

证券分析师

陆兴元

资格编号: S0120518020001

电话: 021-68761616

邮箱: lu_xy@tebon.com.cn

联系人

相关研究

经济下行，防御为先

——下半年宏观策略报告

投资要点:

- **上半年权益类资产表现优于商品、债券。**权益方面，科创板的推出、减费降税政策等政策超预期推进、A 股纳入 MSCI 权重的增加等因素利好 A 股市场，而中美贸易关系不稳定等因素加剧了市场的不确定性，共同助推了上半年的 A 股市场的震荡上，也使得机构纷纷抱团消费、金融板块的核心资产。债券方面，利率债市场走势震荡，波动较大，信用利差缩窄。商品方面，地缘政治风险加剧导致的供给超预期缩减，上半年原油涨幅为 21.63%；地缘政治风险的加剧、美联储降息带动的全球央行宽松以及全球贸易问题的反复推动金价强势反弹。
- **经济增速缓步下行将成为新常态。**2019 年以来，中国经济增速放缓，生产与需求同步放缓，高投资增速不在。同时，在全球需求走弱和贸易摩擦的压力下，进出口增速承压。我们认为目前，中国经济真正进入到了一个“新常态”的阶段，即强调结构调整，而不是总量增长。
- **回顾上半年，经济整体的增速放缓。**2019 年二季度国内生产总值同比增长 6.2%，比第一季度放缓 0.2 个百分点。2019 年 1-6 月份，全国固定资产投资累计同比增长 5.8%，房地产与基建投资增速也是高增长难以延续。投资增速放缓后，在今年上半年，表现最为亮眼的就是消费增速。上半年的社会消费品零售总额累计增速达到 8.4%。今年的进出口增速明显承压。在通胀方面，今年以来，CPI 总体上升。在政策层面，今年以来，财政政策是维稳经济的主要力量。
- **展望下半年，经济增速还要承压。**经济及相关需求偏弱，进口增速也将随之走低。而固定资产投资增速方面，2019 年下半年财政支出增速将会下滑，新增地方政府专项债发行空间收窄，基建投资增速回升幅度有限。而在房地产方面，房地产投资增速进一步大幅上升空间有限。消费方面，尽管目前居民和企业消费支出仍然受到制约，社会消费品零售总额增速依然处于偏低的水平。不过，考虑到下半年 CPI 将会维持高位，商品价格上涨，消费支出被动上行，相较于上半年，下半年社会消费品零售总额将会上升。
- **A 股市场主要看经济基本面与政策面的博弈，总体来说是胶着的下半场，以结构性机会为主。**经济基本面上，尽管经济下行趋势非常明确，但在基建投资的托底及消费的拉动下，中国经济将不会出现明显的失速下行。政策面上，美联储降息也打开了中国货币宽松的空间，但受高企的宏观杠杆率及 CPI 高位运行的制约，出现过度操作的可能性不大。下半年 A 股将维持震荡走势，以结构性机会为主。结构方面，我们更看好具有成长性的 TMT 作为积极配置的板块，以及消费板块作为偏防御的选择。
- **下半年债券市场收益率仍有下行空间。**从基本面、货币政策、通胀角度分析，我们预计 2019 年 10 年期国债收益率有下行空间，但空间不大，整体将继续维持震荡格局。
- **黄金价格连续上涨主要是受到全球央行释放宽松信号和地缘政治风险上升的影响。**目前全球经济前景依旧悲观，全球经济回落成为定局，全球流动性拐点也已经到来。在这降息和实际利率下行的预期下，中长期我们认为更利好黄金。
- **风险提示。**全球经济加速下行；政策力度不达预期，中美贸易摩擦形势转变。

目 录

1. 上半年大类资产表现	6
1.1 权益市场回顾	6
1.1.1 股市上半年表现优异，二季度出现回落	6
1.1.2 申万一级各行业普涨，但表现分化	7
1.1.3 融资热情先升后降	8
1.1.4 北上资金总体大幅净流入	8
1.1.5 限售股解禁及减持压力扩大	9
1.1.6 基金持仓变化	9
1.2 债市震荡	10
1.2.1 利率债表现	10
1.2.2 信用债表现	11
1.3 原油黄金均有不错表现	11
1.3.1 原油	11
1.3.2 黄金	11
2. 上半年经济回顾及展望	12
2.1 经济“新常态”	12
2.1.1 经济增速放缓，长期增速中枢下移	12
2.1.2 投资放缓，消费拉升	13
2.1.3 全球经济下行，进出增速承压	14
2.1.4 猪肉价格上涨推升 CPI 维持高位，PPI 通缩压力显现	15
2.1.5 财政政策与货币政策	15
2.2 “新常态”下未来经济走势	16
2.2.1 进出口承压	16
2.2.2 固定资产投资增速将下行	17
2.2.3 CPI 维持高位支撑社会消费品零售总额	17
3. “新常态”下的大类资产配置	17
3.1 短期关注：消息落地，市场面临回调风险	17
3.1.1 政治局积极定调，重提“六稳”	17
3.1.2 中美结束第十二轮磋商	18
3.1.3 美联储降息幅度不足预期，市场回调	18
3.2 权益：胶着的下半场	19

3.2.1	指数将维持震荡走势，更多的是结构性机会	22
3.2.2	TMT 为矛，消费为盾	22
3.3	债市：中长期债券有下行空间	24
3.4	商品：中长期更看好黄金	25

图表目录

图 1 上证综指上半年走势.....	6
图 2 A 股主要指数上半年涨跌幅 (%)	6
图 3 沪深两市成交金额 (亿元)	6
图 4 申万一级行业上半年涨跌幅 (%)	7
图 5 申万一级行业一季度和二季度涨跌幅 (%)	7
图 6 沪深两市融资余额 (亿元)	8
图 7 融资买入额占 A 股成交金额 (%)	8
图 8 融资净买入额 (亿元)	8
图 9 陆股通日净流入 (亿元)	8
图 10 陆股通季净流入 (亿元)	8
图 11 限售股解禁规模 (亿元)	9
图 12 减持规模 (亿元)	9
图 13 二季度偏股型基金股票仓位	9
图 14 二季度行业板块配置比例	10
图 15 一年期及十年期国债收益率 (%)	10
图 16 国开收益率 (%)	10
图 17 5 年期中债中短期票据到期收益率 (%)	11
图 18 信用利差	11
图 19 布伦特原油期货结算价上半年表现	11
图 20 COMEX 黄金期货结算价上半年表现	12
图 21 GDP 当季同比 (%)	12
图 22 三大产业累计同比拉动 (%)	12
图 23 固定资产投资完成额:累计同比 (%)	13
图 24 基建投资完成额:累计同比 (%)	13
图 25 社会消费品零售总额: 当月同比 (%)	13
图 26 进出口增速: 累计同比 (%)	14
图 27 中国出口金额与全球经济景气度	14
图 28 中国进口增速与 PPI	14
图 29 CPI 与 PPI: 当月同比 (%)	15
图 30 平均批发价: 猪肉 (元)	15

图 31 布伦特原油价格（美元/桶）	15
图 32 公共财政支出（亿元）	16
图 33 摩根大通全球综合 PMI	16
图 34 波罗的海干散货指数(BDI)	16
图 35 工业企业利润（亿元）	17
图 36 房地产开发投资完成额：累计同比（%）	17
图 37 房屋销售、开工、竣工面积：累计同比（%）	17
图 38 房地产销售额与面积回落（%）	19
图 39 二三线城市房价同比增速依然较高（%）	19
图 40 中国制造业 PMI	20
图 41 全球各国制造业 PMI	20
图 42 地方债券发行情况	20
图 43 基建投资增速累计同比（%）	20
图 44 中国进出口金额当月同比（%）	20
图 45 中国对美、东盟出口金额同比（%）	20
图 46 社会消费品零售总额：当月同比（%）	21
图 47 社零中汽车类及化妆品类消费同比增速（%）	21
图 48 中美十年期国债利差（%）	21
图 49 各行业板块归母净利润增长改善情况	22
图 50 各行业板块 ROE 增长改善情况	22
图 51 智能手机出货量同比增速降幅收窄（%）	23
图 52 首批科创板企业的领域分布情况	23
图 53 CPI 与 PPI 剪刀差回正并不断扩大	24
图 54 中债国债到期收益率 1 年期与十年期走势（%）	24
图 55 美国十年期国债到期收益率（%）	25
图 56 黄金价格（美元/盎司）	25
图 57 世界黄金需求量（吨）	26
表 1 二季度基金十大重仓股	10
表 2 中央政治局历次会议内容比较	18
表 3 FOMC 会议声明对比	18

1. 上半年大类资产表现

1.1 权益市场回顾

市场自去年十月份出现了“政策底”、今年年初出现了“市场底”以来，第一季度上证综指涨幅达到了 22.09%后在第二季度出现轻微回落。综合来看，2019 年上半年的市场震荡脱离了经济基本面的因素，主要源于国内外多因素助推市场情绪反复。内因方面——科创板的推出、降费降税政策的落地等政策超预期推进、外因方面——A 股纳入 MSCI 权重的增加、中美贸易关系不稳定等因素共同加剧了市场的不确定性，助推了上半年北上资金、融资交易市场行情的反复从而带动了上半年 A 股的震荡。行业板块方面来看，必选消费板块表现优于可选消费板块，非银及 TMT 表现优于周期性行业，融资资金偏爱非银金融、计算机、电子、传媒、医药生物等板块。

图 1 上证综指上半年走势



资料来源：WIND, 德邦研究所

1.1.1 股市上半年表现优异，二季度出现回落

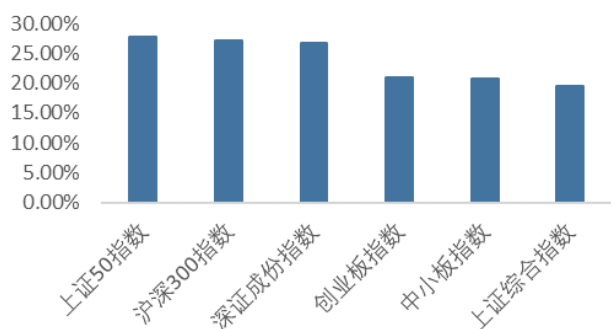
2019 年上半年 A 股市场表现较为亮眼。其中，表现最落后的上证综指涨幅也达到了 19.45%，上证 50、沪深 300、深成指、创业板、中小板涨幅分别为 27.8%、27.07%、26.78%、20.87%、20.75%，且各指数第一季度表现优于第二季度。

2019 年第一季度受中美贸易谈判缓和、央行降准、外资涌入等因素，A 股市场迎来了全面反弹并持续上涨。深成指涨幅达 36.84%领涨，创业板指数紧随其后，上证综指涨幅达 23.93%稍微落后。两市成交金额自 2 月以来也出现明显放大，并维持在近年来的高位，多次达到万亿水平。

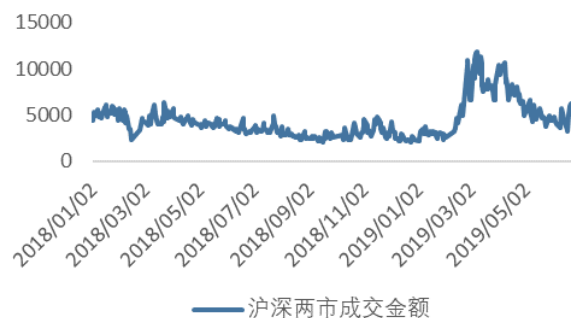
第二季度受中美贸易摩擦升级，经济基本面悲观预期加重等因素，A 股市场发生震荡，冲高回落。除上证 50 指数外，其余主要指数均迎来下跌行情，创业板及中小板指数市场表现较弱。两市成交金额下跌行情明显。

图 2 A 股主要指数上半年涨跌幅 (%)

图 3 沪深两市成交金额 (亿元)



资料来源: WIND, 德邦研究所



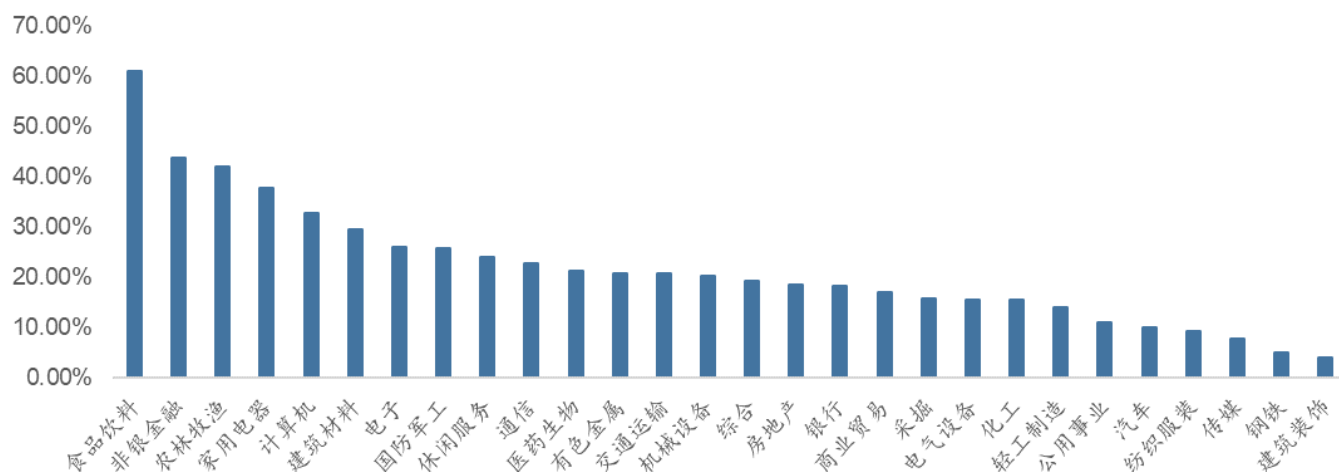
资料来源: WIND, 德邦研究所

1.1.2 申万一级各行业普涨，但表现分化

2019年上半年各行业均取得正收益，但表现出现分化。涨幅较大的有食品饮料、非银金融、农林牧渔、家用电器及计算机行业，涨幅均超过30%，食品饮料涨幅高达61.01%成为资金抱团取暖的场所，而建筑装饰、钢铁、传媒、纺织服装及汽车行业涨幅较小，均小于10%。

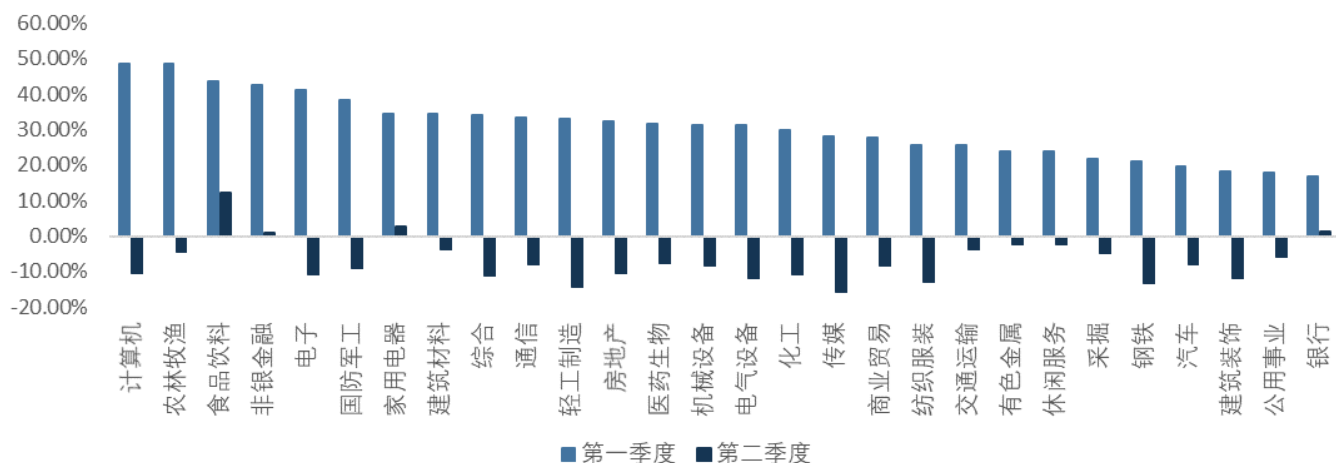
第二季度申万一级行业迎来了下跌行情。除食品饮料、家用电器、银行及非银金融外，其余行业表现均出现回落。结合第一季度申万一级各行业的市场表现来看，必选消费板块表现优于可选消费板块，非银及TMT表现优于周期性行业。

图4 申万一级行业上半年涨跌幅 (%)



资料来源: WIND, 德邦研究所

图5 申万一级行业一季度和二季度涨跌幅 (%)

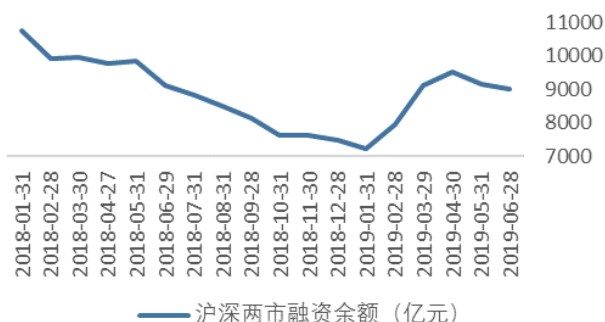


资料来源：WIND,德邦研究所

1.1.3 融资热情先升后降

2019 年上半年两市融资余额自 2 月初到达阶段性低点以来不断攀升,4 月底融资余额达到了 9524.97 亿元,为近 9 个月高点后在 5 月初转跌。融资交易经历了自 2 月以来的稳步上涨后在 4 月初也逐步出现了持续性的回落。融资资金偏爱非银金融、计算机、电子、传媒、医药生物等板块。

图 6 沪深两市融资余额 (亿元)



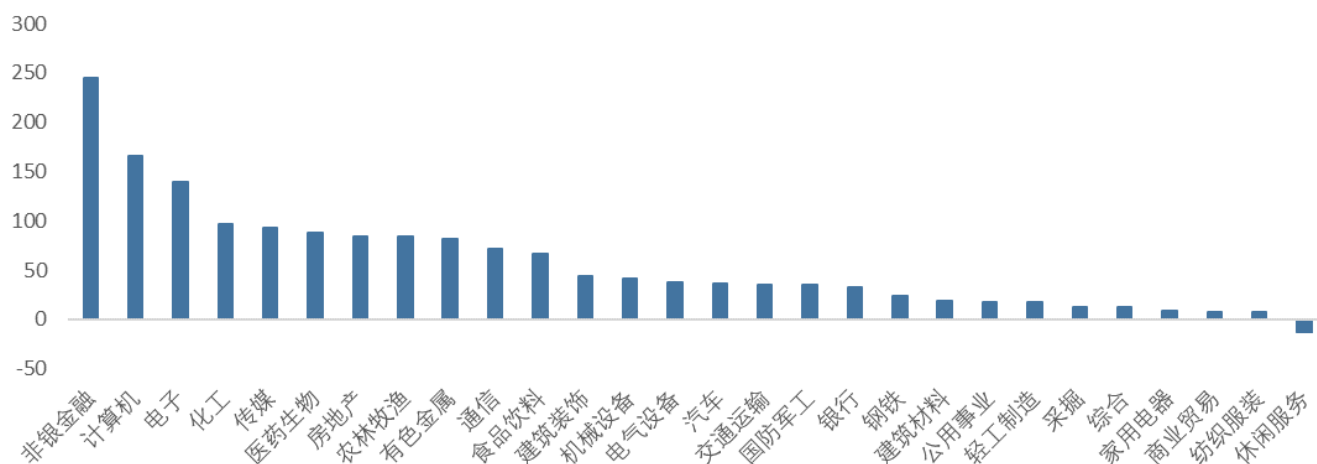
资料来源：WIND,德邦研究所

图 7 融资买入额占 A 股成交金额 (%)



资料来源：WIND,德邦研究所

图 8 融资净买入额 (亿元)



资料来源：WIND,德邦研究所

1.1.4 北上资金总体大幅净流入

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_10744

