

主要结论:

- 宏观经济: 预计稳增长政策将令经济增速在三季度短期企稳, 货币政策还将延续中性偏松基调。基建依然会是下半年政府稳增长的主力。
- 权益投资策略: 短期来看, 对三季度 A 股保持中性乐观, 建议围绕业绩和政策确定性进行配置。中长期建议配置低估值蓝筹、结构转型和科技创新的成长股、互联网+、军工、中国制造 2025、稳增长等概念和行业主题投资机会。
- 债券投资策略: 建议利率债维持较高配置, 收益率下行中逐步减持, 抛弃低资质产业债。

内容摘要:

宏观经济: 预计稳增长政策将令经济增速在三季度短期企稳, 但一方面政策持续性和有效性均面临较大约束, 另一方面中国经济中长期下台阶难言结束。预计国内低通胀势头仍会延续, 货币政策还将延续中性偏松基调, 利率面临的下行压力仍大。基建依然会是下半年政府稳增长的主力。

权益投资策略: 支撑中长期牛市的利率下降逻辑未变、资产配置逻辑未变、改革转型逻辑未变。中长期建议配置低估值蓝筹、结构转型和科技创新的成长股、互联网+、军工、中国制造 2025、稳增长等概念和行业主题投资机会。短期来看, 对三季度 A 股保持中性乐观, 建议围绕业绩和政策确定性进行配置。

债券投资策略: 预期宽松货币政策延续, 资金面仍将维持低位, 短端利率有望带动长端利率下行, 但利率债短期受供给影响可能略有压力。建议利率债维持较高配置, 收益率下行中逐步减持, 抛弃低资质产业债。

1. 宏观经济

预计稳增长政策将令经济增速在三季度短期企稳，但一方面政策持续性和有效性均面临较大约束，另一方面中国经济中长期下台阶难言结束。预计国内低通胀势头仍会延续，货币政策还将延续中性偏松基调，利率面临的下行压力仍大。基建依然会是下半年政府稳增长的主力。

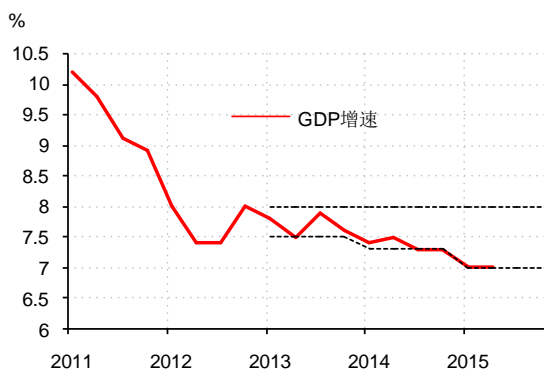
展望下半年宏观经济，我国经济再平衡的大格局并未改变。传统行业产能过剩局面仍待改善，意味着经济内生性动能依然疲弱。更重要的是，在地产大拐点下，地产投资尚难言企稳，表明政府仍需要通过基建对冲经济下滑的风险。

下半年国内经济增长还面临新挑战：一是 A 股大幅调整后，尽管短期金融业对 GDP 的贡献未必明显下降，但企业资产负债表受损将给经济增长带来向下拖累。二是冬奥会和阅兵蓝可能对全国工业增长产生负面影响。在实体经济疲弱的背景下，预计下半年国内通胀仍将低位运行，通缩压力仍然需要警惕。在低通胀格局未变的背景下，预计下半年国内货币政策中性偏松仍是主基调，利率依然处于下行通道之中。

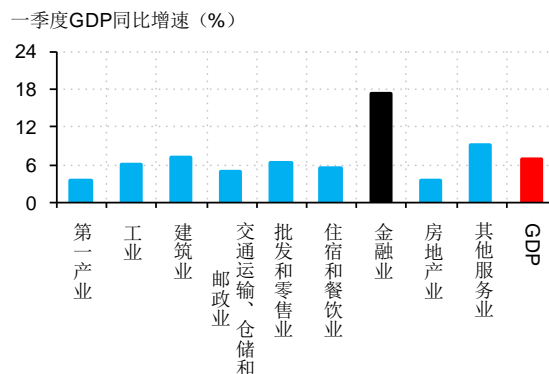
除了货币政策维持中性偏松主基调，更重要的是，在经济弱势下，三季度基建等稳增长政策还将发力，以托底实体经济。基建等投资仍是稳增长的主力；消费作为短期稳增长的辅助。

总体看来，预计积极财政政策、降息降准等稳增长政策将带动下半年经济边际改善。

图表 1: GDP 增速与下限持平



图表 2: 金融业对上半年 GDP 有明显贡献



资料来源: WIND、工银瑞信

2. 权益投资策略

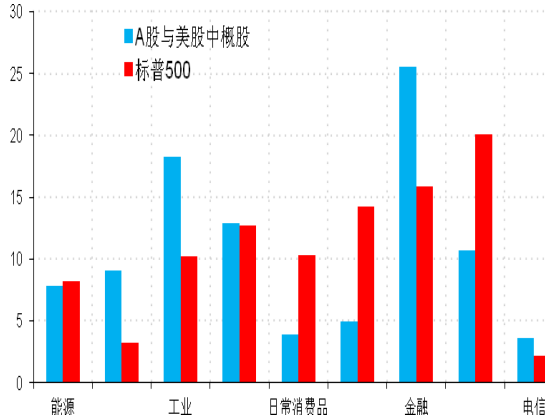
支撑中长期牛市的利率下降逻辑未变、资产配置逻辑未变、改革转型逻辑未变。中长期建议配置低估值蓝筹、结构转型和科技创新的成长股、互联网+、军工、中国制造 2025、稳增长等概念和行业主题投资机会。短期来看，对三季度 A 股保持中性乐观，建议围绕业绩和政策确定性进行配置。

支撑中长期牛市的利率下降逻辑未变——通缩压力仍是主要矛盾。尽管央行货币政策延续宽松基调，但在通胀低位运行的情况下，实际利率仍然显著偏高，阻碍了经济的企稳复苏。为此降低名义利率仍将是政策目标。支撑中长期牛市的大类资产配置逻辑未变——股票市场仍然是居民大类资产配置转移的主战场。从居民财富分配来看，存款依然是居民大类资产配置的主要部分，证券比重提升空间巨大。支撑中长期牛市的改革转型逻辑未变——改革转型进行时，市场对中国经济未来仍充满希望。一方面，稳增长政策托底经济，改革转型导致中国经济失速的风险很低。另一方面，创业板公司收入和盈利增速均超过主板，令市场保持着对中国经济转型成功的希望。

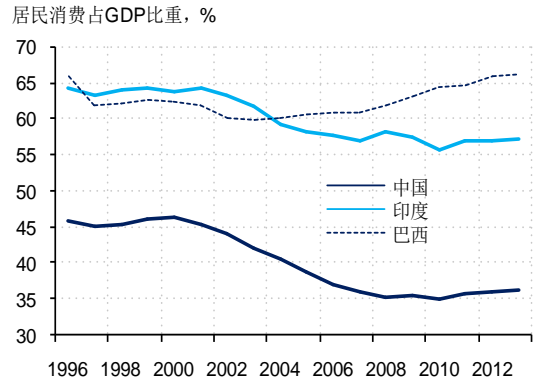
中长期配置建议 1：低估值蓝筹仍有春天——稳增长加码、利率继续下行利好低估值蓝筹。中长期配置建议 2：结构转型和科技创新是未来经济发展方向，成长股仍将受市场追捧。从跨国经验看，我国居民消费（特别是医疗教育旅游等服务消费）在经济的比重具有巨大提升空间。从我国经济增长目前面临的困境看，互联网等能够提高社会生产率的科技创新类企业最具市场需求。结构转型和科技创新是经济发展规律，也得到政府大力推动。中长期配置建议 3：互联网+、军工、中国制造 2025、稳增长等概念和行业主题投资机会。

因此短期来看，对三季度 A 股保持中性乐观，建议围绕业绩和政策确定性进行配置。确定性的一个直接界定标准是行业发展方向符合经济发展规律，如实体经济向服务消费经济转变（旅游娱乐）、制造业由低端向中高端转变（中国智造、互联网+传统产业）；确定性的另一个界定标准是考察行业供给和需求格局改善状况，如：产能过剩改善（养殖）、成本下降（航空）、利率下降（利率敏感型行业）；确定性的第三个界定标准是政策扶持的力度，如：稳增长主题（基建类周期性行业、PPP）、改革转型类主题（国有企业改革、京津冀等）。

图表 3: 信息技术、医药类股票在中国股市中的比重还有进一步提升空间



图表 4: 我国居民消费占 GDP 比重明显偏低



资料来源: WIND、工银瑞信

3. 债券投资策略

预期宽松货币政策延续，资金面仍将维持低位，短端利率有望带动长端利率下行，但利率债短期受供给影响可能略有压力。建议利率债维持较高配置，收益率下行中逐步减持，抛弃低资质产业债。

今年以来债券收益率大幅下行；短期限品种收益率跟随货币市场利率下降；长期限品种收益率一波五折；期限利差有所收窄，但依然位于高位；受资金驱动，信用债收益率下降快于利率债，信用利差位于历史低位。经济基本面疲弱，央行货币政策宽松，支撑债券收益率下行。

宽松货币政策延续。实体经济实际融资成本依然高企，制约经济增长，央行仍需要放松货币政策来降低实体经济的实际利率。实体经济资金供应也依然低迷，M2 增速仍低于 12% 的目标，意味着央行宽松货币政策仍将延续。**资金面仍将维持低位。**回购利率已经回落至与增长和通胀所显示的应有水平，在增长和通胀维持低位的情况下，回购利率将长时间维持低位。**短端利率有望带动长端利率下行。**由于短端利率维持低位，仍有一定的套息利差，在套息操作下长端收益率仍有下行空间。**但利率债短期受供给影响可能略有压力。**从今年以来收益率曲线的表现看，所有的短端利率水平和所有的信用债券收益率都出现了明显下行，反映了货币政策的放松以及经济基本面的恶化；只有中长端的利率债券收益率

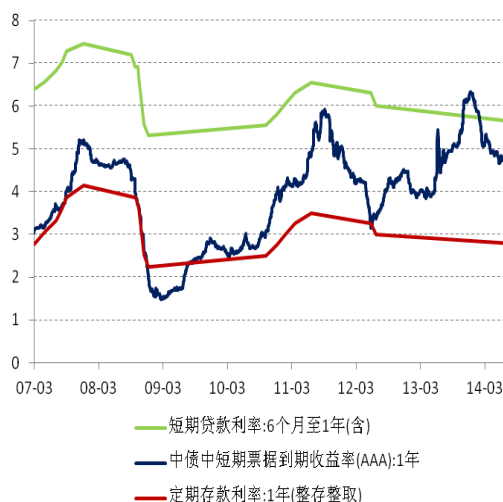
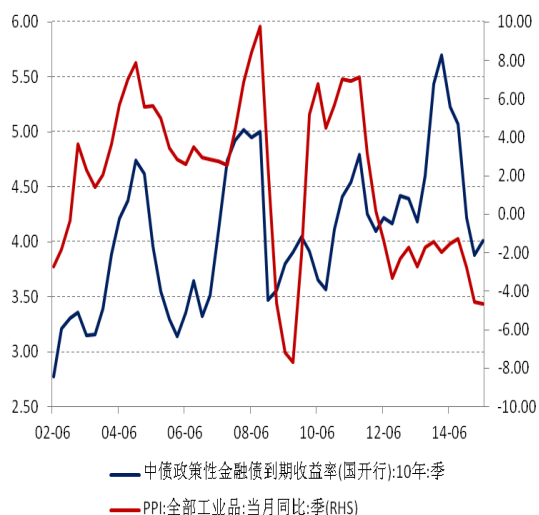
保持稳定，反映了地方债置换所带来的供给冲击。3 季度地方债的发行量依旧较大，整体对中长端利率债仍存在负面影响。

利率债维持较高配置，收益率下行中逐步减持。 利率债收益率处于历史中高位，而经济基本面位于历史低位，在经济基本面疲弱的背景下，利率债收益率有望下行回归至与基本面相当的水平。中长端的利率债券收益率保持稳定，反映了地方债置换所带来的供给冲击，但同时也意味着一旦供给冲击接近尾声，利率债券将开启收益率下行之旅。

抛弃低资质产业债。 违约率主导的时代来临之后，信用利差主要反应违约风险，以目前企业的资质差异来看，等级利差将出现扩张。我们建议降低低评级长久期债券的配置。板块方面，推荐“中高等级钢铁+建材+龙头房企”、规避“建筑施工+煤炭”。从行业相对利差来看，信用利差收窄的情况下，行业之间出现了较大分化，其中基本面较差的煤炭、钢铁、机械设备、有色金属等行业相对利差不仅没有缩窄，甚至有所扩张。而相对基本面较好的电力、水泥、港口、高速公路信用利差则大幅缩窄。

图表 5: 经济增长疲弱，支撑债券收益率下行

图表 6: 央行宽松货币政策以稳增长，流动性充裕，支撑债券收益率下行



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產品时，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