

主要结论:

- 宏观经济: 经济增长方面, 预计经济2季度环比回升, 同比持平或下行, 3季度同比或有回升。通胀整体较为温和, 上半年是底部区域, 预计全年平均1.2%。长期看, 经济将处于“新常态”, 利率也将表现出“新中性”。
- 权益投资策略: 在短期市场面临调整的情况下, 板块上依然是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, 同时也应适当关注稳增长相关板块。
- 债券投资策略: 短期经济下行惯性大, 政策仍将宽松, 注意稳增长效果显现对债市的冲击; 中长期经济处于持续下行, 债市牛市可期。具体品种方面, 稳增长下短期利率承压, 信用债继续分化, 转债保持高仓位。

内容摘要:

宏观经济: 预计经济2季度环比回升, 同比持平或下行, 3季度同比或有回升。通胀整体较为温和, 上半年是底部区域, 预计全年平均1.2%。长期看, 经济将处于“新常态”, 利率也将表现出“新中性”。金融危机5年之后, 全球增长仍未恢复至危机前的水平, 主要原因是劳动力人口增速下降导致经济潜在增长速度下降, 而同时资本形成放缓加上居民消费增速放缓, 进一步导致了实际增长尚未恢复到潜在水平。除非私人部门重新加杠杆, 否则经济增长可能将长期低于危机前水平, 这意味着利率也将长期低于危机前水平。

权益投资策略: 在经济基本面依旧疲弱的情况下, 央行在“锁短”之后必然会加大“放长”的力度, 我们长期看好股票市场的逻辑依旧没有变化。随着未来长端利率的回落, 依然看好蓝筹股相对小票的表现。在短期市场面临调整的情况下, 板块上依然是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, 同时也应适当关注稳增长相关板块。

债券投资策略: 短期经济下行惯性大, 政策仍将宽松, 短期稳增长政策有望显效, 收益率将陡峭化上行; 但中长期来看, 改革仍是未来经济发展主线, 稳增长是权宜之计, 短期的弱企稳难以构成对长债的实质性利空冲击, 债券长期牛市可期。具体品种方面, 稳增长下短期利率承压, 信用债继续分化, 转债保持高仓位。

1. 宏观经济

重要宏观经济指标预测（6月）

指标	上期数值 (5月)	市场预测 (实际数值)	内部 预测
GDP:当季(%)	-	6.9	-
社会消费品零售(%)	10.0	10.1-	10
工业增加值(%)	5.9	6.0	5.9
出口(%)	-6.4	-5.3-	-3
固定资产投资:累计(%)	12.0	12.0	11.8
CPI(%)	1.5	1.3	1.3
M2(%)	10.1	10.4	10.2
人民币贷款:新增(亿元)	8045	8803	8000

资产配置观点-二季度

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。

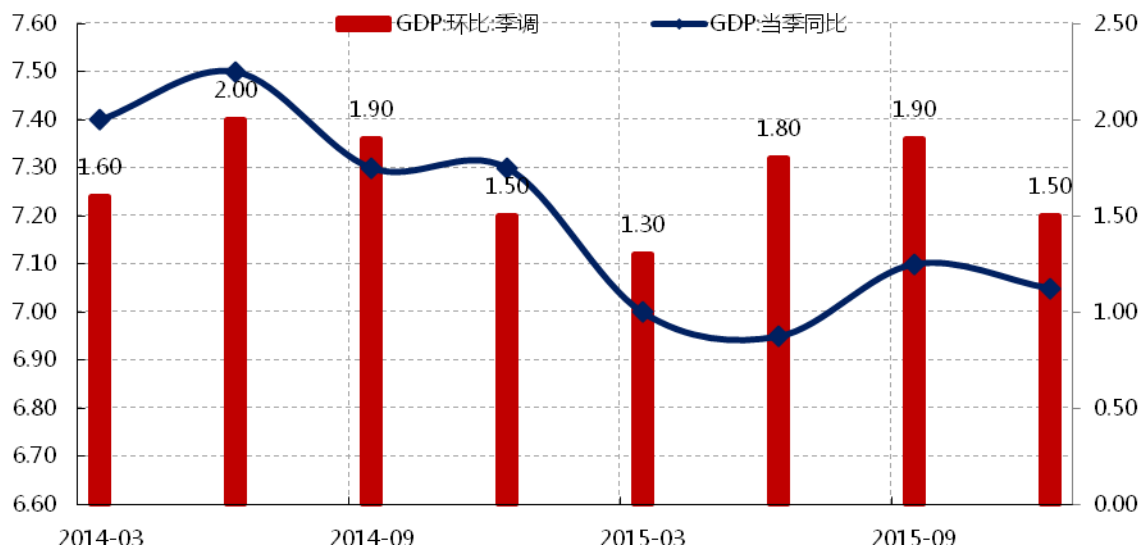
经济增长方面，预计经济2季度环比回升，同比持平或下行，3季度同比或有回升。通胀整体较为温和，上半年是底部区域，预计全年平均1.2%。

稳增长政策陆续出台并且在某些方面已经有了一定效果。刺激资金需求方面：房地产330新政执行以来，地产销售和价格逐渐恢复，超七成银行执行新政，二套房贷利率已开始松动；发改委密集批复项目，虽然钢铁等价格疲弱显示投资需求仍未改善，基建尚在“途中”，但预计后期随着资金到位，基建增速将冲高。增加资金供应方面，近期的一系列政策着重在缓解地方政府降杠杆的速度，包括盘活财政存量、地方政府债券发行加快、平台融资松绑、积极推进PPP等。这意味着地方政府基建投资资金需求将得到缓解。

外需方面，受天气影响较大的美国房地产市场明显复苏，消费为经济反弹助力，状况较差的制造业也有一定复苏，美国经济二季度大概率反弹。QE带来了流动性的持续宽松，使得欧元区经济复苏从德国扩散到意、法、西等。但希腊6、7月面临还账大考，或短暂影响欧元区复苏步伐。在美欧利差高企状态下，美元将维持强势震荡。

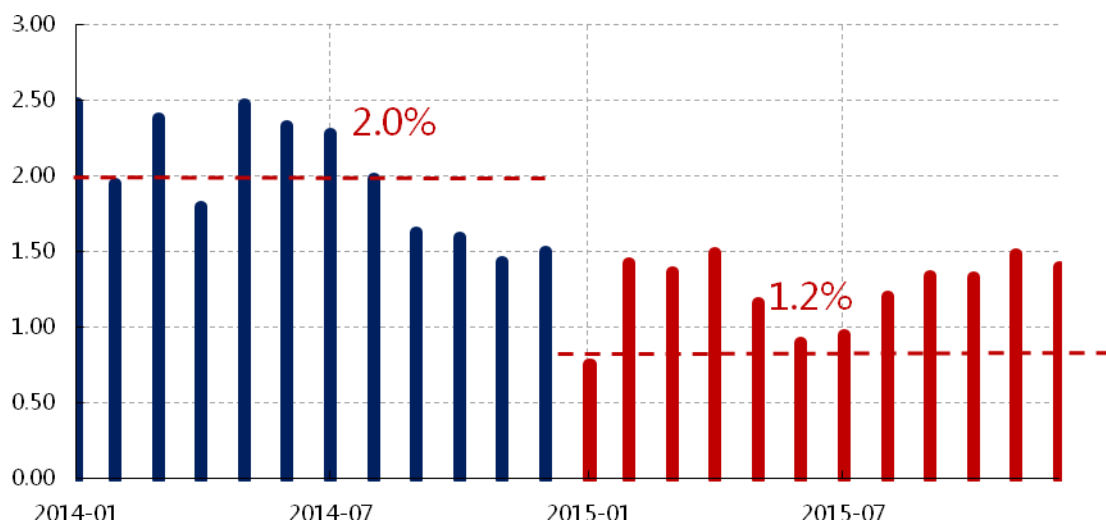
长期看，经济将处于“新常态”，利率也将表现出“新中性”。金融危机5年之后，全球增长仍未恢复至危机前的水平，主要原因是劳动力人口增速下降导致经济潜在增长速度下降，而同时资本形成放缓加上居民消费增速放缓，进一步导致了实际增长尚未恢复到潜在水平。除非私人部门重新加杠杆，否则经济增长可能将长期低于危机前水平。这意味着利率也将长期低于危机前水平。

图表 1: 2 季度 GDP 中受地产销售回升和金融行业火爆影响, 第三产业对 GDP 有所支撑



资料来源: WIND、工银瑞信

图表 2: 通胀整体较为温和, 上半年是底部区域, 全年平均 1.2%



资料来源: WIND、工银瑞信

2. 权益投资策略

经济的疲弱程度超出数据本身, 而短期宏观流动性的配置已经过度向股市倾斜。在经济下行压力下, 企业微观层面面临资产负债表衰退的风险, 从而导致企业在借贷行为上发生了改变; 而银行在超储率偏高的情况下存在贷款需求下降、配置长债意愿降低、严控银行资金入市等情况, 导致了债券期限利差不断扩大。五月的最后一周进行的正回购操作属于银行主动申请而非货币政策转向, 在经济基本面依旧疲弱的情况下, 央行在“锁短”之后必然会加大“放长”的力度, 我们长期看好股票市场的逻辑依旧没有变化。

随着未来长端利率的回落，依然看好蓝筹股相对小票的表现。在短期市场面临调整的情况下，板块上依然是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，同时也应适当关注稳增长相关板块。

图表 3: 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：短期经济下行惯性大，政策仍将宽松，注意稳增长效果显现对债市的冲击；中长期经济处于持续下行，中长期债市牛市可期。

稳增长政策加码，短期债市有冲击，中长期债券收益率下行。基本面方面，当前经济下行惯性大，货币政策宽松空间仍在，二季度财政政策力度继续加码。短期稳增长政策有望显效，收益率将陡峭化上行。但中长期来看，改革仍是未来经济发展主线，稳增长是权宜之计，短期的弱企稳难以构成对长债的实质性利空冲击，债券长期牛市可期。

具体品种方面，稳增长下短期利率承压，信用债继续分化，转债保持高仓位。对于利率债而言，短期在稳增长冲击下，长端利率只有波段机会，但中长期来看长端利率债仍有一定配置价值。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 4：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	2.67	3.53	3.79	4.04	当前值	4.1	4.59	5.01	5.43
分位数	29%	35%	37%	35%	分位数	31%	33%	38%	17%
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	91	25	27	2	当前值	30	99	141	9
分位数	98%	66%	83%	8%	分位数	16%	37%	48%	6%

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