

主要结论:

- 宏观经济: 始于 2011 年的本轮产能收缩可能进入后半段, 经济在 2015-16 年可能筑底, 而从短期来看, 经济二季度环比回升, 同比略低于或持平于一季度, 通胀整体较为温和, 上半年是底部区域, 预计全年平均为 1.2%。
- 权益投资策略: 创业板目前已被过度超配, 从风险收益比的角度短期应重点关注前期涨幅小、业绩稳定、估值水平合理的板块, 同时在短期经济下行压力增加的情况下也应适当关注稳增长相关板块。
- 债券投资策略: 短期经济的弱企稳难以构成对长债的实质性利空冲击, 机会仍大于风险。具体品种方面, 中长端利率债和中高等级信用债收益率有下行空间, 转债可保持高仓位。

内容摘要:

宏观经济: 二季度经济企稳概率增加, 但下半年仍面临下行风险。从产能周期判断中期增长, 始于 2011 年的本轮产能收缩可能进入后半段, 经济在 2015-16 年可能筑底, 理由是: 根据 5-6 年的资本支出周期, 始于 2011 年的收缩已持续了 2-3 年, 大宗供给冲击缓解, 美元上升冲击缓解, 大宗价格剧烈下行风险较低。而从短期来看, 经济二季度环比回升, 同比略低于或持平于一季度, 三季度同比或有回升, 四季度同比有再度回落风险; 通胀整体较为温和, 上半年是底部区域, 预计全年平均为 1.2%。

权益投资策略: 从影响风险溢价的两个主要因素来看, 流动性仍将维持宽松而政府对于股市的态度已开始纠结, 虽然决定 A 股长期走牛的因素尚未发生改变, 但是政策变化的影响将会使市场短期面临一定压力。板块方面, 创业板目前已被过度超配, 从风险收益比的角度短期应重点关注前期涨幅小、业绩稳定、估值水平合理的板块, 同时在短期经济下行压力增加的情况下也应适当关注稳增长相关板块。

债券投资策略: 货币政策宽松趋势已经形成, 二季度财政政策力度有望加码, 但是当前不存在经济大幅度反弹的基础与条件, 短期的弱企稳难以构成对长债的实质性利空冲击, 综合来看, 机会大于风险。具体品种方面, 中长端利率债和中高等级信用债收益率有下行空间, 转债可保持高仓位。

1. 宏观经济

重要宏观经济指标预测（5月）

指标	上期数值 (4月)	市场预测 (实际数值)	内部 预测
GDP:当季(%)	-	-	-
社会消费品零售(%)	10.0	10	10
工业增加值(%)	5.9	-	6.1
出口(%)	-6.4	-0.3	-3
固定资产投资:累计(%)	12.0	12.5	12.2
CPI(%)	1.5	1.4	1.3
M2(%)	10.1	11.1	10
人民币贷款:新增(亿元)	7079	9000	7000

资产配置观点——一季度

权益资产	固定收益资产	货币资产
超配	标配	低配

注：资产配置观点分为超配，超配和低配。

权益资产超配为沪深300指数月度涨幅2%以上，中性为月度涨幅在2%至-2%之间，低配为指数月度跌幅2%以下。

固定收益资产超配为中债综合净价指数月度涨幅0.2%以上，中性为月度涨幅在0.2%至-0.2%之间，低配为指数月度跌幅0.2%以下。

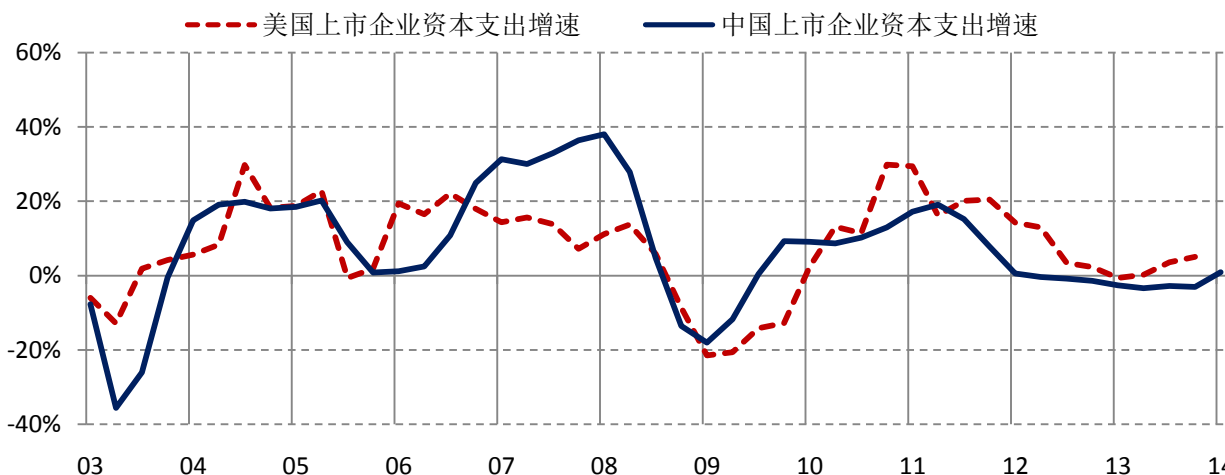
货币资产超配为银行间7日质押式回购利率月度加权上行15BP以上，中性为月度加权变化在15BP到-15BP之间，低配为单月下行15BP以上。

经济增长方面，二季度经济企稳概率增加，但下半年仍面临下行风险。从产能周期判断中期增长，始于2011年的本轮产能收缩可能进入后半段，经济在2015-16年可能筑底，理由是根据5-6年的资本支出周期，始于2011年的收缩已持续收缩了2-3年，大宗供给冲击缓解，美元上升冲击缓解，大宗价格剧烈下行风险较低。而从短期来看，经济二季度环比回升，同比略低于或持平于一季度，三季度同比或有回升，四季度同比有再度回落风险。通胀整体较为温和，上半年是底部区域，预计全年平均为1.2%。

一季度增长跌至下限，稳增长压力进一步增大。二季度政策进一步发力，央行的主动作为改善货币条件，财政政策也将更加积极。从粗钢产量、六大电厂的耗煤量等高频数据看，短期生产端有一定改善趋势，房地产销售一枝独秀，工业品价格也有一定企稳，部分拐点确认指标有所好转。

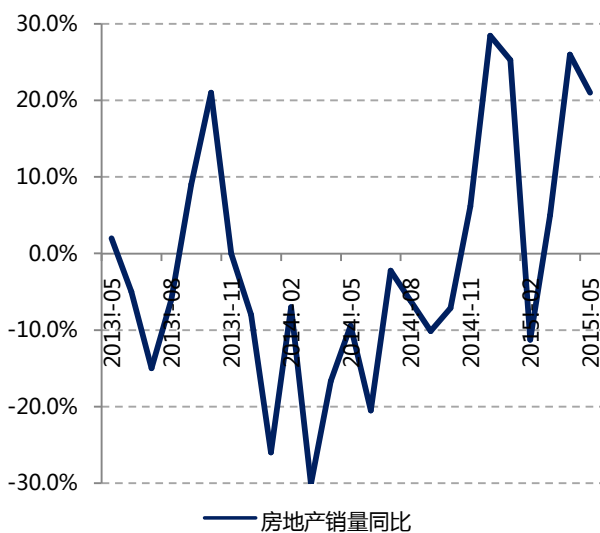
我们目前关注的问题是经济是否有向上的周期性因素。国内方面，目前库存水平较低，大宗商品价格有所稳定，利于库存的回补或去化放缓。同时，外需短期有望改善。美国方面，经济二季度大概率反弹：稳定的收入和低油价均为居民消费持续助力，同时一季度受天气的拖累因素消失；政府支出在二季度对经济的影响会由拖累转向提升。欧洲方面，有继续温和复苏的趋势：QE持续改善信贷环境，助力经济反弹；欧元区贬值对出口有正面贡献。

图表 1: 本轮资本支出周期开始于 2011 年, 5 年周期推算 2016 年结束, 已经持续收缩了 2-3 年

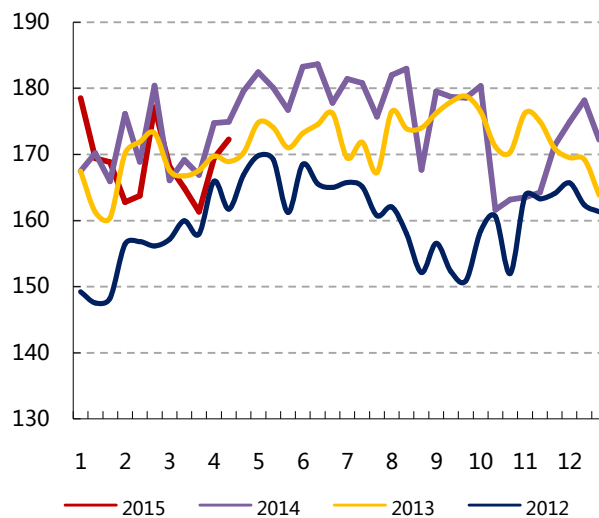


资料来源: WIND、工银瑞信

图表 2: 地产销售 3 月以来明显回升



图表 3: 粗钢产量上升



资料来源: WIND、工银瑞信

2. 权益投资策略

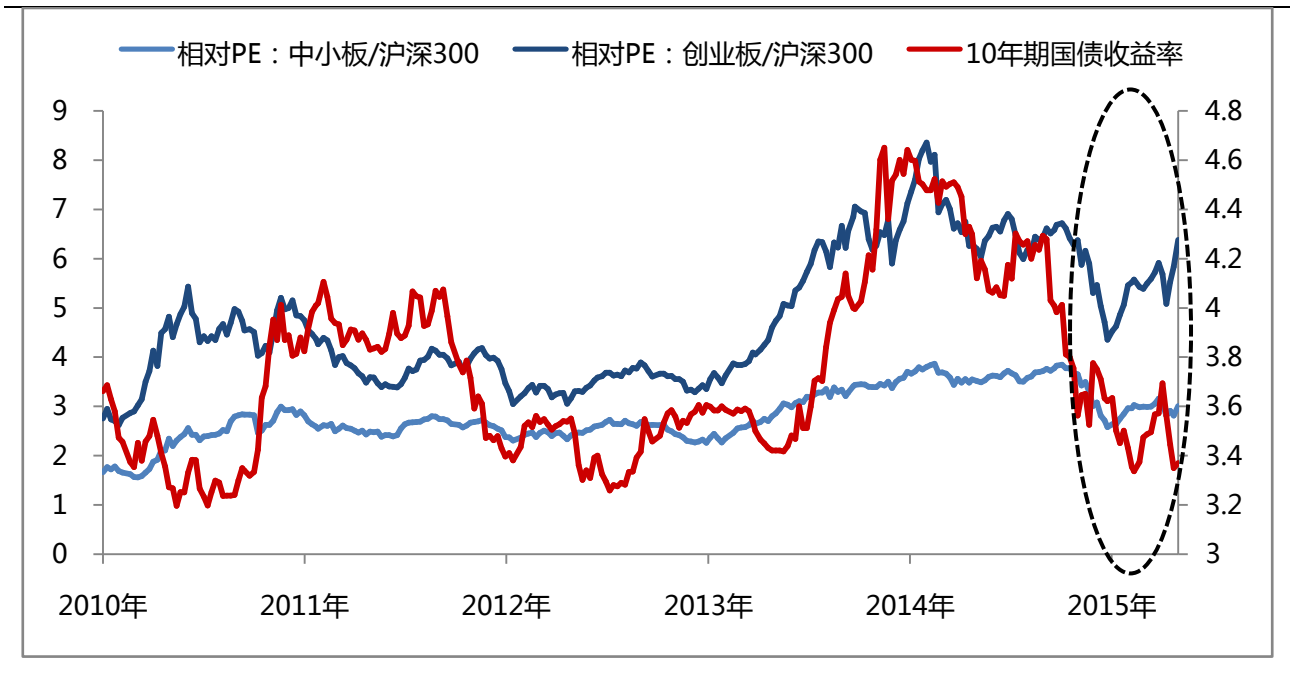
目前经济增长下行压力依然较大, 工业品通缩压力仍然不减, 今年以来的估值提升主要受风险溢价回落的推升, 从影响风险溢价的两个主要因素来看, 流动性仍将维持宽松而政府对于股市的态度已开始纠结, 虽然决定 A 股长期走牛的因素尚未发生改变, 但是政策变化的影响将会使市场短期面临一定压力, 至少上涨的速度将放缓。

A 股目前所处环境与 1996 年极为相似, 利率趋势下行推动股市上涨。借鉴当时导致牛市终结的两个主要原因: 资金由股市流向实体和地产以及新股大量发行, 目前都还不具备,

但是需要防范为降温市场而出台的如控杠杆、加速 IPO、加快新三板转板等政策对市场结构的影响。

创业板目前已被过度超配，从风险收益比的角度短期应重点关注前期涨幅小、业绩稳定、估值水平合理的板块，同时在短期经济下行压力增加的情况下也应适当关注稳增长相关板块。

图表 4：配置建议仍以低估值蓝筹为主



3. 债券投资策略

固定收益投资策略：货币和财政政策放松力度将加大，但当前不存在大幅度反弹的基础和条件，短期经济弱企稳下，债券机会大于风险。

短期经济弱企稳，货币政策宽松下，债券难有实质性利空冲击。基本面方面，货币政策宽松趋势已经形成，二季度财政政策力度有望加码，经济或可见复苏拐点。但在地产投资趋势下滑以及经济改革的背景下，不存在经济大幅度反弹的基础与条件。通胀方面，经济弱企稳下，难有物价大幅反弹，且美元弱势下大宗商品价格反弹带来输入性通胀概率较小。综合而言，短期的弱企稳难以构成对长债的实质性利空冲击，债券机会大于风险。

具体品种方面，中长端利率债和中高等级信用债收益率有下行空间，转债保持高仓位。对于利率债而言，在期限利差较高同时经济基本面依旧弱势的情况下，中长端利率债具有一定配置价值。对于信用债而言，目前正处于信用风险高发阶段，风险溢价正在提高，低

等级信用债将被市场抛弃，中高等级信用债收益率仍有下行空间。对于可转债，随着大盘转债的消亡，转债市场进入了中小盘转债主导的时代，也因此个券的分化会更为明显，在股票依旧处于牛市的背景下，建议转债继续保持高仓位。

图表 2：利率信用绝对收益率与利差

利率债					信用债				
金融债收益率	1Y	3Y	5Y	10Y	绝对收益率	3年 AAA	3年 AA+	3年 AA	5年城投
当前值	2.56	3.36	3.57	3.88	当前值	4.01	4.45	4.95	5.32
分位数	28%	30%	25%	23%	分位数	28%	28%	34%	12%
期限利差(BPs)	3Y-1Y	5Y-3Y	7Y-5Y	10Y-7Y	信用利差(BPs)	3年 AAA	3年 AA+	3年 AA	AA 城投产业利差
当前值	89	23	30	4	当前值	34	103	153	10
分位数	97%	63%	89%	16%	分位数	19%	45%	64%	7%

资料来源：WIND、工银瑞信

重要提示:

本材料为客户服务材料，不构成任何投资建议或承诺，本材料并非基金宣传推介材料，亦不构成任何法律文件。投资有风险，过往业绩并不代表其未来表现，基金管理人管理的其他基金的业绩不构成新基金业绩表现的保证，有关数据仅供参考，不构成任何承诺。投资者投资工银瑞信基金管理有限公司管理的的产品时，应认真阅读相关法律文件。

工银瑞信在本材料中的所有观点仅代表工银瑞信在本材料成文时的观点，工银瑞信有权对其进行调整。若本材料转载第三方报告或资料，转载内容仅代表该第三方观点，并不代表工银瑞信的立场。除非另有明确说明，本材料的版权为工银瑞信所有。未经工银瑞信的书面许可，任何机构和个人不得以任何形式转发、复制或修改。

公司地址：北京市西城区金融大街5号新盛大厦A座6-9层

邮政编码：100033

客服热线：400-811-9999（免长途费）

公司网址：www.icbccs.com.cn