置，但万得全 A 的风险溢价（ERP）则维持在 90%以上的极高位置。虽然 ERP 的测算本身包含十年期国债，但历史数据来看，ERP 分位数高不必然对应十年期国债分位数的低（比如 2013 年、2018 年），本轮则更多是市场自发的风险偏好走低。

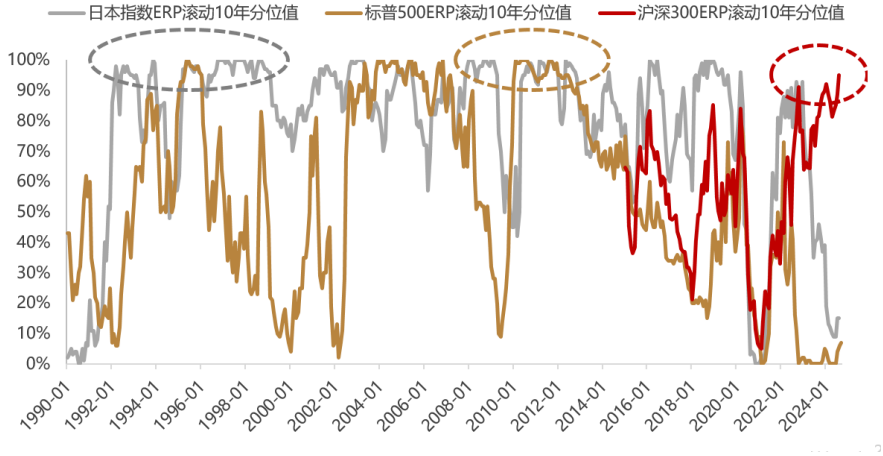
ERP 长期处于高位，这一情景与 90 年代的日本、2008 年~2012 年的美国

较为相似。背后的原因可能是经济增速换挡的背景下，实体部门对中长期预期发生变化，风险资产缺乏信用背书。

图 15：ERP 屡创新高，十年期国债屡创新低

数据来源：Wind，东方红资产管理

图 16：90 年代日本、2008-2012 年美国的风险溢价长期处于高位



数据来源：Wind，东方红资产管理

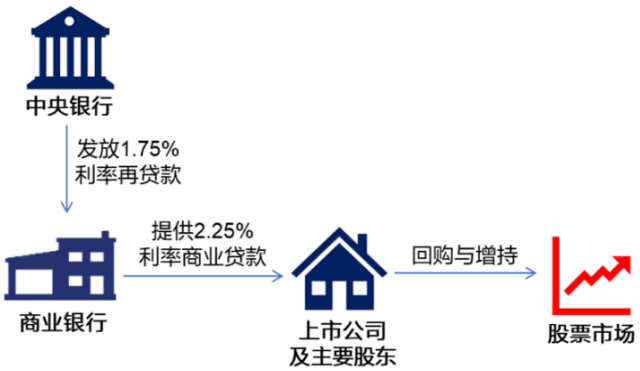
随着央行为市场提供大量流动性支持，风险偏好的拐点或已确立。央行创设的结构性货币政策工具（证券、基金、保险公司互换便利+股票回购增持专项再贷款）都是作用于股市流动性，前者直接投放流动性至非银机构，后者给上市公司提供了增量资金。尽管落地情况还取决于政策安排以及股东和机构的意愿，但政策本身有较大突破，创造性地打通了央行助力资本市场的通道，无疑将增强市场信心和估值修复。

在 9 月 26 日的中央政治局会议中，资本市场再次作为一个重点问题被提及，显示出政策对于其资金枢纽、预期引导功能的重视。政策目标是“要努力提振资本市场”，政策方向包括引导中长期资金入市、支持并购重组、中小投资者保护等。

图 17：证券、基金、保险公司互换便利业务流程示意图

数据来源：Wind，东方红资产管理

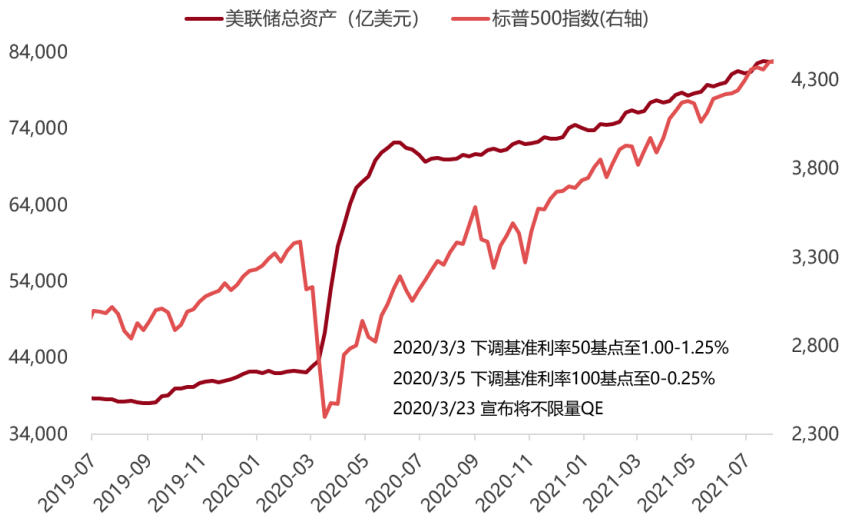
图 18：股票回购增持专项再贷款业务流程示意图



数据来源：Wind，东方红资产管理

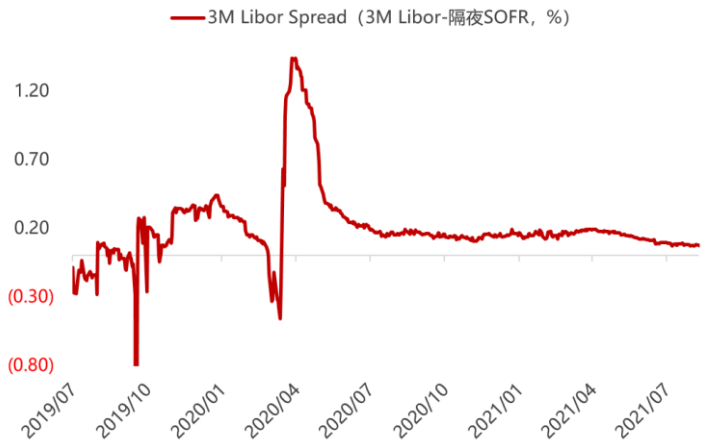
当资本市场遭遇危机或定价失灵时，政府直接或间接下场支持的举措并不少见。比如 1998 年亚洲金融危机时，香港金管局曾动用近 1200 亿港元买入恒指成份股，占其总市值的 6%，赢得金融保卫战。2020 年 3 月，为应对疫情带来的流动性冲击，美联储不仅降息至零并启动量化宽松计划，还史无前例地开始购买一些“坠落天使”（原投资等级较高却被降级为垃圾等级的企业债）。回顾历史，在各国央行提供大量流动性支持之后，流动性危机很快解除，风险资产迅速修复。

图 19：2020 年美联储扩表向市场注入流动性



数据来源：Wind，东方红资产管理

图 20：美联储救市后 Libor-OIS Spread 快速收窄，流动性危机解除



数据来源：Wind，东方红资产管理

在市场底部形成的过程中，往往估值先行。短期来看，随着一揽子重磅政策超预期落地，市场情绪面逆转信号较强。从券商近期开户情况来看，节前及假期开户量增长 2-6 倍，个别券商两周累计新开户量已接近往年一年新开户量水平。本轮政策出台之前，沪深 300 估值一度达到了历史上指数底部的极端水平，但经过快速上涨后，沪深 300 隐含风险溢价(ERP)已经直线回落到中枢水平附近，显示风险偏好的显著恢复。从各大宽基指数来看，截至 2024 年 9 月 30 日，上证 50、沪深 300、中证 500 的估值已经分别回到了过

去 5 年 80%、71%、68%的历史分位数；以茅指数/宁组合、恒生科技为代表的核心资产仍有一定的估值修复空间。

相比之下，基本面的拐点则还需等待。上市公司 2024 年中报的营收和利润增速进一步下滑，A 股非金融的中报营收增速由正转负至-0.6%，中报净利润增速降至-5.6%，较 2024 年一季度降幅扩大，总量下行的趋势仍未扭转。预计 A 股三季报总量层面上很难出现大幅改善。首先，A 股非金融利润增速与 PPI 的相关性较强，三季度 PPI 出现小幅回踩；其次，资产周转率压制 ROE，在收入改善/供给收缩之前修复较慢；此外，近期人民币汇率升值，对于上市公司三季报的汇兑损益也会产生影响。

图 21：A 股风险溢价一度达到极端高位，近期快速修复

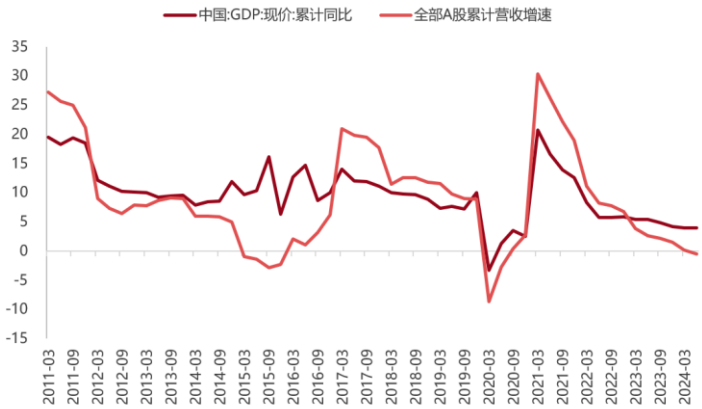
数据来源：Wind，东方红资产管理

图 22：各大宽基指数估值普遍修复

证券代码	指数	PE分位(5年滚动)		
		2024年9月	2024年2月	2021年2月
		(当前)	(近五年低点2635)	(近五年高点3732)
000001.SH	上证综指	84.1	2.0	99.7
399001.SZ	深证成指	43.2	0.1	99.8
399006.SZ	创业板指	28.6	0.0	97.2
000016.SH	上证50	80.0	9.6	99.8
000300.SH	沪深300	71.4	0.7	99.9
000905.SH	中证500	67.5	4.0	53.0
000852.SH	中证1000	57.3	2.4	44.6
399303.SZ	国证2000	37.9	0.9	29.5
000688.SH	科创50	67.0	1.4	78.7
000922.CSI	中证红利	84.1	47.7	39.6
8841415.WI	茅指数	20.7	0.0	99.9
8841447.WI	宁组合	22.4	0.0	99.8
HSTECH.HI	恒生科技	30.7	0.7	89.3

数据来源：Wind，东方红资产管理

图 23：A 股营收增速中报转负



数据来源：Wind，东方红资产管理

图 24：PPI 与 A 股盈利高度正相关

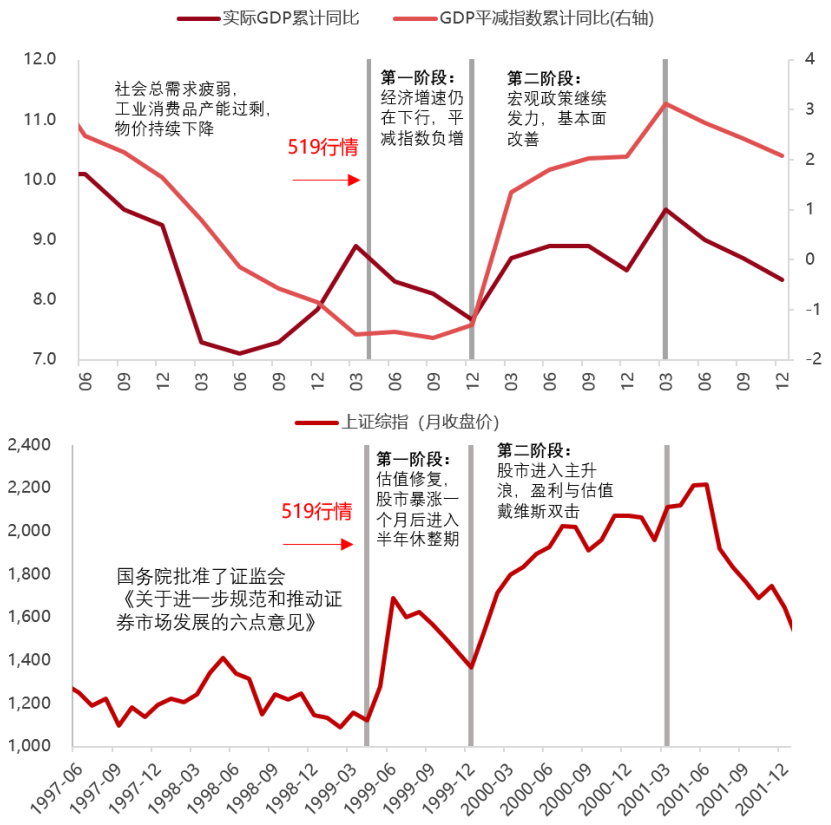
数据来源：Wind，东方红资产管理

随着政策托底对股市形成支撑，基本面的修复将决定股市上限。牛市并非一蹴而就，早期往往依赖于流动性改善带来的估值修复，往后则需要基本面改善作为支撑。参考“519 行情”经验，行情启动的催化剂是资本市场政策突然发力，点燃市场情绪，股市在暴涨 1 个月后进入休整期，直到基本面改善，迎来了戴维斯双击的行情主升浪。

后续或仍有更多政策可期以扭转基本面。从需求侧看，近日政策“组合拳”出台，经济尾部风险有所降低。但短期来看，货币政策对需求的拉动可能有限，如果要改善经济增长前景，可能有待更多的需求侧刺激措施，并且

不是一次性的——尤其是财政政策的发力，这是托底基本面的关键。下一个常规的观察时点在 10 月下旬的全国人大常委会会议，在此之前也需要关注国常会、财政部相关会议采访等。从供给侧看，部分行业产能过剩不仅影响企业盈利，也在国际上遭遇相应压力，对应化解措施或将是四季度值得期待的关键政策。

图 25：1999 年“519 行情”的复盘经验



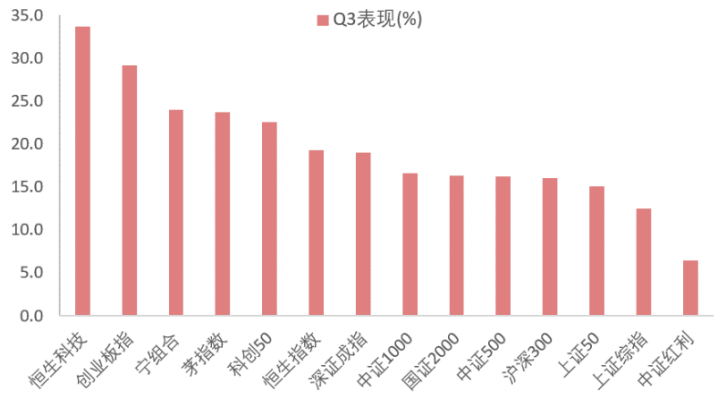
数据来源：Wind，东方红资产管理，历史数据仅供展示，不代表未来表现。

中期策略的逻辑在兑现，从防御转向进攻。在经济增速放缓阶段，投资者倾向于缩短资产久期；而进入经济、盈利企稳复苏阶段，核心资产往往率先企稳并迎来修复。

上半年中债利率下行+美债利率上行，红利资产的特点是短久期、低增长，一定程度上具有“类现金”的特征，且受美债影响较小，因此在上半年较受欢迎。随着下半年国内经济预期改善，美国劳动力市场和通胀都在降温，也有望等来降息预期的兑现，美中利差有望收敛，那么以茅指数、宁指数、

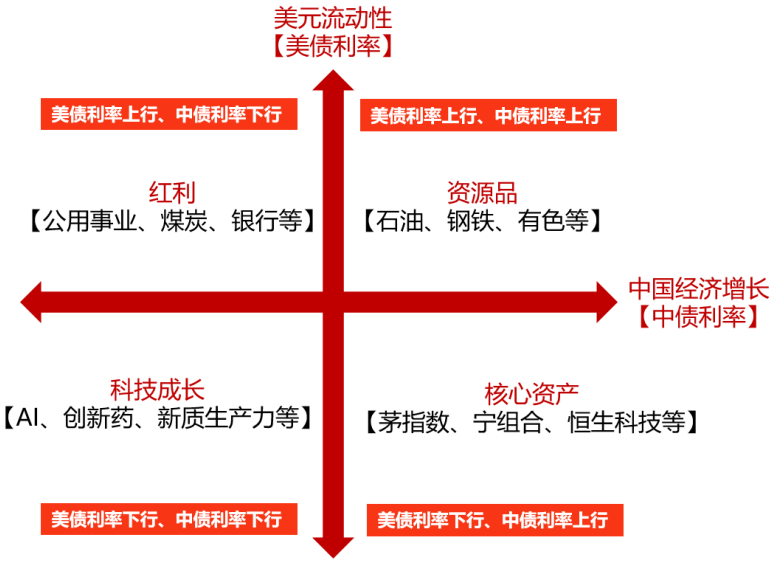
恒生科技为代表的核心资产更加值得关注。在中债利率企稳之前，科技成长也有机会。

图 26：三季度主要宽基指数表现



数据来源：Wind，东方红资产管理

图 27：内外双视角下的 A 股优势风格



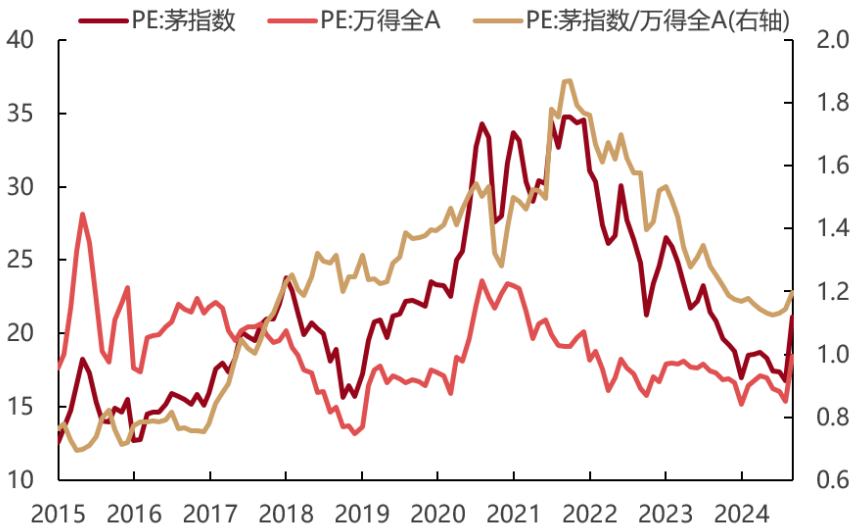
数据来源：Wind，东方红资产管理

核心资产具备基本面和估值双修复的潜力。由于过去几年国内经济压力和海外高利率的影响，核心资产遭到内资和外资的抛售，出现基本面与估值的双杀。以茅指数为参考，当前 PE 和 PB 都处于过去五年的 20%滚动分位数左右。在经济企稳回升的条件下，核心资产的宏观风险也有望得到更合理的

评估。

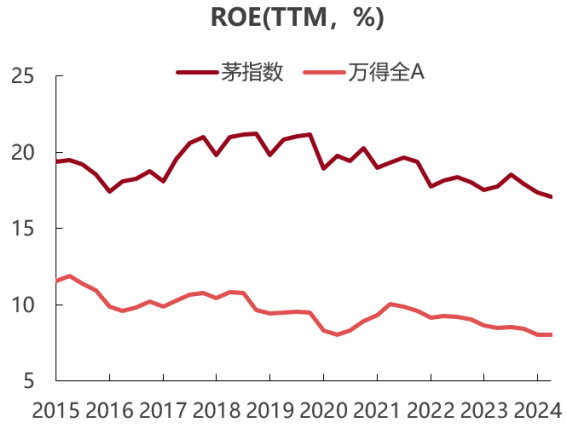
此外，以茅指数为代表的核心资产表现与美债利率呈显著的负相关性，过去几年受到高利率环境的压制，在美联储降息周期有望得到估值的修复。若国内宏观政策效果显现，美联储降息给全球市场增添流动性，有望带来核心资产的戴维斯双击。

图 28：茅指数的相对估值仍在底部



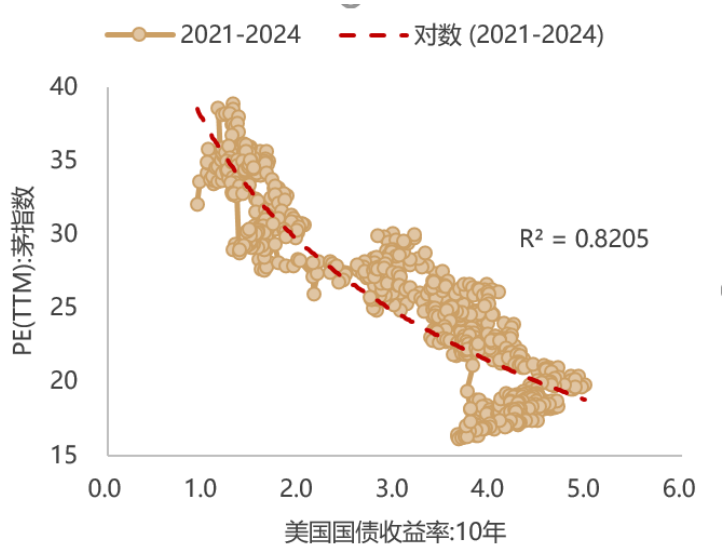
数据来源：Wind，东方红资产管理

图 29：茅指数 ROE 优势依然非常明显



数据来源：Wind，东方红资产管理

图 30：茅指数估值与美债利率呈显著的负相关性



数据来源：Wind，东方红资产管理

三、 风险与不确定性

1. **股市大幅波动风险：**股市过快上涨可能带来波动加剧的风险，类似 2015 年“杠杆牛”暴涨暴跌的情况，既不会带来财富效应拉动消费，而且容易导致金融风险积累。在短期暴涨后，可能会进入一个震荡期，若政策落地效果不及预期，股市也可能出现较大幅度的回调。
2. **贸易摩擦升级风险：**一方面，假如共和党候选人特朗普在 11 月的美国大选获胜，可能对中国商品加征更高额的关税，加剧中美关系紧张局势；另一方面，还需考虑对其他国家关税的传染效应。美国的对华政策向它的盟友包括欧洲释放信号，其他国家可能跟随美国对中国产品征收更高的关税，将使得当前拉动中国经济的出口和制造业投资，以及中国的优势产业面临地缘政治和贸易壁垒的挑战。

风险提示：

本材料中所述内容仅供一般参考，不代表东方红资产管理的任何意见或建议，东方红资产管理不对任何依赖于本材料任何内容而采取的行为所导致的任何后果承担责任。本材料所载信息截止至 2024 年 10 月有效，前瞻性陈述具有不确定性风险。本材料知识产权归东方红资产管理所有，未经允许请勿转发、转载、截取或完整使用本材料所载内容。