

# 把握新一轮改革投资机遇——2024年秋季宏观经济与资本市场展望

## 投资要点：

**国内宏观经济展望：提质增效，蓄能加力。(1) 短期有波动，长期仍向好。**二季度国内经济小幅波动，既有短期因素影响，也存在诸多困难与挑战。但从中长期看，经济稳定向好的趋势并没有改变：经济高质量发展持续推进，新质生产力发展取得积极成效；内需拉动经济增长的动力作用显著，可靠性增强；对外贸易竞争力不断增强，外循环质量和水平持续提升；宏观政策效力持续显效，后续有望进一步支撑经济增长。**(2) 发展新质生产力是首要任务。**人口结构和地产周期拐点之后，中国经济中长期发展机会主要聚焦两点：一是供给侧提高全要素生产率来弥补人口红利退潮损失；二是从需求侧看，供给创造需求，寻找新产业新产品填补房地产的空缺。而这两点均指向于加快发展新质生产力，依靠持续的科技创新来推动新产业不断涌现和发展，在供给侧通过科技创新提升生产效率弥补人口红利损失，在需求侧通过高质量供给创造需求。**(3) 宏观政策持续用力更加给力。**下半年宏观政策支持力度预计会进一步加大，后续增量政策可期；多管齐下形成合力，有望积极提振内需，不断夯实经济高质量发展基础。

**海外宏观经济展望：降息渐近，警惕波动。(1) 美联储降息周期即将启动。**海外宏观影响最大的主线之一是美联储降息周期即将启动，最早或在9月。一方面，持续高利率下，美国经济已明显放缓，尤其是就业市场的冷却值得关注，美联储降息以呵护经济的必要性在上升。另一方面，经济环比走弱带动通胀下行，叠加近期衰退交易和特朗普交易对大宗商品价格的冲击，美联储面临的通胀约束明显弱化。**(2) 海外不确定性明显提升。**在美元流动性有望转松的背景，海外经济和大类资产的波动率或维持偏高水位，不确定性明显提升。一方面，美国大选选情较为焦灼，市场在11月前或反复交易特朗普和哈里斯上台情景。另一方面日央行加息引发的日元套利受冲击，后续仍需观察。

**资本市场展望：(1) 利率：货币政策大概率仍偏宽松，利率也有望维持低位。**美联储货币政策大概率转向+政治局会议定调宏观政策要持续用力更加给力，后续货币政策或仍偏宽松。**(2) A股：当前积极因素正在不断累积，后续可以更加乐观。**一是盈利周期有望触底回升；二是资本市场高质量发展持续推进；三是市场估值处于历史低位。结构上重点关注红利深度价值和科技创新方向。**(3) 美股：短期看美股上涨动能相对有限，内部结构或驱向再平衡。**当前美股估值处于偏高水平，消化估值需要时间。内部结构看，美股板块分化明显，AI相关板块拥挤度和估值偏高，而顺周期、资源品及小盘股估值相对合理，市场再平衡的诉求加大。**(4) 美债：衰退交易消退，短期或偏震荡。**衰退交易退潮+对降息预期较为乐观，短期看美债利率或偏震荡，再度下行仍需更多数据观察。**(5) 大宗商品：略有分化。**能源、工业金属短期或仍承压，需要看到需求端的回暖，而受益于降息和美国宽财政，黄金中长期逻辑并未受到冲击，总体仍看好黄金。

**风险提示：经济数据不及预期、海外市场大幅波动、地缘政治风险。**

## 团队成员

分析师： 燕翔(S0210523050003)  
 yx30128@hfzq.com.cn  
 分析师： 许茹纯(S0210523060005)  
 xrc30167@hfzq.com.cn  
 联系人： 石琳(S0210123100047)  
 sl30332@hfzq.com.cn

## 相关报告

- 1、一周综评与展望：七月数据出炉，经济总体向稳——2024.08.18
- 2、经济数据点评：运行总体平稳，延续回升向好——2024.08.15
- 3、巴菲特大幅减持苹果逻辑探析——全球热点观察系列（6）——2024.08.15



## 正文目录

1 三中全会描绘中国式改革新蓝图 .....	3
1.1 历届三中全会定调中长期改革方向与目标 .....	3
1.2 二十届三中全会：进一步全面深化改革 .....	4
2 国内宏观经济展望：提质增效，蓄能加力 .....	8
2.1 短期有波动，长期仍向好 .....	8
2.2 发展新质生产力是首要任务 .....	9
2.3 宏观政策持续用力更加给力 .....	11
3 海外宏观经济展望：降息渐近，警惕波动 .....	13
3.1 美联储降息周期即将启动 .....	13
3.2 海外不确定性明显提升 .....	16
4 资本市场展望 .....	20
4.1 利率：有望维持低位 .....	20
4.2 A股：积极因素不断累积 .....	21
4.3 美股：短期或趋向再平衡 .....	23
4.4 美债：衰退交易消退，短期或偏震荡 .....	25
4.5 大宗商品：略有分化 .....	26
5 风险提示 .....	28

## 图表目录

图表 1： 2019 年以来实际 GDP 同比增速走势 .....	8
图表 2： 我国商品房销售面积与房屋新开工面积走势（亿平方米） .....	10
图表 3： 中国与 G7 国家（除法国）本科毕业生人数对比（万人） .....	11
图表 4： 截至 8 月上旬，市场隐含美联储 9 月降息、全年降息 100BP 预期 .....	13
图表 5： 7 月新增非农就业继续走弱，失业率提升 .....	14
图表 6： 降息前后各项经济数据持续降温，PMI、非农和工业生产最为明显 .....	14
图表 7： 按环比 0.2% 估计，8-9 月美国 CPI 同比有望降至 2.7% .....	15
图表 8： 按市场预期，2024 年美国经济增长或由上年的 2.5% 降至 2.3% .....	15
图表 9： 2022 年以来全球地缘政治风险中枢提升 .....	16
图表 10： 截至 8 月 7 日，哈里斯支持率（47.4%）反超特朗普（46.9%） .....	17
图表 11： 特朗普和拜登/哈里斯的政策纲领异同点 .....	18
图表 12： 7 月中旬开始日元经历明显升值 .....	19
图表 13： 按市场预期，2024 年日本经济增长或由上年的 1.8% 降至 0.3% .....	19
图表 14： 2011 年以来 1 年期、10 年期和 30 年期国债到期收益率走势（%） .....	20
图表 15： 当前上市公司盈利处于周期底部（%） .....	21
图表 16： 主要宽基指数 PE 估值所处近 10 年自下而上分位数 .....	22
图表 17： A 股按市盈率分组的收益率中位数 .....	22
图表 18： 全球半导体销售额同比增速仍处于上升阶段 .....	23
图表 19： 截至 7 月下旬，标普 500 远期估值提升至 22.8X .....	24
图表 20： 截至 7 月底，美股前十大公司市值占比为 35.6% .....	24
图表 21： 截至 8 月上旬，美股估值历史分位数仍相对偏高 .....	25
图表 22： 美股中信息技术板块的估值分位数仍相对偏高 .....	25
图表 23： 7 月下旬以来美债利率先大幅下行，后又明显回升 .....	26
图表 24： 美联储首次降息前后的大类资产走势 .....	27
图表 25： 2024 年美国赤字率有望从上年的 6.3% 提升至 6.5% .....	27



## 1 三中全会描绘中国式改革新蓝图

### 1.1 历届三中全会定调中长期改革方向与目标

一中二中部署人事，三中研究经济与改革。从十一届三中全会拉开改革开放的序幕之后，三中全会承担起了研究经济发展与体制改革的任务，很多重大政策会在三中全会时出台。历届三中全会中心议题与关键词的变化，一定程度上能够反映出我国经济发展与制度改革不断摸索前进。

十一届三中全会的召开实现了伟大历史转折。会议指出，全国揭批林彪、“四人帮”的政治大革命取得了伟大的胜利，国民经济得到了进一步的恢复和发展，全国出现了安定团结的政治局面，我国外交政策得到了重大进展；所有这一切，都为全党把工作着重点转移到社会主义现代化建设上来准备了良好条件。会议作出了把党和国家工作中心转移到经济建设上来、实行改革开放的历史性决策，这标志着我国进入了改革开放和社会主义现代化建设新时期。

十二届三中全会进一步推进了我国经济体制的全面改革。会议通过了《中共中央关于经济体制改革的决定》，阐明了加快以城市为重点的整个经济体制改革的必要性、紧迫性，规定了改革的方向、性质、任务和各项基本方针政策，是指导我国经济体制改革的纲领性文件。本次三中全会将经济体制改革的重点从农村转向城市，同时提出了有计划地发展社会主义商品经济，打破了原有计划经济和商品经济对立的传统观念，对促进我国经济改革有着重要意义。

十三届三中全会为深化改革扫清了道路。会议指出，改革 10 年来，我国总的经济形势是好的，但存在的困难和问题不少，突出的是物价上涨幅度过大。为了创造理顺价格的条件，为了经济建设持续、稳步、协调地发展，必须在坚持改革、开放总方向的前提下，认真治理经济环境和整顿经济秩序。会议原则通过了《关于价格、工资改革的初步方案》和《中共中央关于加强和改进企业思想政治工作的通知》。本次三中全会后，中国经济的发展进入了整顿经济秩序、治理经济环境、全面深化改革的阶段，1989 年至 1990 年，经济增速虽然明显放缓，但为后续经济健康、持续、稳步协调发展奠定了重要的基础。

十四届三中全会确立了社会主义市场经济体制。会议审议并通过了《中共中央关于建立社会主义市场经济体制若干问题的决定》，把党的十四大确定的经济体制改革的目標和基本原則系统化、具体化，是我国建立社会主义市场经济体制的总体规划，是九十年代进行经济体制改革的行动纲领。以邓小平同志 1992 年年初重要谈话和党的十四大为标志，我国改革开放和现代化建设事业进入了一个新的发展阶段，本次三中全会作出了建立社会主义市场经济体制的重大决定、构建了社会主义市场经济体系的基本框架、明确了后续经济体制改革的方向和终点，对于我国经济体制改革和发展都具有重大而深远的影响。



十五届三中全会集中研究了农业和农村问题。会议认为，农业、农村和农民问题是关系我国改革开放和现代化建设全局的重大问题；完成十五大确定的我国跨世纪发展的宏伟任务，必须进一步加强农业的基础地位。会议审议通过了《中共中央关于农业和农村工作若干重大问题的决定》，提出了到2010年，建设有中国特色社会主义新农村的奋斗目标，并确定了实现这些目标必须坚持的方针。本次三中全会对于开创我国农业和农村工作新局面具有重大意义。

十六届三中全会进一步完善了社会主义市场经济体制的建设。会议强调，为适应经济全球化和科技进步加快的国际环境，适应全面建设小康社会的新形势，必须按照十六大提出的建成完善的社会主义市场经济体制和更具活力、更加开放的经济体系的战略部署，加快推进改革，进一步解放和发展生产力，为经济发展和社会全面进步注入强大动力。本次三中全会审议通过了《中共中央关于完善社会主义市场经济体制若干问题的决定》以及《中共中央关于修改宪法部分内容的建议》，提出坚持以人为本，树立全面、协调、可持续发展观和“五个统筹”的新要求，明确了完善社会主义市场经济体制的目标和主要任务，部署了完善社会主义市场经济体制的工作重点。

十七届三中全会进一步深入农村改革，研究了新形势下推进农村改革发展的若干重大问题，并审议通过了《中共中央关于推进农村改革发展若干重大问题的决定》。会议认为在改革开放30周年之际，系统回顾总结我国农村改革发展的光辉历程和宝贵经验，进一步统一全党全社会认识，加快推进社会主义新农村建设，大力推动城乡统筹发展，对于全面贯彻党的十七大精神，深入贯彻落实科学发展观，夺取全面建设小康社会新胜利、开创中国特色社会主义事业新局面，具有重大而深远的意义。

十八届三中全会提出了要在新的历史起点上全面深化改革。会议审议通过了《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》，提出了全面深化改革的总目标，并对全面深化改革做出了系统部署，要求到2020年，在重要领域和关键环节改革上取得决定性成果，形成系统完备、科学规范、运行有效的制度体系，使各方面制度更加成熟更加定型。本次三中全会形成了改革理论和政策的一系列新的重大突破，涉及范围广、程度深、层次高，对新时代我国的改革发展起到了重大推进和引领作用。

十九届三中全会聚焦于深化机构改革。会议提出，深化党和国家机构改革是推进国家治理体系和治理能力现代化的一场深刻变革。党和国家机构职能体系是中国特色社会主义制度的重要组成部分，是我们党治国理政的重要保障。会议审议通过了《中共中央关于深化党和国家机构改革的决定》和《深化党和国家机构改革方案》，提出深化党和国家机构改革的指导思想、目标以及首要任务，对于推进国家治理体系和治理能力现代化、推动党和国家事业发展都具有重大意义。

## 1.2 二十届三中全会：进一步全面深化改革

中国共产党第二十届中央委员会第三次全体会议（以下简称三中全会），于2024



年7月15日至18日在北京举行。会议审议通过了《中共中央关于进一步全面深化改革、推进中国式现代化的决定》。2024年7月21日，新华社正式发布了《中共中央关于进一步全面深化改革 推进中国式现代化的决定》（以下简称《决定》）。

《决定》全文共计2万余字，共15个部分、60条、分三大板块，提出了300多项重要改革举措，构建了“进一步全面深化改革”的总体框架，涉及的改革范围广泛、重点突出，既是党的十八届三中全会以来全面深化改革的实践续篇，也是新征程推进中国式现代化的时代新篇。此次二十届三中全会以及《决定》全文，全面擘画了未来中国式现代化的改革蓝图，鼓舞人心、催人奋进、意义重大。

我们认为，二十届三中全会及《决定》有四方面政策信号值得重点学习理解：

### 一是明确了进一步全面深化改革的总目标和具体部署。

三中全会明确了进一步全面深化改革的总目标。全会指出，进一步全面深化改革的总目标是继续完善和发展中国特色社会主义制度，推进国家治理体系和治理能力现代化。这是改革的长期目标，是对十八届三中全会全面深化改革总目标的延续和进一步深化。全会同时提出，到2035年，全面建成高水平社会主义市场经济体制，中国特色社会主义制度更加完善，基本实现国家治理体系和治理能力现代化，基本实现社会主义现代化，为到本世纪中叶全面建成社会主义现代化强国奠定坚实基础。到2029年中华人民共和国成立八十周年时，完成本决定提出的改革任务。从公报公布的2029年、2035年目标来看，进一步全面深化改革的目标和方向明确，后续相关工作预计将有序推进，全会提出的总目标在此前全面深化改革的基础上进一步延续并推进，体现了改革决心之坚定。

三中全会对进一步全面深化改革作出了系统部署。十八届三中全会改革提出了全面深化改革，内容涉及经济体制、民主政治、先进文化、社会民生、生态文明以及党的建设六大领域。本次三中全会在此基础上提出要聚焦构建高水平社会主义市场经济体制、聚焦发展全过程人民民主、聚焦建设社会主义文化强国、聚焦提高人民生活品质、聚焦建设美丽中国、聚焦建设更高水平平安中国、聚焦提高党的领导水平和长期执政能力，并围绕这七大领域对进一步全面深化改革作出了系统性部署。总体来看，本次全会构建了“进一步全面深化改革”的总体框架，涉及的改革范围广泛、重点突出。

### 二是提出高水平社会主义市场经济体制是中国式现代化的重要保障。

在经济领域，构建高水平社会主义市场经济体制，无疑是进一步全面深化改革的重中之重。改革开放以来，社会主义市场经济体制的建立，是中国特色社会主义重大的理论和实践创新。党的十九届四中全会将社会主义市场经济体制上升为基本经济制度，党的二十大报告明确提出构建高水平社会主义市场经济体制。此次三中全会又进一步指出，高水平社会主义市场经济体制是中国式现代化的重要保障，并



且要在 2035 年全面建成高水平社会主义市场经济体制，进一步凸显了其重要性。

我们认为，构建高水平社会主义市场经济体制，核心就是要统筹发挥好有效市场和有为政府两方面优势，使其深度结合、相互赋能，为中国经济发展注入强劲动力。

一方面，要充分发挥市场经济的效率优势。利用市场经济机制，创造更加公平、更有活力的市场环境，实现资源配置效率最优化和效益最大化。在基本经济制度方面，此次三中全会公告再次强调了要坚持“两个毫不动摇”，促进各种所有制经济优势互补、共同发展。国有资本和国有企业做强做优做大，要为非公有制经济发展营造良好环境、提供更多机会。此外，加快建设高标准市场体系是一项重大改革任务，《决定》明确了构建全国统一大市场、推进要素市场化改革、完善市场经济基础制度等三方面关键改革举措，这些改革措施的落地将极大地增强我国社会主义市场经济运行效率。

另一方面，要充分发挥社会主义的体制优势。市场经济一来不是免费的、二来存在市场失灵问题，这都需要通过有为政府处理解决。此次三中全会公告提出科学的宏观调控、有效的政府治理是发挥社会主义市场经济体制优势的内在要求，这一判断鞭辟入里意义非凡。根据三中全会精神，发挥体制优势，未来的方向是要完善宏观调控制度体系，统筹推进财税、金融等重点领域改革，增强宏观政策取向一致性。这其中，财税体制改革要解决寻找新税源摆脱土地财政、地方政府财权事权不匹配、直接税间接税比例优化等重要问题，金融体制改革要锚定建设金融强国目标、扎实推进金融支持实体经济助力新质生产力发展需要，这些都是未来需要重点关注的具体改革方向。

### 三是构建高质量发展体制机制、塑造发展新动能新优势。

当前我国经济已由高速增长阶段转向高质量发展阶段，发展方式转变、产业结构升级、增长动能转换，在追求经济增长的数量之外，更对经济增长的质量提出了新的要求。此次三中全会进一步强调了高质量发展是全面建设社会主义现代化国家中的首要任务，提出必须以新发展理念引领改革，塑造发展新动能新优势，要健全因地制宜发展新质生产力体制机制。

从实际情况来看，我国新质生产力发展取得了积极成效，并带动经济高质量发展稳步推进。今年上半年，我国规模以上高技术制造业增加值同比增长 8.7%，增速高于全部规模以上工业 2.7 个百分点；高技术制造业投资和高技术服务业投资分别同比增长 10.1%和 11.7%，高于全部固定资产投资增速 6.2 和 7.8 个百分点。推动经济高质量发展、塑造发展新动能新优势仍将是“进一步全面深化改革”的重要内容。

经济高质量发展的过程中还需要切实防范化解重大风险，只有守住不发生系统性风险的底线，才能为高质量发展创造有利的环境和条件。全会提出，要统筹好发



展和安全，落实好防范化解房地产、地方政府债务、中小金融机构等重点领域风险的各项举措。近些年来，我国在相关领域已经出台了一系列政策取得了初步成效，例如今年推出了包括降低首付比、取消房贷利率下限、下调公积金贷款利率、推动消化存量商品住房等在内的房地产优化调整政策，6月份，房地产市场出现了部分边际好转的迹象。不过当前房地产市场整体仍较为低迷，地方政府隐性债务压力不可忽视，中小金融机构风险还需高度关注，后续在促进房地产库存去化、优化中央和地方政府债务结构、金融机构高质量差异化发展等方面进一步政策也值得期待。

**四是全方位多角度布局中国式现代化建设方针，包括城乡、开放、法治、安全等多个方面。**

中国式现代化建设是一个全面而深刻的发展过程，它不仅仅体现在经济领域，更是体现在政治、文化、社会民生、生态文明、国家安全、党的建设等方方面面。此次三中全会对中国式现代化建设作出了全方位多角度布局，包括城乡融合发展、开放、发展全过程人民民主、法治、物质文明与精神文明相协调、在发展中保障和改善民生、人与自然和谐共生、国家安全、国防和军队现代化、党的领导、走和平发展道路等多个维度。

**城乡融合发展是中国式现代化的必然要求，也是后续政策重点发力所在。**新时代我国社会主要矛盾已经转化为人民日益增长的美好生活需要和不平衡不充分的发展之间的矛盾，而现阶段我国发展最大的不平衡是城乡发展不平衡、最大的不充分是农村发展不充分，推动城乡融合发展是缓解主要矛盾的重要途径。在传统的劳动力、资本等增长动力趋缓背景下，区域和城乡一体化能够通过降低分割度的形式，促进生产要素和公共资源在城乡间流动，以城带乡、以工促农，为经济增长提供新的动力，同时缩小城乡发展差距。此外，新型城镇化的持续推进也有助于推动房地产市场的高质量发展。本次三中全会提出，城乡融合发展是中国式现代化的必然要求，必须统筹新型工业化、新型城镇化和乡村全面振兴，促进城乡共同繁荣发展。促进城乡融合发展不仅能够有效缓解发展不平衡不充分问题，有利于促进社会和谐稳定，还将有效提高供给质量、拓宽需求空间。

**开放是中国式现代化的鲜明标识，必须坚持对外开放基本国策。**以开放促改革、促发展是中国改革发展的成功实践，截至2023年，中国已经发展成为全球最大的工业生产国和出口国，同时也是全球第二大进口国，深度嵌入到全球价值链和经贸体系中。坚持对外开放，一方面有助于强化国内出口的优势地位，通过全球市场获取更大增长空间，并在全球市场中提升产业竞争力，另一方面依托国内大市场及持续优化营商环境，有助于提升对外资的吸引力度，建设更高水平的开放型经济新体制。《决定》就对外开放作了专门部署，内容涉及扩大制度型开放、外贸体制改革、外商投资和对外投资管理、优化区域开放布局、完善推进高质量共建“一带一路”机制等。我国正在逐步形成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，对外开放的进一步推进不仅有助于我国新发展格局的建立，还将推动我国国际竞争力进一步增强、国际影响力持续提升。

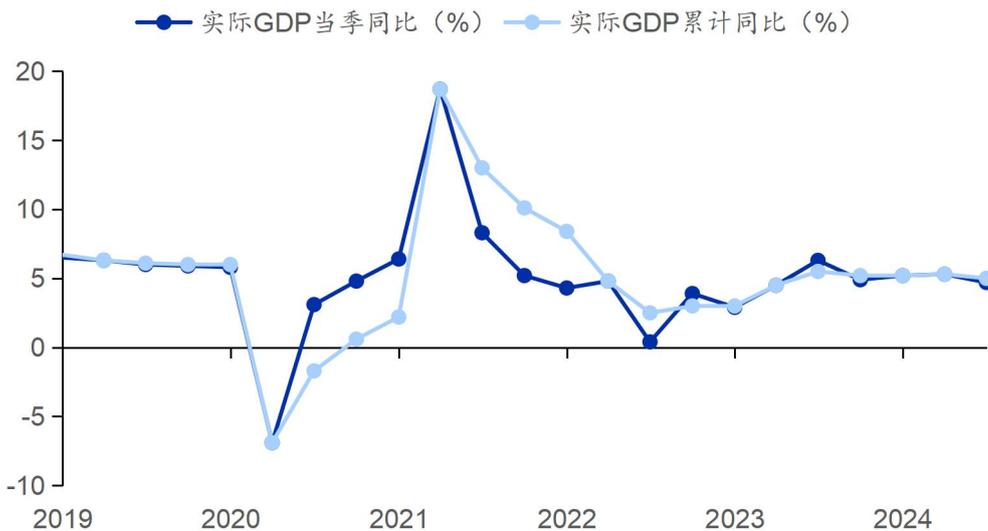
## 2 国内宏观经济展望：提质增效，蓄能加力

### 2.1 短期有波动，长期仍向好

我国经济增长总体保持平稳。根据统计局公布的最新数据，今年上半年，我国GDP为616836亿元，同比增长4.1%。按不变价格计算，2024年上半年GDP同比增长5.0%，经济运行整体平稳。

虽然GDP季度环比连续八个季度实现正增长，经济总量平稳提升，但从增速上看，二季度GDP环比增速有所放缓，当季同比增长速度也较一季度出现了小幅回落。从环比看，经季节调整后，二季度GDP环比增长0.7%，但相较于一季度的1.5%有所下降，也是近八个季度的最低值。从同比增速来看，二季度GDP同比增长4.7%，增速低于一季度的5.3%。

图表 1：2019 年以来实际 GDP 同比增速走势



来源：iFind、华福证券研究所

经济增速的放缓既存在短期因素的影响，也存在诸多的困难与挑战。短期因素方面，二季度经济增速的回落一定程度上受到极端天气、雨涝灾害多发的影响。当前的经济运行同样面临着来自国内外的诸多困难：一方面，全球经济增长动能偏弱、地缘政治冲突，对我国外需造成一定的影响；另一方面，国内有效需求仍然不足，居民预期偏弱，这一点不仅在持续调整的房地产市场中得到充分体现，还反映在价格指标的持续走弱上。

但从中长期看，我国经济长期稳定向好的趋势并没有改变。

一是经济结构方面，我国经济高质量发展持续推进，新质生产力发展取得积极成效。生产方面，上半年，规模以上高技术制造业增加值同比增长8.7%，增速高于全部规模以上工业2.7个百分点，较一季度加快1.2个百分点；增加值占全部规模以

上工业的比重为 15.8%，较一季度提高 0.6 个百分点。投资方面，上半年，高技术制造业投资和高技术服务业投资分别同比增长 10.1% 和 11.7%，高于全部固定资产投资增速 6.2 和 7.8 个百分点，推动高技术产业不断发展。

**二是内需拉动经济增长的主动作用显著，可靠性进一步增强。**上半年，我国内需贡献率达到 86.1%，拉动 GDP 增速 4.3 个百分点。其中，最终消费支出对经济增长贡献率为 60.5%，拉动 GDP 增长 3.0 个百分点；资本形成总额对经济增长贡献率为 25.6%，拉动 GDP 增长 1.3 个百分点。上半年，制造业投资同比增长 9.5%，相比于去年同期 6% 的增速明显上升；结构上来看，消费品制造业和装备制造业投资分别增长 15.8% 和 11.3%，均要高于制造业整体投资增速，有效带动制造业及全部投资增长。

**三是对外贸易竞争力不断增强，国际循环的质量和水平持续提升。**上半年，我国货物进出口总额达 21.2 万亿元，同比增长 6.1%，货物和服务净出口对经济增长的贡献率为 13.9%，拉动 GDP 增长 0.7 个百分点。结构上看，我国外贸韧性和竞争力进一步提升：从贸易伙伴来看，近年来我国积极拓展对外贸易政策取得显著成效，上半年对共建“一带一路”国家合计进出口额同比增长 7.2%，高于整体进出口增速 1.1 个百分点；外贸出口质量显著提升，汽车、船舶、集成电路等产品出口额同比分别增长 22.2%、91.1%、25.6%。

**四是宏观政策效力在持续显效，后续有望进一步支撑经济增长。**大规模设备更新和消费品以旧换新政策有效拉动固定资产投资增长、促进消费潜力释放：上半年设备工器具购置投资同比增长 17.3%，拉动固定资产投资增长 2.1 个百分点，贡献率达 54.8%；制造业技术改造投资增长 10.0%，高于制造业投资 0.5 个百分点；限额以上单位家用电器和音像器材类商品零售额同比增长 3.1%，比上年同期加快 2.1 个百分点。随着一系列房地产政策的优化调整，6 月份房地产市场出现了边际好转：上半年，全国新建商品房销售面积、销售额同比分别下降 19.0%、25.0%，降幅比 1-5 月份收窄 1.3、2.9 个百分点；6 月份，房地产开发投资当月同比增速为 -10.1%，较 5 月份跌幅收窄了 0.9 个百分点，止跌企稳。

总体来看，我国经济整体延续恢复向好态势，短期内可能会有波动，但在经济发展质量不断提升、宏观政策效果持续显现的情况下长期向好的趋势不会改变；结构上来看，“依靠质优来促量稳”仍将是未来我国经济发展的重要特点，我国经济结构转型升级将不断推进、创新动能不断培育增强。

## 2.2 发展新质生产力是首要任务

从最简单的经济增长理论模型来看，经济总产出是一个关于 1) 全要素生产率、2) 劳动力投入、3) 资本投入的生产函数。国家统计局最新的数据显示，2022 年中国人口自 1962 年以来首次出现负增长后，2023 年持续下降，截至 2023 年末全国人口 140967 万人，较上年末减少 208 万人。我国人口结构的拐点或已经出现。



人口结构以及由此引致的房地产周期变化，是影响未来中国经济中长期增长和发展的重要变量。一方面，从供给侧来看，当劳动力增长较快时，经济增速会较快，这就是我们通常说的“人口红利”；同样的道理，如果劳动力人口进入负增长，经济的潜在增长率就会降低，这是在供给侧对经济中长期经济增长产生的负面冲击。另一方面，从需求侧来看，总人口变化会影响经济体的总需求，剔除劳动力因素影响外，总人口的减少会使得总需求下降，从而影响经济潜在增长率的实现情况。从这个角度出发，当下市场最担心的，就是因为人口结构变化，导致的未来中国房地产中长期下行周期。从短期数据看，我国的商品房销售面积和房屋新开工面积在2021年年中见顶后，最近几年呈现出快速回落态势。

图表 2：我国商品房销售面积与房屋新开工面积走势（亿平方米）



来源：iFind、华福证券研究所

因此，在人口结构和地产周期拐点之后，要探讨中国经济中长期发展的机会，无疑就是集中在上述两个角度：第一，供给侧提高要素生产率来弥补劳动力人口红利褪去后的影响；第二，从需求侧看，供给创造需求，寻找新产业新产品取代和填补房地产的空缺。而这两点均指向于加快发展新质生产力，依靠持续的科技创新来推动新产业不断涌现和发展，在供给侧通过科技创新提升生产效率弥补人口红利逐渐褪去的影响，在需求侧通过高质量供给创造需求，利用新产业新产品来填补房地产的缺口。

中国经济的超大规模市场优势非常突出，有利于摊薄各种固定成本和研发支出，大国经济有显著的鼓励创新的规模经济优势。我国有14亿多人口，人均GDP超过1.2万美元，已经进入中等偏上收入国家序列，未来中国市场将继续成为全球最具发展潜力的消费和投资市场。超大规模市场优势非但是说需求端空间足够大，更重要的是通过规模经济优势，有利于摊薄企业进行科技创新发展新产业所需要前期大量投入的研发成本和固定成本，形成强有力的科技创新竞争力。

与此同时，在当前以及今后相当长一段时期内，我国劳动力数量充裕质量优化，在全球范围内的竞争优势依然明显。



一是在当前以及今后较长时间内，中国人口总量依然数量充裕，劳动力规模巨大。从出生人口来看，从2000年到2017年，中国年均出生人数1655万非常平稳，再往前出生人口数字更高，在1980至1999年中国年均出生人数为2165万。我国的出生人口只是在2018年以后最近几年才出现了明显下降，如果以本科毕业22周岁左右来计算的话，这也就意味着在此后相当长一段时间内，中国每年依然会保持较大体量的新增劳动力。而根据OECD的人口预测数据，即使考虑到未来劳动人口会出现下降，中国15至64周岁人群数量依然将长期高于美国、日本、欧盟国家总和，这将为中国式现代化提供持续的内需支撑和要素保障。

二是中国人口结构中一个鲜明特征就是劳动力质量在不断优化。改革开放四十多年来中国教育发展有了长足进步，这极大地提高了我国人力资本水平，是未来经济发展的重要资源。根据国家统计局统计，1964年中国文盲率是33.6%，到1982年改革开放初期文盲率仍有22.8%。1986年4月《中华人民共和国义务教育法》通过，明确规定国家实行九年义务教育制度，到2020年中国的文盲率已经下降到仅2.7%。另一方面，自1999年开始我国高等教育招生人数不断增加，高校本科毕业生人数从2000年的50万上升到2021年的485万。最近几年，中国每年的本科毕业人数已经超过了G7（除法国，因数据缺失）国家总和。中国全面教育水平的持续提高，是推动我国劳动者劳动生产率提升的重要驱动力。

**图表3：中国与G7国家（除法国）本科毕业生人数对比（万人）**



来源：Wind、华福证券研究所

正因如此，最近十几年我们看到中国企业在每一次科技和产业创新浪潮中都几乎没有缺席，从移动互联网、5G、新能源和新能源汽车、到如今的人工智能可以说都获得了一席之地。持续加快发展新质生产力，不断提升科技创新能力，在新一轮科技革命和产业变革中发展壮大战略性新兴产业和未来产业，通过提升全要素生产率深刻改变经济增长的生产函数将是未来一段时间内我国经济发展的首要任务。

### 2.3 宏观政策持续用力更加给力

政治局会议定调宏观政策要持续用力更加给力。7月底中共中央政治局召开会议

分析研究当前经济形势并部署下半年经济工作时强调，要坚定不移完成全年经济社会发展目标任务。对于下一阶段经济工作的整体基调，会议提出，宏观政策要持续用力、更加给力；要加强逆周期调节，实施好积极的财政政策和稳健的货币政策，加快全面落实已确定的政策举措，及早储备并适时推出一批增量政策举措。财政政策方面，要加快专项债发行使用进度，用好超长期特别国债；货币政策方面，要综合运用多种货币政策工具，加大金融对实体经济的支持力度，促进社会综合融资成本稳中有降。会议还要求，要切实增强宏观政策取向一致性，形成各方面共同推动高质量发展的强大合力。

事实上，近期宏观政策已经开始加码发力。

日前，国家发展改革委、财政部印发《关于加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新的若干措施》（以下简称《措施》），统筹安排3000亿元左右超长期特别国债资金，加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新。推动大规模设备更新和消费品以旧换新是积极扩大国内需求的重要宏观政策，本次《措施》对大规模设备更新和消费品以旧换新政策的加力支持主要体现在两个方面：一是扩大对设备更新和消费品以旧换新的支持范围；二是提升对设备更新和消费品以旧换新的补贴力度。

大规模设备更新和消费品以旧换新能够促进消费、拉动投资，对于推动内需增长、释放内需潜力具有较大的牵引作用。一方面，历史经验显示，包含设备投资在内的投资是中国经济增速触底回升的主要动力；另一方面，消费作为我国经济的压舱石，扎实推进消费品以旧换新释放消费潜能将持续发挥消费对经济发展的基础性作用。今年上半年大规模设备更新和消费品以旧换新政策已经取得初步成效，有效拉动固定投资增长、促进消费潜力释放。加大对大规模设备更新和消费品以旧换新的支持力度有望带动内需进一步增长，对于巩固和增强经济回升向好态势具有积极作用。

货币政策方面，央行打出降息“组合拳”。7月22日中国人民银行授权全国银行间同业拆借中心公布，1年期贷款市场报价利率（LPR）为3.35%，5年期以上LPR为3.85%，均较上一期下降10个基点。同日，央行宣布适当减MLF操作的质押品，将公开市场7天期逆回购操作调整为固定利率、数量招标，并将逆回购操作利率由此前的1.80%调整为1.70%。7月25日，央行开展了2351亿元逆回购操作，并以利率招标方式开展2000亿元中期借贷便利（MLF）操作，利率下调20个基点至2.30%。存款利率市场化调整机制下，7月25日，工农中建交邮六大行宣布下调存款利率。本轮降息有望带动实体经济融资成本进一步下行、提振需求，同时，存款利率的下调不仅有利于缓解银行的净息差压力、为实体经济融资成本下降腾挪空间，还可能降低居民的储蓄意愿，提高居民消费倾向。

往后看，下半年宏观政策支持力度预计会进一步加大，后续增量政策可期；多管齐下形成合力，有望积极提振内需，不断夯实推动经济高质量发展的基础，巩固



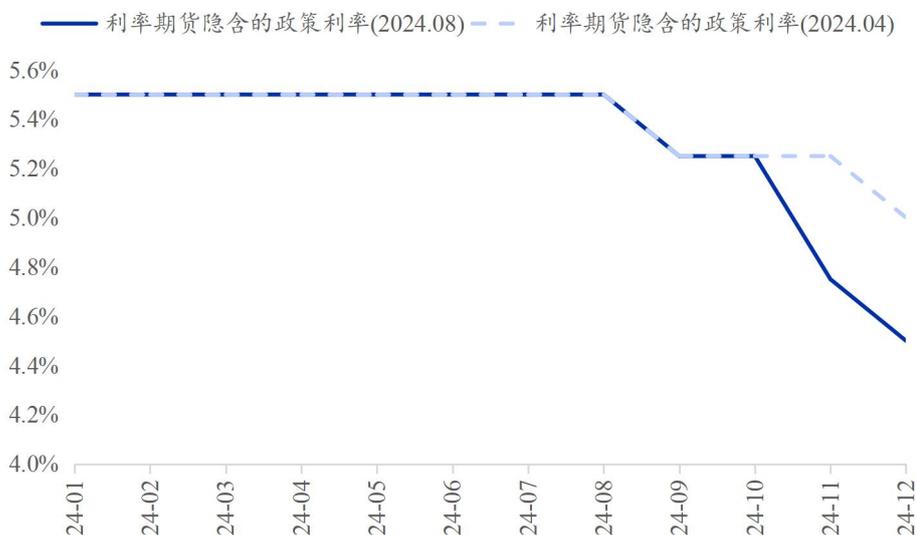
增强经济持续回升向好态势。

### 3 海外宏观经济展望：降息渐近，警惕波动

#### 3.1 美联储降息周期即将启动

往后看，海外宏观影响最大的主线之一是美联储降息周期即将启动，或对全球市场带来深远影响。根据 CME 利率期货隐含的市场预期，截至 8 月上旬，美联储最早或 9 月开启降息，9 月、11 月、12 月或分别降息 25BP、50BP、25BP，全年降息幅度 100BP 的概率较高。年初以来，瑞士、加拿大、欧央行等其他央行先后启动降息，美联储仍保持较强定力。但在美国经济边际下行+通胀压力减弱背景下，9 月开启降息仍是大概率事件。

图表 4：截至 8 月上旬，市场隐含美联储 9 月降息、全年降息 100BP 预期



来源：CME Fedwatch、华福证券研究所

上半年持续高利率下，美国经济已明显放缓，尤其是就业市场的冷却值得关注，美联储降息以呵护经济的必要性在上升。7 月以来，PMI、非农就业及通胀数据均低于预期，其中 24Q2 以来制造业 PMI 持续回落，7 月非农就业超预期回落、失业率升至 4% 以上，以及通胀超预期回落，均反映二季度开始美国经济边际放缓。究其原因，在一季度经济超预期回升+通胀压力升温背景下，上半年美国金融条件偏紧，10 年期美债在 4 月一度触达 4.7% 的局部高点，而金融条件一般领先美国经济，使得 6 月以来的美国经济数据明显转弱。尤其对于非农就业数据而言，根据我们此前在报告《美联储首次降息前后资产价格表现》中所指出的，过去 8 轮降息开启的节点，美国经济已处于持续下行中，非农就业、PMI 降幅明显，其中新增非农就业在降息周期前 3 个月大幅下降、由 20 万人降至 13 万人。7 月的 11.4 万新增非农就业，已触发降息条件，尽管 7 月数据存在飓风、季节性等干扰，但就业市场放缓是不争事实，美联储降息以呵护经济的必要性在上升。

图表 5：7 月新增非农就业继续走弱，失业率提升



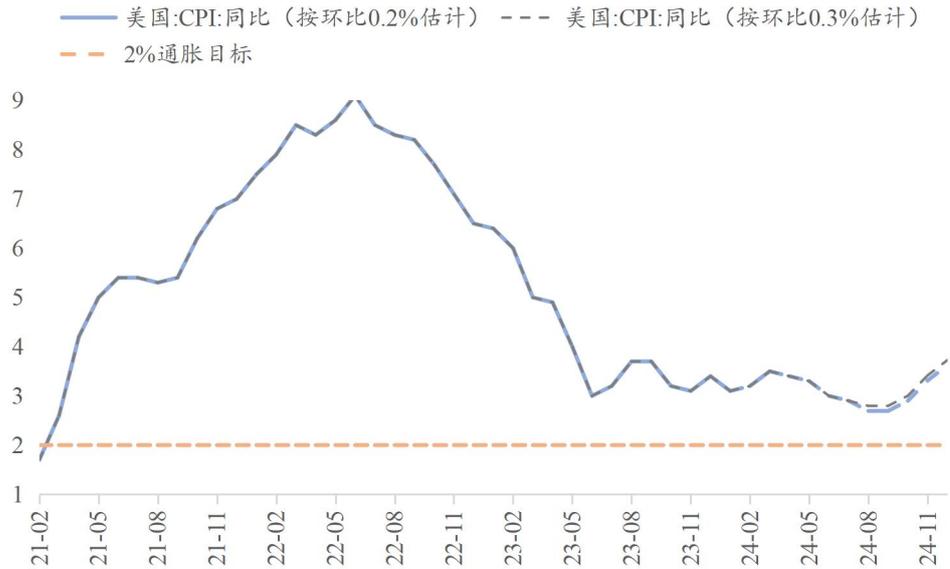
来源：Wind、华福证券研究所

图表 6：降息前后各项经济数据持续降温，PMI、非农和工业生产最为明显

	CPI同比 (%)	核心CPI同比 (%)	失业率 (%)	新增非农就业 (万人)	职位空缺率 (%)	居民可支配收入同比 (%)	制造业PMI (%)
T-6M	3.9	4.0	5.4	18	4.0	4.4	54.5
T-5M	3.9	3.9	5.3	20	4.0	4.6	53.9
T-4M	4.1	4.2	5.2	23	4.0	4.6	52.2
T-3M	4.1	4.2	5.3	13	4.0	4.6	51.5
T-2M	4.1	4.2	5.3	11	3.9	4.1	49.9
T-1M	4.0	4.2	5.4	13	3.8	4.0	47.9
T	3.9	4.1	5.5	10	3.9	3.9	46.9
T+1M	3.9	4.0	5.5	11	3.8	3.5	46.4
T+2M	3.8	3.9	5.5	10	3.8	3.4	46.5
T+3M	3.7	3.9	5.6	12	3.7	3.2	46.0
T+4M	3.7	3.8	5.6	7	3.5	2.8	46.2
T+5M	3.6	3.8	5.6	10	3.6	2.8	46.8
T+6M	3.6	3.8	5.6	7	3.6	2.5	46.3

来源：Wind、华福证券研究所；T 为美联储首次降息当月，统计 1981 年以来的 8 轮降息周期（1981、1984、1989、1995、1998、2001、2007、2019）

高利率下经济环比走弱带动通胀下行，叠加近期衰退交易和特朗普交易对油价等大宗商品价格带来打击，往后看美联储面临的通胀约束明显弱化，为其 9 月降息打开空间。与我们此前在 4 月报告《警惕美联储全年不降息的风险》中所提示的二次风险相比，5 月后此前持续高利率对美国需求带来压制，体现为核心商品和服务继续走弱，而 7 月以来市场对美国衰退和特朗普上台的交易升温，客观上打压了油价在内的资源品价格，使得美国通胀压力相比我们此前预计的更小。往后看，按 8 月及以后环比 0.2% 的假设看，8-9 月美国 CPI 同比有望降至 2.7%，尽管与美联储 2% 通胀目标仍有一定差距，但整体看美联储面临的通胀约束明显弱化，为其 9 月降息打开空间。


**图表 7: 按环比 0.2% 估计, 8-9 月美国 CPI 同比有望降至 2.7%**


来源: Wind、华福证券研究所; 2024.08 开始为预测值

从外部因素看, 美国经济边际放缓但韧性仍在, 当前市场对衰退交易或过度演绎, 美国财政赤字不低、就业市场仍偏温和且 7 月数据不排除季节性和飓风影响, 叠加高利率下美联储降息空间较足, 后续美国经济下行幅度大概率有限, 衰退风险可控。按市场预期, 2024 年美国经济增长或由上年的 2.5% 降至 2.3%, 仍在 2% 以上, 下行幅度较为温和。而从对经济构成带动的几个支点看, 财政政策支出力度仍大, 2024 年美国财政赤字率或由 2023 年的 6.3% 提升至 6.5%, 财政力度反而逆势扩张; 谨慎看待 7 月就业市场的变化, 或源于季节性和飓风影响, 但就业市场总体看仍偏温和; 货币政策上, 在 5.5% 的政策利率下, 美联储后续仍有较大降息空间余地。因此, 后续美国经济下行幅度大概率有限, 衰退风险可控。

**图表 8: 按市场预期, 2024 年美国经济增长或由上年的 2.5% 降至 2.3%**

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>经济</b>						
实际 GDP 增速:	5.8%	1.9%	2.5%	2.3%	1.8%	2.0%
居民消费	8.4%	2.5%	2.2%	2.2%	1.8%	2.0%
政府消费	-0.3%	-0.9%	4.1%	2.7%	1.1%	0.9%
住宅投资	10.7%	-9.0%	-10.6%	4.6%	2.4%	3.9%
非住宅投资	5.9%	5.2%	4.5%	3.3%	2.5%	2.7%
进口	14.5%	8.6%	-1.7%	3.6%	2.9%	3.4%
出口	6.3%	7.0%	2.6%	2.1%	3.0%	3.8%
<b>通胀</b>						
CPI	4.7%	8.0%	4.1%	3.1%	2.4%	2.3%
核心 CPI	3.6%	6.2%	4.8%	3.4%	2.7%	2.4%

来源: Factset、华福证券研究所



### 3.2 海外不确定性明显提升

在美元流动性有望转松的背景，海外经济和大类资产的波动率或维持偏高水位，不确定性较上半年明显提升。

疫情以来全球政治经济不稳定性加剧，政治作为新的影响变量，被纳入全球投资人的新投资框架中。根据 Caldara 等（2022）构造的地缘政治风险指数，2022 年以来的俄乌冲突、巴以冲突等影响下，其中枢较疫情前明显提升。世界经济论坛 2023 年的报告显示，90%受访者认为地缘政治会成为 2024 年全球经济波动的来源之一，74%的受访者认为地缘政治紧张局势会阻碍全球发展目标的实现。年初以来，印度、法国、英国及美国等经济体相继或即将开展大选，大选结果对金融资产的波动率明显提升。往后看，政治风险将持续作为重要变量，对全球各类资产带来即期和长久的影响，对此需要密切保持关注。

图表 9：2022 年以来全球地缘政治风险中枢提升

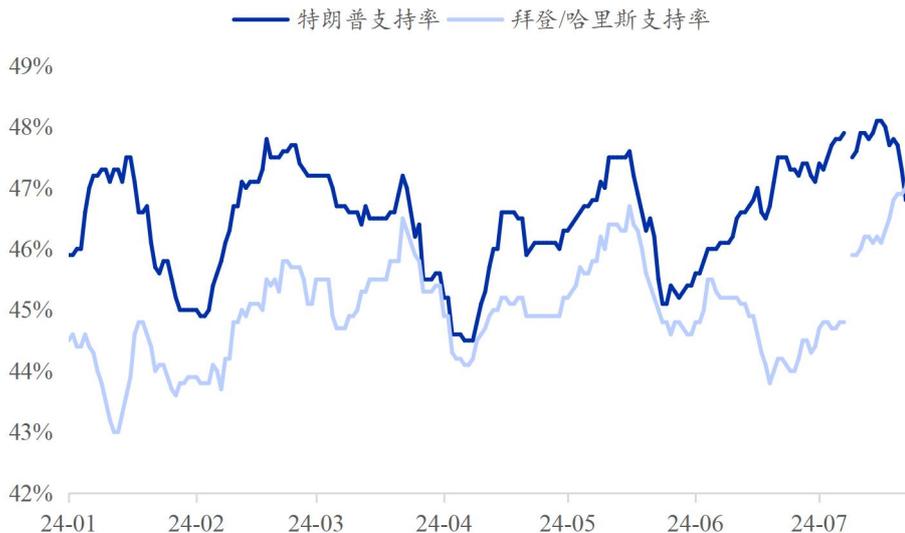


来源：Matteo Iacoviello、华福证券研究所

美国大选不确定性较强，民主党拜登退选后，新候选人哈里斯相较特朗普的支持率大幅收窄，市场在 11 月前或反复交易特朗普和哈里斯上台情景。在政治事件中，对全球市场影响最大的无疑是今年 11 月的美国大选。6 月下旬到 7 月中旬，随着拜登电视辩论表现不佳+特朗普遇袭事件发生，特朗普相较拜登优势持续扩大，特朗普上台也似乎“板上钉钉”。但 7 月 21 日拜登退选、哈里斯参选后，其相较特朗普的支持率劣势显著收窄，截至 8 月 7 日，参照 RCP 的统计汇总，哈里斯支持率（47.4%）反超特朗普（46.9%），在摇摆州也一改此前特朗普全面碾压态势，目前美国大选形势仍较为焦灼。



图表 10: 截至 8 月 7 日, 哈里斯支持率 (47.4%) 反超特朗普 (46.9%)



来源: RCP、华福证券研究所

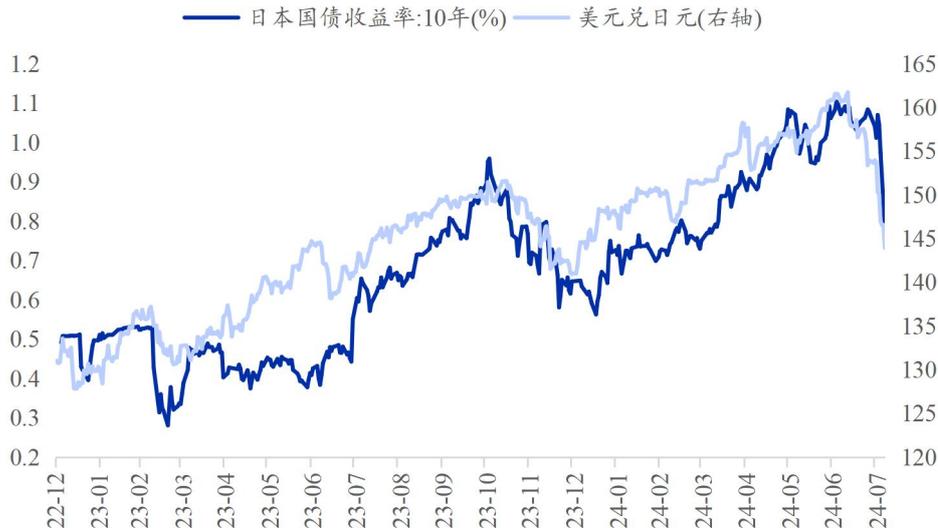
若民主党哈里斯当选, 其政策主张基本沿袭拜登思路, 意味着现有的政策环境得以延续, 对市场的影响偏中性。但若特朗普重新执政, 其施政纲领兑现的话, 或对各类资产带来不同程度影响。与民主党相比, 特朗普的施政纲领更强调减税、限制非法移民、大规模加征关税和发展化石能源: (1) 财政政策: 两者均认同应提高财政支出, 但特朗普更强调减税, 而拜登/哈里斯则赞同加税; (2) 关税和贸易政策: 与拜登/哈里斯相比, 特朗普的贸易政策更为激进, 提议对几乎所有进口商品征收约 10% 关税; (3) 监管: 特朗普强调放松监管, 尤其是在环保、金融等方面; (4) 气候与能源: 拜登/哈里斯强调发展清洁能源, 继续实施《通胀削减法案》, 而特朗普认为全球变暖是骗局, 若胜选会重新退出《巴黎气候协定》, 并强调提升化石能源供应; (5) 移民: 民主党对移民更加开放和友好, 而特朗普支持严格的边境管制和镇压, 打击非法移民; (6) 外交政策: 民主党强调多边主义、建立联盟, 而特朗普强调美国优先, 但两者在对华政策上均较为强硬。


**图表 11：特朗普和拜登/哈里斯的政策纲领异同点**

政策	特朗普	拜登/哈里斯	特朗普政策 潜在影响
财政	提高财政支出，降低税率（延长 2017 年签署的减税法案）	提高财政支出，提高税率（公司税率由 21% 提升至 28%）	财政赤字提升，提振美国经济
关税/贸易	大幅提高关税，对几乎所有进口外国商品征收约 10% 的关税	对钢铁、铝、新能源车等提高关税税率	提高美国通胀，经济下行压力提升
监管	放宽监管，特别是在环保和金融监管方面	-	提振美国经济和股市
气候与能源	提升化石能源供应，终止清洁能源补贴，重新退出《巴黎气候协定》	发展清洁能源，继续实施《通胀削减法案》	化石能源供应提升，通胀下降
移民	支持严格的边境管制和镇压，打击非法移民	对移民更加开放和友好，为非法移民提供获取公民身份途径	移民受限，劳动力供应不足，通胀难下
外交	“美国优先”的孤立主义；对华强硬	多边主义，建立联盟；对华强硬	政策不可预测性提升，避险资产需求加强
联邦政府	对联邦官僚机构进行彻底改革，消灭深层政府	避免大规模解雇公务员	提振美国经济和股市

来源：AP News、华福证券研究所

除政治因素外，海外市场波动的另一风险点是日央行加息引发的日元套利受冲击。年初以来在美国经济和通胀超预期、美元整体走强背景下，日元兑美元汇率持续贬值。7 月开始，情况发生转变，一方面日央行在 7 月底议息会议退出加息+QT 的紧缩组合拳，另一方面美国经济转弱+美联储偏鸽，美国降息日益临近，在两国货币政策的双向带动下，日元汇率从 7 月中旬开始经历明显升值，对日元套利交易带来冲击，对日股、美股等全球权益资产带来巨大影响。


**图表 12：7月中旬开始日元经历明显升值**


来源：iFind、华福证券研究所

但对于日央行而言，年内经济复苏乏力+呵护金融市场稳定性的责任加大，意味着其后续加息受到掣肘，对日股和全球市场的影响有望逐步缓和，但短期仍需要持续关注。对于日本央行而言，其加息初衷是为遏制年初以来过快贬值的日元汇率。但往后看，一方面年内日本经济复苏仍相对疲弱，按市场预期，2024年日本经济增速或由上年的1.8%降至0.3%，消费、投资、出口三驾马车均有走弱压力，而日本央行最为关注的通胀指标，尽管仍高于2%，但整体处于下行通道，反映需求端边际在走弱，在此背景下日本央行后续加息或持续面临掣肘。另一方面，在日股当日暴跌12.4%后，由于日股投资者结构中外资占据不小比重，日央行和日本政府需要妥善考虑日本金融市场的稳定性，大概率仍以呵护为主，对全球市场的影响有望逐步缓和，但短期仍需要持续关注。

**图表 13：按市场预期，2024年日本经济增速或由上年的1.8%降至0.3%**

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>经济</b>						
实际GDP增速:	2.6%	1.0%	1.8%	0.3%	1.2%	1.0%
居民消费	0.9%	2.3%	0.7%	-0.4%	1.3%	0.9%
政府消费	3.4%	1.7%	0.5%	0.6%	0.9%	0.9%
住宅投资	-0.3%	-3.5%	1.1%	-2.4%	0.7%	1.0%
非住宅投资	0.7%	2.0%	1.9%	1.4%	1.9%	2.2%
进口	5.1%	7.9%	-1.4%	-0.5%	2.9%	2.0%
出口	12.0%	5.5%	3.2%	0.4%	3.3%	2.1%
<b>通胀</b>						
CPI	-0.2%	2.5%	3.3%	2.4%	1.9%	1.8%
核心CPI	-0.2%	2.3%	3.1%	2.4%	1.9%	1.9%

来源：Factset、华福证券研究所



## 4 资本市场展望

### 4.1 利率：有望维持低位

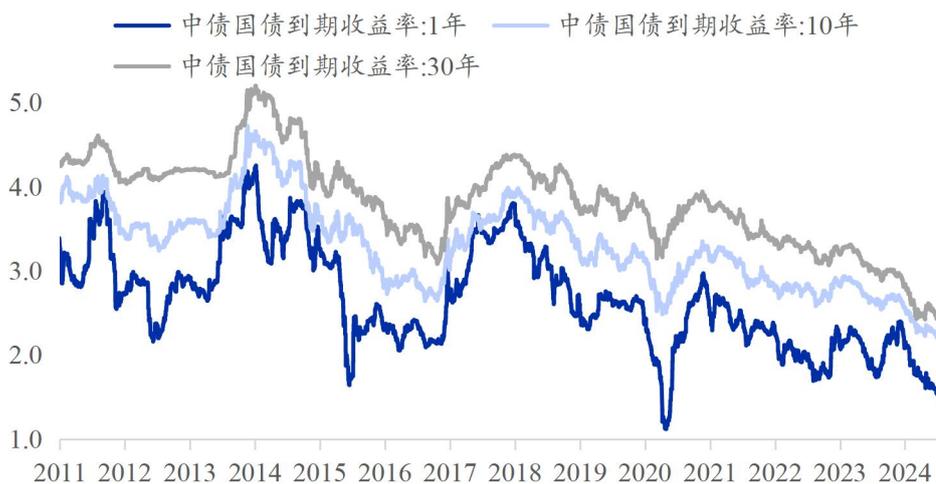
今年以来，我国宏观利率持续下行。截至8月5日，我国1年期国债到期收益率为1.39%，10年期国债到期收益率为2.14%，30年期国债到期收益率为2.34%，相比于去年底分别下降69bp、42bp和49bp，且均处于历史低位。

往后看，我们预计货币政策大概率仍偏宽松，利率也有望维持低位。

一方面，美联储货币政策大概率转向，为我国货币政策宽松打开空间。7月份美联储议息会议利率决议维持利率不变、符合市场预期，对去通胀的表述较6月更乐观，且更加关注经济和就业压力，从而为9月降息打开空间；同时鲍威尔讲话总体偏鸽，释放最早或9月降息信号。总体来看后续美联储货币政策大概率转向，这为我国货币政策宽松打开空间。

另一方面，为积极提振国内需求、完成全年经济社会发展目标任务，政治局会议定调宏观政策要持续用力更加给力，后续货币政策预计将仍以宽松为主基调。我国二季度经济增速出现短期波动，且当前外部环境变化带来的不利影响增多，国内有效需求不足。在此背景下，730政治局会议对于下一阶段的宏观政策提出要“持续用力、更加给力”“加强逆周期调节”“综合运用多种货币政策工具，促进社会综合融资成本稳中有降”，这意味下半年货币政策将仍以宽松作为主基调，以积极提振内需，后续降息降准政策均可期待。

**图表 14：2011 年以来 1 年期、10 年期和 30 年期国债到期收益率走势（%）**



来源：iFind、华福证券研究所



#### 4.2 A股：积极因素不断累积

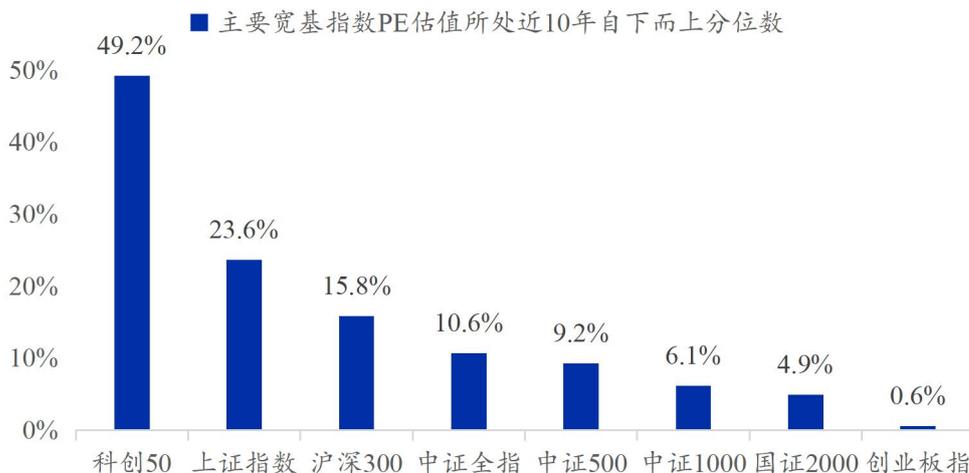
**A股市场当前积极因素正在不断累积，后续可以更加乐观：（1）盈利周期有望触底回升：**从历史数据看，PPI同比增速与A股企业盈利高度相关，随着PPI同比增速的震荡回升，价格因素对于企业盈利的压制将逐步减弱，A股上市公司盈利有望触底回升。**（2）资本市场高质量发展持续推进，对于稳定市场预期、提振投资者信心意义重大：**今年4月，国务院发布《关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》锚定三个时间节点渐进性达成资本市场高质量发展的阶段性目标；6月证监会发布《关于深化科创板改革服务科技创新和新质生产力发展的八条措施》，更好发挥资本市场服务科技创新、推动新质生产力发展功能；7月二十届三中全会及《决定》对资本市场建设的相关表述以及随后证监会围绕二十届三中全会精神对资本市场改革的部署，均有利于资本市场的长期健康稳健发展。**（3）市场估值处于历史低位，投资价值凸显：**截至8月6日，A股主要宽基指数估值普遍处于历史低位，其中，中证全指PE处于近十年自下而上10.6%分位数，创业板指数PE估值处于近10年0.6%分位数，上证指数PE估值处于23.6%分位数，沪深300指数PE估值处于15.8%分位数。与此同时，宏观利率的持续下行与流动性宽松有望催化A股市场分母端行情。

图表 15：当前上市公司盈利处于周期底部（%）



来源：iFind、华福证券研究所

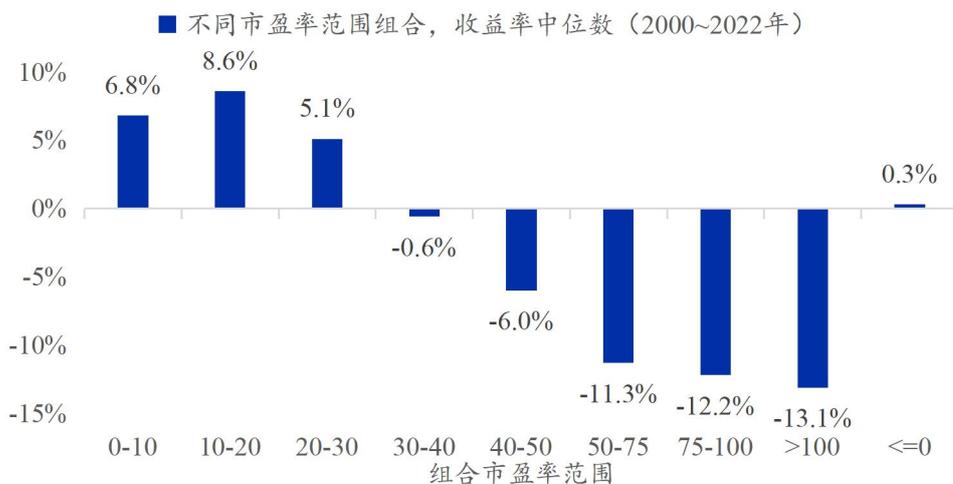
图表 16: 主要宽基指数 PE 估值所处近 10 年自下而上分位数



来源: iFind、华福证券研究所

结构上看,我们认为当前红利策略仍然具有配置价值,低估值+盈利稳定是红利策略长期有效来源。股息率可以拆解为分红率与市盈率之比,因此高股息个股一定具有高分红或低估值(或二者兼具)的特征。一方面从长期来看,低估值因子在A股市场上是有效的,这体现在市盈率较低(<30)的组合在收益率中位数上显著高于市盈率较高(>30)的组合;另一方面,企业高分红行为的背后是充沛稳定的现金流,同时也是企业盈利能力持续稳定较高的一个信号。近几年我国长端利率持续下行,目前已经降至历史低位,往后看货币政策大概率维持宽松,利率或处于低位甚至仍将下行,红利资产低估值、高分红的“生息”价值凸显,红利策略仍然具有配置价值。

图表 17: A 股按市盈率分组的收益率中位数



来源: Wind、华福证券研究所

以 TMT 为代表的科技成长板块也值得重点关注:(1) 产业逻辑上, AI 在全球范围内方兴未艾。今年以来海外 Sora 和国内 Kimi 等新模型的问世、苹果 Apple Intelligence 系统的发布,都意味着 AI 仍然具备广阔发展空间,有望成为继新能源后



又一重大产业革命。(2) 周期逻辑上，半导体周期目前仍处于上升阶段。2023 年下半年以来，全球半导体销售增速触底回升，景气度明显反弹。截至今年 5 月，全球半导体销售额同比增速已经上升至 22.1%。(3) 政策逻辑上，发展新质生产力是首要任务。二十届三中全会提出要健全因地制宜发展新质生产力体制机制，7 月底政治局会议指出，要培育壮大新兴产业和未来产业。在我国经济转向高质量发展阶段，发展新质生产力、塑造发展新动能新优势是重要内容，资本市场上相关科技成长板块的投资机会也值得重点关注。

**图表 18：全球半导体销售额同比增速仍处于上升阶段**


来源：iFind、华福证券研究所

#### 4.3 美股：短期或趋向再平衡

7 月下旬以来在多重因素共振下，美股经历明显回撤。道琼斯工业指数、标普 500、纳斯达克指数从 7 月 16 日到 8 月 5 日分别回撤-3.8%、-7.9%、-12.3%。近期美股调整主要是以下三因素共振：(1) 年初以来积累涨幅较大，估值处于偏高水平：年初以来随着美股持续上涨，其估值已处于偏高水平，积累起一定风险。以标普 500 为例，其远期市盈率从 2023 年底的 21.9X 提升至 22.8X，仍显著高于过去 10 年中枢 (19.7X)，估值整体偏高，客观上存在调整的压力；(2) 7 月以来各项经济数据不及预期，市场对美国经济衰退交易升温：7 月以来美国 PMI、通胀、非农就业等各项数据不及预期，反映美国经济下行加大。尤其是 7 月非农数据超预期回落，失业率升至 4.3%，触发萨姆规则，加剧市场对美国经济衰退的担忧，体现为美股明显承压、美债利率大幅下行；(3) 美股集中度处于历史高位，AI 相关的头部科技龙头占比较高，近期部分科技龙头公司业绩不及预期+市场对 AI 过度投资的担忧加剧，使得头部企业股价承压：截至 7 月下旬，美股前十大公司市值占比为 35.6%，较 6 月底边际下行，但整体处于历史偏高水平。以美股七姐妹为代表的头部公司市值和涨幅贡献占比过高，对美股大盘的影响处于历史极高水平。科技龙头占比过高，加剧了美股的脆弱性；(4) 日央行加息下日元持续升值，日元套息交易受阻，对美股资金端带



**来压力：**此前日元套息交易盛行，其常见做法为投资者借入低利率的日元，购买其他货币的资产（尤其是美元资产）。但7月以来日央行为应对此前日元贬值压力，向市场传达加息预期，7月日元大幅升值，套息交易受挫，对美股资金端带来压力。

**图表 19：截至 7 月下旬，标普 500 远期估值提升至 22.8X**



来源：Factset、华福证券研究所

**图表 20：截至 7 月底，美股前十大公司市值占比为 35.6%**

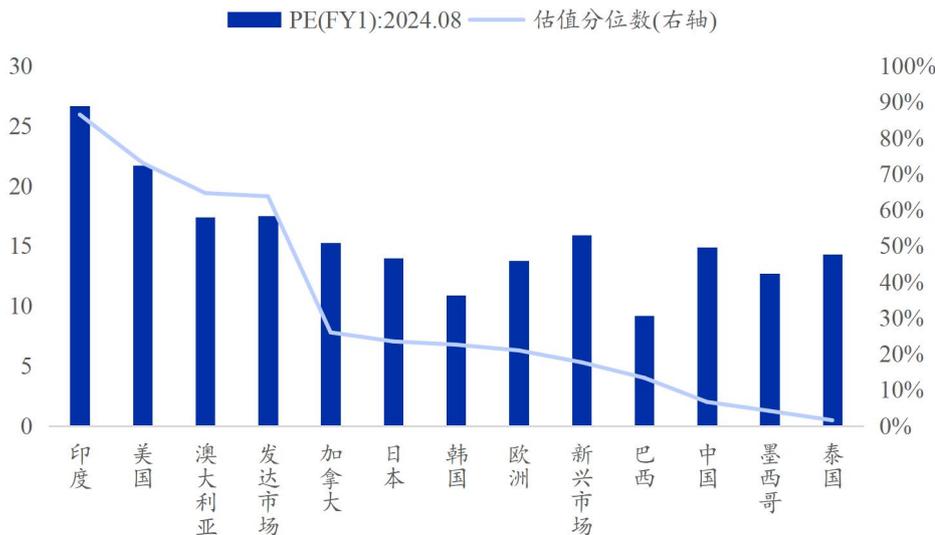


来源：Factset、华福证券研究所

**短期看美股上涨动能相对有限，内部结构或驱向再平衡：（1）估值处于偏高水平，消化估值需要时间。**美股年初以来的拔估值，一方面来源于 AI 相关的高景气公司市值占比提升，另一方面来自市场对美联储降息预期提前反应。截至 8 月上旬，美股市场远期市盈率达 21.7X，在过去 10 年的估值分位数为 73%，在全球主要市场中处于偏高水平，仅次于印度；**（2）板块分化明显，AI 相关板块拥挤度和估值偏高，**



而顺周期、资源品及小盘股估值相对合理，市场再平衡的诉求加大。从分行业的估值情况看，截至8月上旬，信息技术板块的PE（FY1）为30.5X，高于过去10年中位数（21.3X），尽管7月以来已明显调整，但从估值分位数上仍仅次于医药，从估值维度而言性价比仍不算高。而房地产（43.6%）、能源（33.6%）等板块估值仍处于历史偏低水平。往后看，在降息窗口渐近的节点，市场可能从AI向金融、地产等顺周期及能源等资源品切换，而此前加息周期中跑输大盘的小盘股关注度也有望提升。

**图表 21：截至8月上旬，美股估值历史分位数仍相对偏高**


来源：Factset、华福证券研究所；截至 2024.08.08

**图表 22：美股中信息技术板块的估值分位数仍相对偏高**

	PE(FY1): 2024-08	PE(FY1): 2023-12	过去10年均值	估值分位数 (过去10年)
标普500:	22.2	21.9	19.8	78.9%
医疗健康	21.9	21.5	17.5	97.4%
信息技术	30.5	30.9	21.3	94.9%
材料	21.4	20.0	17.9	89.0%
必选消费	21.7	20.4	20.5	88.2%
工业	22.9	22.4	22.2	76.4%
金融	15.8	15.7	15.4	67.2%
公用事业	18.3	16.9	18.1	58.8%
通讯服务	20.2	20.2	20.5	53.7%
房地产	18.9	18.6	19.7	43.6%
可选消费	25.2	29.5	31.3	41.1%
能源	13.2	11.2	14.5	33.6%

来源：Factset、华福证券研究所；截至 2024.08.09

#### 4.4 美债：衰退交易消退，短期或偏震荡

衰退交易消退+对降息预期较为乐观，短期看美债利率或偏震荡，再度下行仍需更多数据观察。7月下旬以来，在多项经济数据不及预期尤其是7月非农数据超预期



回落的作用下，市场担忧美国经济陷入衰退，且对美联储降息预期及幅度升温。受此影响，美债利率大幅下行，一度降至 3.67%，较 4 月底的 4.74% 年内高点下行幅度超 100BP。而 5 日以来美债利率再度上行，截至 9 日再度升至 3.9% 以上，源于衰退交易边际衰退。往后看，美国经济韧性仍然较强，离经济衰退仍然较远，意味着美债利率大幅下行空间有限。而从降息视角看，一方面市场已预期美联储年内降息 100BP，总体或过于乐观。往后看，5-8 月的利率大幅回落，客观上起到降息效果，对应后续美国经济或阶段性反弹，类似 24Q1 情景。而从历史经验看，美联储降息落地，美债利率通常阶段性承压，源于此前市场已提前 price in。整体看，美债利率短期或偏震荡，再度下行仍需更多数据观察，而在美国经济温和回落的背景下，上行空间相对有限。

图表 23：7 月下旬以来美债利率先大幅下行，后又明显回升



来源：iFind、华福证券研究所

#### 4.5 大宗商品：略有分化

年内大宗商品走势或略有分化，其中能源、工业金属短期或仍承压，需要看到需求端的回暖，而受益于降息和美国宽财政，黄金中长期逻辑并未受到冲击，总体仍看好黄金：（1）从历史经验看，美联储首次降息前后，大宗商品价格尤其是能源和工业金属通常承压，整体落后美股和美债。究其原因，美联储首次降息前后，通常对应美国经济较为疲软，而大宗商品定价的第一要义是供需关系，在降息前后全球经济需求通常承压，其从现在开始算，其价格明显回暖要等到 1 个季度后，也即 2024 年底或 2025 年初。因此，短期看，能源和工业金属或继续承压，需要看到美联储降息后需求侧回暖信号；（2）本轮周期中油价需要考虑特朗普上台的潜在影响，目前美国大选形势胶着，市场或持续交易特朗普和哈里斯交易的可能情景。对于能源来说，本轮周期中还需要考虑特朗普上台的潜在影响，若其再度当选，核心政策之一是提升化石能源供应，终止清洁能源补贴，且置信度较高，大概率对油价带来



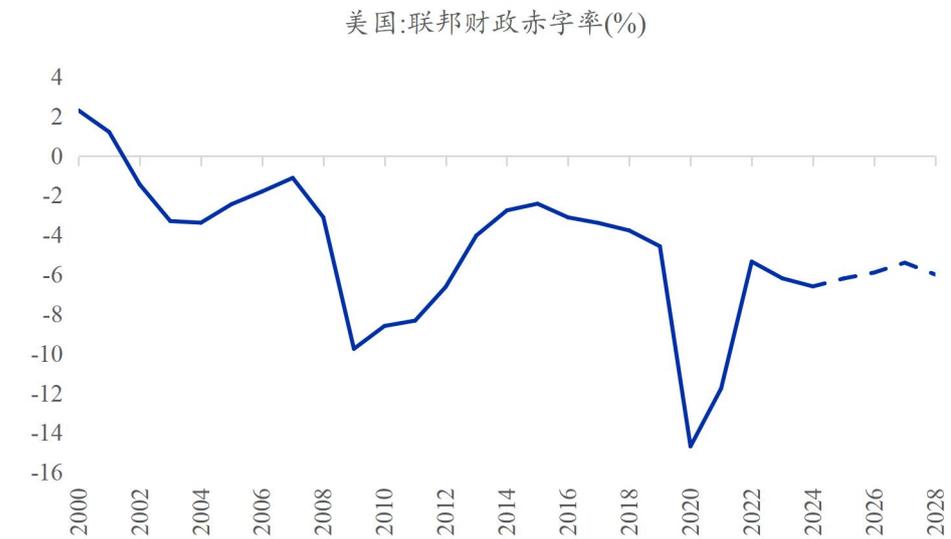
冲击，需要持续关注；(3) 看好黄金的逻辑并未发生改变：从中期维度看，美联储年内降息是大概率事件，降息有望带动实际利率下行，对金价构成利好。从更长期维度看，美国财政赤字率维持高位仍是大概率事件，美元信用边际下滑，对金价持续构成支撑。

图表 24：美联储首次降息前后的大类资产走势

	T-6M	T-3M	T-1M	T+1M	T+3M	T+6M
美股	5.1%	1.2%	2.9%	0.5%	0.9%	4.3%
欧股	-0.1%	-3.0%	-0.3%	2.6%	4.5%	5.5%
日股	-7.6%	-5.8%	-1.8%	1.4%	5.6%	9.2%
新兴市场	0.2%	0.4%	2.7%	2.8%	1.2%	4.3%
美国政府债	9.2%	7.7%	6.6%	3.3%	3.5%	7.6%
美国公司债	6.9%	4.5%	2.3%	2.9%	3.5%	6.1%
REITs	2.0%	0.6%	4.2%	1.8%	0.9%	2.6%
现金	2.0%	0.6%	0.5%	0.4%	0.6%	2.1%
大宗商品	0.9%	-1.0%	0.7%	0.7%	-0.8%	3.1%
黄金	-2.8%	2.4%	2.1%	0.9%	-2.2%	3.2%
油	2.7%	-1.9%	-0.4%	1.5%	-3.5%	6.0%
铜	-5.5%	-6.7%	-1.3%	-1.0%	-2.9%	-4.6%

来源：GFD、FRED、华福证券研究所；T 代表美联储首次降息月份，统计 1981 年以来的 8 轮降息周期（1981、1984、1989、1995、1998、2001、2007、2019）

图表 25：2024 年美国赤字率有望从上年的 6.3% 提升至 6.5%



来源：FRED、Factset、华福证券研究所



## 5 风险提示

**经济数据不及预期。**当期经济仍然存在较多不确定性，回升基础仍需巩固，国际形势严峻、国内需求不足等问题仍然存在。不过一系列政策措施陆续出台，未来经济恢复情况有待观察。

**海外市场大幅波动等。**日元套息交易余波仍在，叠加美联储年内降息空间存在不确定性，以及美国经济下行压力凸显，可能会导致年内海外市场大幅波动。

**地缘政治风险。**2024 年是全球超级大选年，政治风险或对大宗商品、权益资产的风险偏好带来影响。



## 分析师声明

本人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，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

## 一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

## 联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn