



下半年宏观经济和大类资产配置展望：筑底与蓄势

报告日期：2024年7月2日

——2024年下半年宏观经济展望

宏观研究员：郑后成

执业编号：S0990521090001

电话：0755-83008511

E-mail: houchengzheng@163.com

风险因素

- 1.我国内需走强程度超预期；
- 2.全球宏观经济上行幅度超预期。

相关报告

- 1.英大宏观评论（20240530）超长期特别国债大幅推升通货膨胀的概率较低，或存在更优的购买超长期特别国债的时点
- 2.英大宏观评论（20240506）国家战略科技力量是新质生产力的重要推动者，2季度央行大概率继续降准或降息
- 3.英大宏观评论（20240312）“5.0%左右”GDP增速目标符合预期，年内央行大概率还将降准或降息
- 4.英大宏观评论（20240221）2季度CPI均值大概率高于1季度，2024年PPI大幅上行概率较低
- 5.英大宏观评论（20231219）“高质量发展”是2024年工作重点，中短期内我国PPI当月同比难以大幅上行
- 6.英大宏观评论（20231215）“一个中心，两个基本点”是中央经济工作会议“规律性认识”的内核
- 7.英大宏观评论（20231212）2024年GDP增速目标或为“5.0%左右”，“稳中偏松”大概率是2024年货币政策的主基调
- 8.英大宏观评论（20231114）“加强金融监管”位列重点工作之首，未来4-5年我国货币政策力度总体不弱
- 9.英大宏观评论（20231026）增发万亿国债对我国宏观经济与资本市场的影响分析
- 10.英大宏观评论（20230817）7月大概率是CPI当月同比的年内低点，高M2同比与低CPI同比并存是中外常态
- 11.英大宏观评论（20230731）“稳就业”被提高到战略高度通盘考虑，人民币汇率中期升值是大概率事件

年度展望报告

- 1.英大证券2022年度宏观经济与大类资产配置：5.5%引领投资与金融，油铜冲高，金猪蓄势，债强股不弱（20220119）
- 2.英大证券2021年度宏观经济与大类资产配置：经济“上”，货币“稳”，有色、原油、A股“优”（20210111）

报告概要：

- 一、美国宏观经济或将承压，首次降息时点大概率落在下半年；
- 二、下半年PPI当月同比转正概率较低，我国宏观经济或将依旧处于“筑底”阶段；
- 三、人民币汇率与A股处于“蓄势”阶段，下半年国际金价难以大幅下行。

目录

一、美国宏观经济或将承压，首次降息时点大概率落在下半年	3
二、下半年 PPI 当月同比转正概率较低，我国宏观经济或将依旧处于“筑底”阶段	4
三、人民币汇率与 A 股处于“蓄势”阶段，下半年国际金价难以大幅下行	7

全球与中国宏观经济走势在根本上决定股、债、汇、商等大类资产价格走势，进而对资本市场产生深远影响。准确研判全球与中国宏观经济走势，是做好大类资产配置的前提条件，也是在资本市场中取得良好收益的必要基础。

一、美国宏观经济或将承压，首次降息时点大概率落在下半年

作为全球 GDP 占比达 25% 左右的第一大经济体，美国经济走势在较大程度上影响全球经济走势。关于美国经济，目前资本市场关注的焦点有两个：**一是**包括美国在内的全球宏观经济是处于去库存阶段，还是处于补库存阶段？**二是**美联储将在何时启动降息进程？

针对第一个问题，基于主观判断的“软指标”方面，摩根大通全球制造业 PMI 连续 4 个月位于荣枯线之上，以及美国 Markit 制造业 PMI 连续 5 个月处于扩张区间，欧元区、日本、英国制造业 PMI 均出现上行走势，尤其是日本、英国制造业 PMI 跃至荣枯线之上，但是依旧存在利空因素，即美国 ISM 制造业 PMI 连续 2 个月位于荣枯线之下。源于经济实际运行的“硬指标”方面，1 季度美国不变价 GDP 环比折年率终值录得 1.40%，低于初值 0.20 个百分点，创 2022 年 3 季度以来新低，以及 5 月美国制造业产能利用率录得 77.05%，虽然较前值上行 0.55 个百分点，但是总体呈震荡下行走势，预示美国宏观经济或将进入衰退阶段。“软指标”与“硬指标”出现一定程度的背离，一个可能的解释是，“硬指标”的走弱，强化包括美联储的降息预期，进而提振“软指标”。从宏观逻辑上看，在美国联邦基金利率目标区间维持在 5.25% 至 5.5% 之间不变的背景下，美国宏观经济大概率是承压的。

图 1：美国制造业产能利用率震荡下行，预示美国宏观经济或将进入衰退阶段（%）

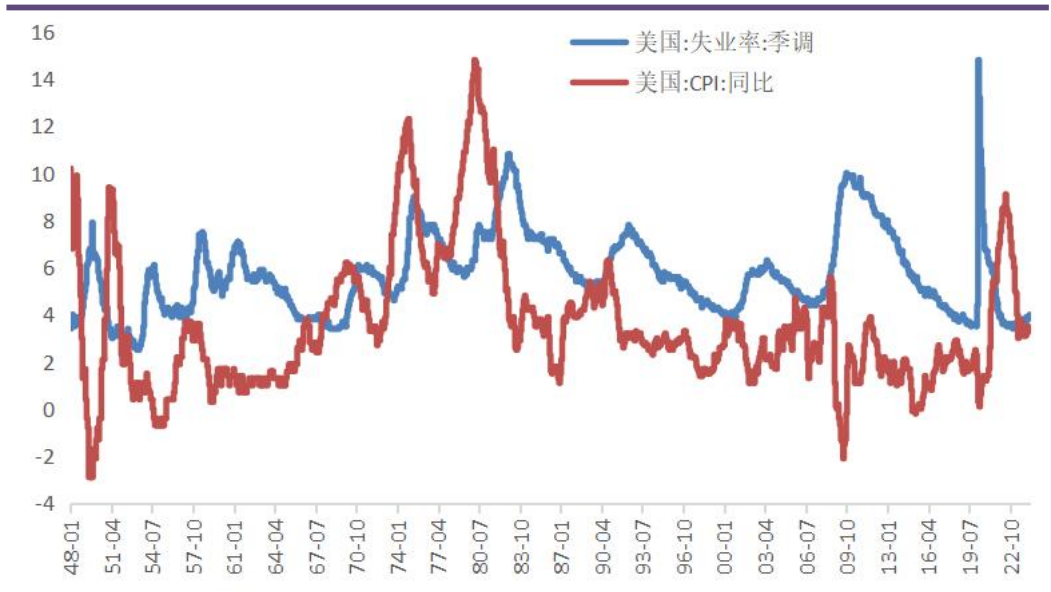


数据来源：WIND 英大证券研究所整理

针对第二个问题，众所周知，美联储利率政策锚定的是美国 CPI 同比与美国失业率。**通胀方面**，鉴于美国 CPI 同比与国际油价同比的走势高度相关，在 2023 年 6 月、7 月、8 月、9 月美国 WTI 原油价格的月度均值分别为 70.35 美元/桶、75.81 美元/桶、81.29 美元/桶、89.23 美元/桶，呈稳步上行走势的背景下，预计 2024 年 7-9 月美国 WTI 原油价格月度

均值的同比大概率逐月稳步下行，这就意味着 2024 年 7 月、8 月、9 月美国 CPI 同比大概率逐月稳步下行。据此推断，在 5 月美国 CPI 同比录得 3.30% 的基础上，美国 CPI 同比在未来 4 个月内大概率跌破 3.0%。**失业率方面**，5 月美国失业率录得 4.0%，在美国宏观经济承压的背景下，预计美国失业率在未来 4 个月内大概率升破 4.0%。对这一判断形成支撑的是，2021 年 12 月以来，美国失业率走出了“圆弧底”的形态，目前正处于“圆弧底”的右半侧。参照以往几轮周期的经验，本轮周期中美国失业率大概率向上突破“圆弧底”上沿，且上攻“6.0%”这一整数关口。最后，以通胀率为“轴”，在 7 月、8 月、9 月这三个月中，9 月美国 CPI 同比大概率是最低的，该数据在 10 月中旬公布，紧接着的美联储议息会议在 11 月 6-7 日召开，这就意味着美联储年内首次降息的时点，大概率落在 11 月或 9 月。

图 2: 美国失业率大概率向上突破“圆弧底”上沿，上攻“6.0%”这一整数关口(%)



数据来源: WIND 英大证券研究所整理

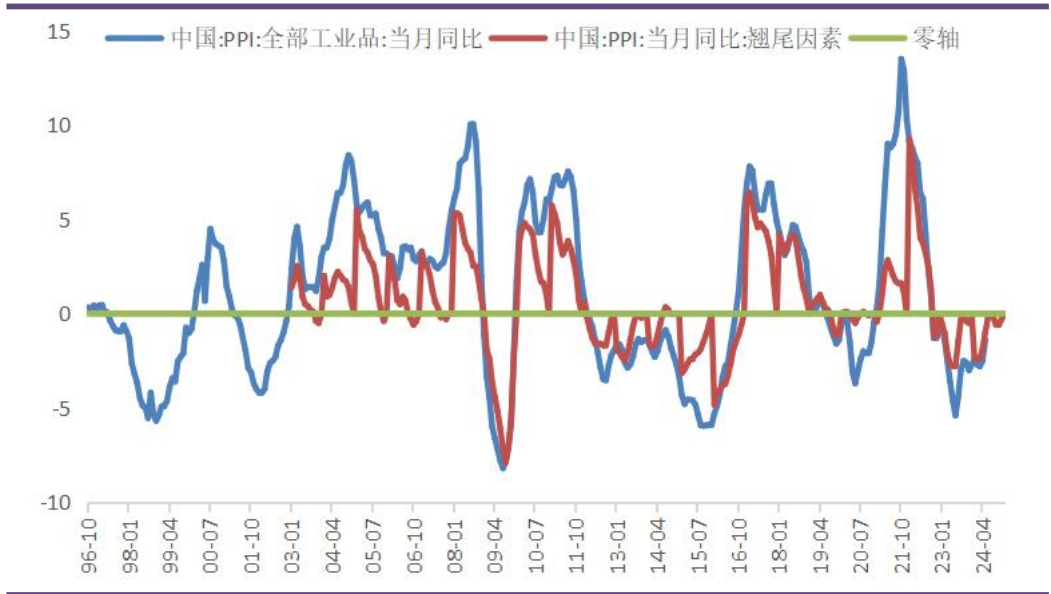
二、下半年 PPI 当月同比转正概率较低，我国宏观经济或将依旧处于“筑底”阶段

价格机制是指在竞争过程中，与供求相互联系、相互制约的市场价格的形成和运行机制。在供求机制的作用下，价格发生变动，反过来，价格的变动对供求机制以及经济活动产生重要影响。

PPI 当月同比即工业生产者出厂价格，是宏观经济价格体系的重要组成部分。PPI 当月同比位于正值区间，表明工业生产者出厂价格高于上一年，预示宏观经济走势向好；PPI 当月同比位于负值区间，表明工业生产者出厂价格低于上一年，预示宏观经济走势或将承压。5 月我国 PPI 当月同比录得 -1.40%，持续 20 个月位于负值区间。预计 2024 年 6-12 月 PPI 当月同比转正的概率较低。已经公布的 2024 年 6-12 月我国 PPI 当月同比翘尾因素分别为 -0.20%、0、-0.20、-0.60%、-0.60%、-0.30%、0。从历史经验看，在 PPI 当月同比翘尾因素低于零的背景下，PPI 当月同比大概率低于 PPI 当月同比翘尾因素，也就是大概率低于零。与之相印证的宏观逻辑是，美联储致力于将通胀率降至“2.0%左右”，也就是说，在 5 月

录得 3.30%的基础上,在美国联邦基金目标利率位于高位,以及美国宏观经济走弱的背景下,美国 CPI 同比在中短期内大概率向 2.0%靠拢。另一方面,从长周期看,我国 PPI 当月同比与美国 CPI 同比的走势是趋同的,二者的相关系数是 0.58,为中度正相关,其背后的宏观逻辑是我国 PPI 当月同比与美国 CPI 同比的核心决定因素均是全球宏观经济走势。因此,在美国 CPI 同比从 5 月的 3.30%向“2.0%左右”靠拢的过程中,我国 PPI 当月同比大概率不具备大幅上行的基础。

图 3: 在经济周期底部, PPI 当月同比大概率低于 PPI 当月同比翘尾因素 (%)



数据来源: WIND 英大证券研究所整理

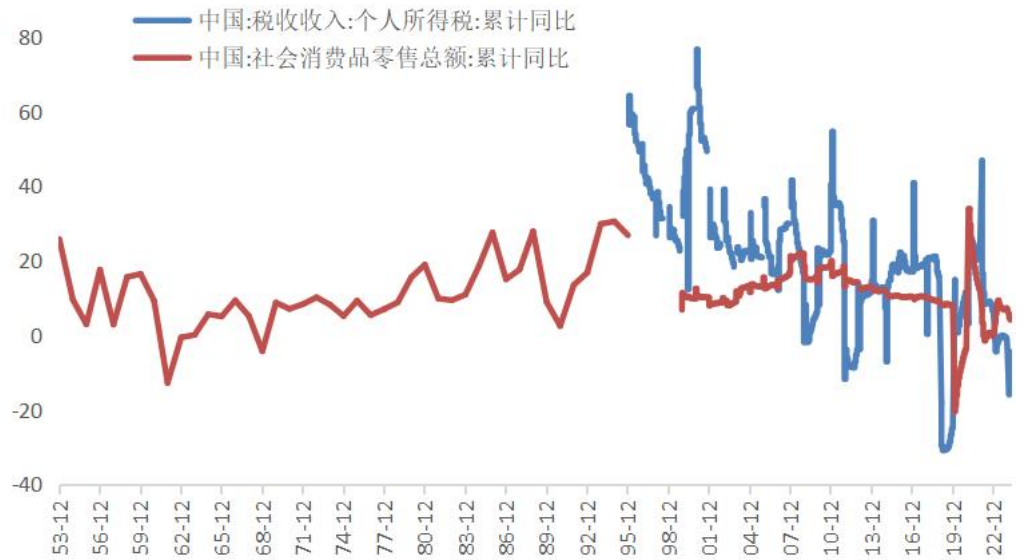
在 6-12 月我国 PPI 当月同比转正概率较低的前提下,一个总体的判断是,下半年我国宏观经济增速可能不具备大幅上行的基础。以下从宏观经济“三驾马车”的角度展开分析。

下半年我国出口增速大幅上行概率较低。全球宏观经济情况是我国出口增速的核心决定因素。美国作为全球核心消费国,其消费在全球宏观经济中的占比约为 17%。在美国联邦基金目标利率位于高位的背景下,“美国销售总额同比+美国库存总额同比”这一表征美国需求与生产情况的复合指标大概率承压下行,这将压低对我国消费品与资本品的需求,进而对我国出口增速形成一定利空。换个角度看,在 6-12 月我国 PPI 当月同比转正概率较低的背景下,出口增速作为名义变量,缺乏来自价格方面的强有力支撑。综上,下半年我国出口增速大幅上行的概率较低。值得指出的是,鉴于 2023 年下半年我国出口金额基数较低,因此 2024 年下半年我国出口金额当月同比可能也不具备大幅下行的基础。

下半年消费增速可能还将面临一定制约因素。2023 年 2-12 月我国个人所得税税收收入累计同比持续录得负增长,在此基础上,2024 年 2-4 月个人所得税税收收入累计同比分别录得-15.90%、-4.50%、-7.0%,预示居民收入在 2023 年与 2024 年持续承压。与之相对应的是,4 月消费者信心指数录得 88.20,创近 4 个月新低,且自 2022 年 4 月以来持续位于 100 这一荣枯线之下,中短期之内大幅改善概率较低。最后,在 PPI 当月同比年内难以转正

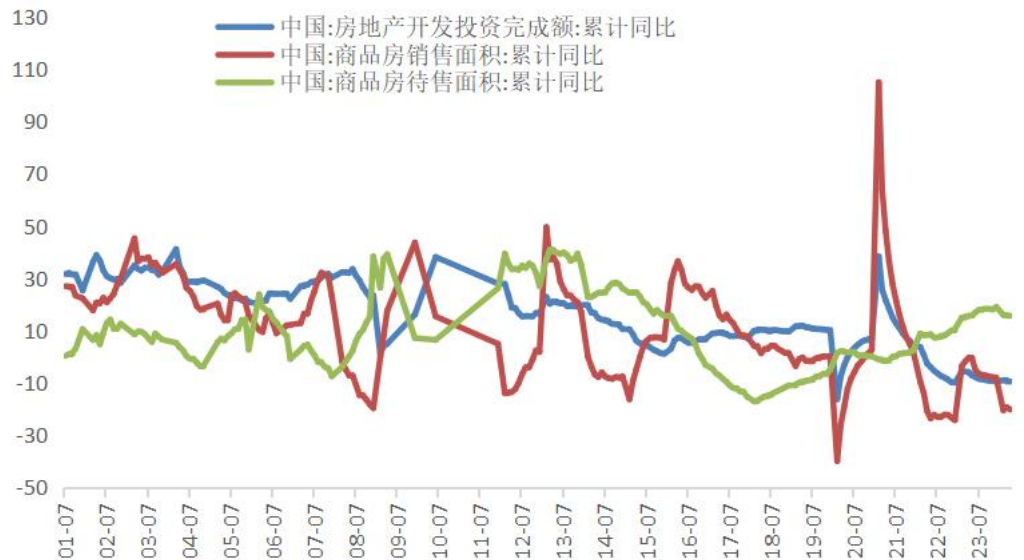
的背景下，下半年我国核心CPI当月同比与交通工具用燃料CPI当月同比大概率不具备大幅上行的基础，尤其是3季度，预计下半年我国CPI当月同比难以大幅高于上半年，在价格角度有力支撑下半年消费增速的概率较低。

图 4：居民收入增速在 2023 年与 2024 年持续承压，难以有效提振消费增速（%）



数据来源：WIND 英大证券研究所整理

图 5：房地产市场“供大于求”还将持续，对 6-10 月房地产投资增速形成利空（%）



数据来源：WIND 英大证券研究所整理

10 月之前房地产投资增速或将继续承压。上半年房地产市场重磅政策持续落地，但是房地产市场并未有明显起色，体现为两点：一是国房景气指数连续 29 个月位于 100 这一荣枯线之下，5 月录得 92.01，续创 1995 年 3 月有数据记录以来新低；二是 70 大中城市新建商品住宅价格指数当月同比连续 26 个月位于负值区间，5 月录得-4.30%，创 2015 年 8 月以来新低。5 月 17 日央行取消全国层面首套住房和二套住房商业性个人住房贷款利率政策下



限，下调个人住房公积金贷款利率以及商业性个人住房贷款最低首付款比例，但是在 2-5 月商品房销售面积累计同比录得深度负增长，叠加商品房待售面积累计同比持续位于高位的背景下，“供大于求”这一现状在短期之内大概率还将持续，对 6-10 月房地产投资增速形成一定压制。

全年基建投资增速有 75% 的概率低于 4 月的 7.78%。3 月 5 日《政府工作报告》提出，“从今年开始拟连续几年发行超长期特别国债，专项用于国家重大战略实施和重点领域安全能力建设”。超长期特别国债主要用于“加快实现高水平科技自立自强、推进城乡融合发展、促进区域协调发展、提升粮食和能源资源安全保障能力、推动人口高质量发展、全面推进美丽中国建设”等领域，主要聚焦在基础设施建设领域，这将对基建投资起到支撑作用。但是要注意到，在当前我国财政收支承压的背景下，超长期特别国债发行主要“为系统解决强国建设、民族复兴进程中一些重大项目建设的资金问题”，因此基建投资在资金来源方面依旧面临较大压力。此外，从历史经验看，在过往 20 年里，全年基建投资增速低于 1-4 月的有 15 年，占比 75%。2024 年 1-4 月基础设施建设投资完成额累计同比为 7.78%，如果经验规律成立的话，则 2024 年全年基建投资增速有 75% 的概率低于 7.78%。

制造业投资增速大概率在 5 月 9.60% 的基础上下行。2 月 23 日中央财经委员会第四次会议提出，“推动新一轮大规模设备更新和消费品以旧换新，有效降低全社会物流成本”。3 月 7 日国务院印发《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》，提出要实施设备更新行动。在推动新一轮大规模设备更新的背景下，2-3 月制造业投资增速分别录得 9.40%、9.90%，创 2022 年 10 月以来新高。4 月、5 月分别录得 9.70%、9.60%，出现小幅下行。下半年能否重振此前的强势上行趋势？1 季度我国工业产能利用率、制造业产能利用率分别录得 73.60%、73.76%，分别较前值大幅下行 2.30、2.24 个百分点，均创 2020 年 2 季度以来新低，表明工业与制造业面临一定压力，叠加考虑下半年 PPI 当月同比大概率位于负值区间，预计制造业投资增速大概率在 5 月 9.60% 的基础上下行。

三、人民币汇率与 A 股处于“蓄势”阶段，下半年国际金价难以大幅下行

股、债、汇、商等大类资产价格与宏观经济高度相关，其中人民币汇率本身就是宏观经济的重要组成部分之一。在宏观经济主要指标的“运动”过程中，大类资产呈现出不同但是具有较强相关性的“运动轨迹”。

人民币汇率继续“筑底”，为 2025 年可能的升值趋势做准备。虽然美国 ISM 制造业 PMI 连续 2 个月位于荣枯线之下，美国工业产能利用率震荡下行，美国失业率走出“圆弧底”的形态，但是美国 Markit 制造业 PMI 连续 5 个月位于荣枯线之上，与此同时，我国房地产投资增速在短期内企稳概率较低，因此在美联储首次降息之前，人民币汇率大概率还将承受一定压力。从 2019 年-2020 年美联储降息过程看，在降息初期人民币汇率还是承压的。与之相印证的是，2024 年下半年我国出口增速大幅上行概率较低，而从历史走势看，在出

口增速承压的背景下，人民币汇率大概率面临贬值压力。最后，从人民币汇率的周期看，2015年“811汇改”之后，人民币汇率走势存在时长为3-4年左右的周期特征，目前处于周期的底部区间。综上，2024年下半年人民币汇率或呈“蓄势”状态，为2025年可能到来的升值趋势做准备。

图 6：2015 年“811 汇改”之后，人民币汇率走势存在时长为 3-4 年的周期特征



数据来源：WIND 英大证券研究所整理

图 7：美元指数一旦高位回落，将对国际金价形成支撑（美元/盎司）



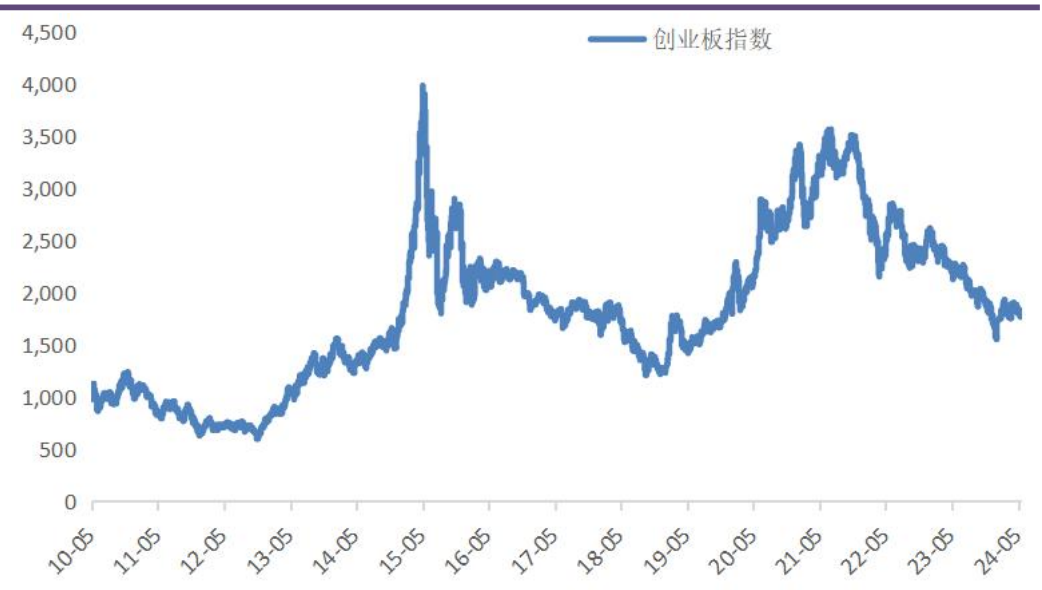
数据来源：WIND

国际金价或不具备大幅下行基础。从历史经验看，在本世纪美联储三次降息期间，国际金价均呈上行走势，其支撑因素有两个：一是美联储降息直接压低 10 年期美债收益率；二是美联储降息压低美欧利差，进而对美元指数形成较大压力。目前 10 年期美债收益率与美元指数均位于高位，一旦美联储降息，二者将自高位回落，对国际金价形成“双重”支

撑。问题的关键是，在美联储未启动降息进程之前，国际金价走势如何？这一问题的答案可以从美联储停止加息的这一段期间得出。在美国联邦基金目标利率位于高位的背景下，美国宏观经济走弱预期强化并得到验证，以及美联储降息预期强化，对国际金价起到较强的推升作用。值得指出的是，在全球宏观经济走弱期间，地缘冲突可能加剧，风险事件发生频率上升，均对国际金价形成支撑。因此，下半年国际金价或不具备大幅下行的基础。

3 季度利率债价格有支撑，4 季度难以大幅下行。我国宏观经济与通货膨胀走势，以及央行货币政策操作三者宏观逻辑上是一致的，是决定利率债价格走势的“三支箭”。一方面，下半年我国出口增速大幅上行概率较低，预示下半年我国进口增速大概率也将承压，国内宏观经济还将面临一定压力。另一方面，下半年 PPI 当月同比位于负值区间，从价格角度看国内宏观经济可能面临一定压力。在此背景下，430 政治局提出“要灵活运用利率和存款准备金率等政策工具”，据此推断，中短期内央行大概率降息以及降准。与以上判断相印证的是，5 月 M1 同比录得-4.20%，创 1986 年 12 月有数据记录以来新低，5 月 M2 同比录得 7.0%，续创 1986 年 12 月有数据记录以来新低，以及 5 月社会融资规模存量同比录得 8.40%，为 2003 年 12 月有数据记录以来次低值，预示实体经济融资需求较弱。以上均对 3 季度利率债价格形成支撑，预计 4 季度利率债价格难以大幅下行。

图 8：创业板指数在年 K 线上存在较为明显的“三连涨-三连跌-三连涨”的特征



数据来源：WIND 英大证券研究所整理

A 股“下有底”，“反转”时点或在 2025 年。4 月 12 日发布的新《国九条》高度重视“促进市场平稳运行”与“加强交易监管”，提出“强化股市风险综合研判”，“加强战略性力量储备和稳定机制建设”，“强化底线思维，完善极端情形的应对措施”，“严肃查处操纵市场恶意做空等违法违规行为，强化震慑警示”。在此背景下，A 股大盘具有较为坚实的底部基础。但是，下半年 PPI 当月同比大概率依旧位于负值区间，预示宏观经济形势可能不会非常乐观，在分子端对 A 股市场形成压力。从图形走势看，创业板指数在年 K 线上存在较为明显的“三连涨-三连跌-三连涨-三连跌”的特征。在 2022 年与 2023 年连续



两年收阴的基础上，不排除 2024 年创业板指数年 K 线继续收阴的可能。值得指出的是，在全球降息潮即将来临，美元指数大概率启动下行进程，以及房地产政策传导到位的背景下，A 股市场有望在 2024 年下半年“筑底”与“蓄势”的基础上，于 2025 年出现“反转”。

风险提示及免责条款

股市有风险，投资需谨慎。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见、观点或结论是否符合其特定状况。据此投资，责任自负。

本报告中所依据的信息、资料及数据均来源于公开可获得渠道，英大证券研究所力求其准确可靠，但对其准确性及完整性不做任何保证。客户应保持谨慎的态度在核实后使用，并独立作出投资决策。

本报告为英大证券有限责任公司所有。未经本公司授权或同意，任何机构、个人不得以任何形式将本报告全部或部分刊载、转载、转发，或向其他人分发。如因此产生问题，由转发者承担相应责任。本公司保留相关责任追究的权利。

请客户注意甄别、慎重使用媒体上刊载的本公司的证券研究报告，在充分咨询本公司有关证券分析师、投资顾问或其他服务人员意见后，正确使用公司的研究报告。

根据中国证监会下发的《关于核准英大证券有限责任公司资产管理和证券投资咨询业务资格的批复》（证监许可[2009]1189号），英大证券有限责任公司具有证券投资咨询业务资格。
