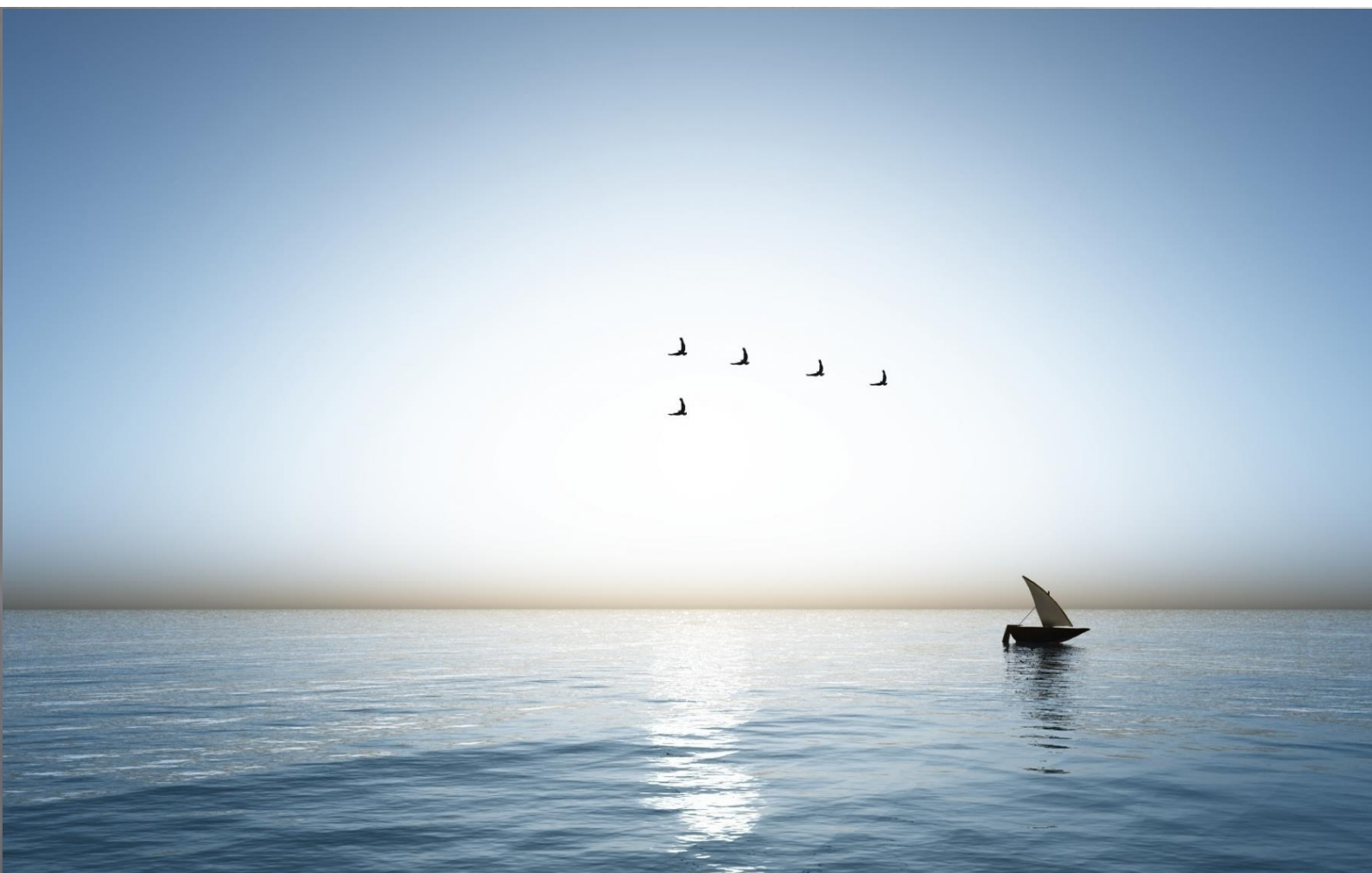




國泰君安國際
GUOTAI JUNAN INTERNATIONAL



2019年下半年全球资产投资展望 2019 2H Global Investment Outlook



投资咨询部
Investment Strategy Department

2019 年下半年环球资产投资展望

2019年上半年美国总统特朗普对2500亿美元中国商品提高关税至25%，并和欧元区、日本等多个经济体产生贸易摩擦。致使环球经济同步放缓加剧，贸易、企业投资、工业产出，居民消费增速全线下滑，主要经济体开启比差模式。经测算，我们预计贸易战对全球经济拖累大约0.4%，对中国经济拖累约0.6%，对美国经济拖累约0.3%。展望下半年，我们预计全球经济和贸易仍面临逆风，美国经济加速放缓，中国经济减速质增，欧元区风险外溢加剧，日本经济距离转折点仍需时间。我们预计全球各国央行将加大逆周期调控，重启降息周期。

大类资产配置：下半年无风险利率下行，有利于新兴市场资产反弹。但根据我们对2019年环球经济放缓和贸易战前景不明的预期，建议投资者分散风险，推荐平衡型组合。建议通过提高黄金、房地产信托、投资级别债券的配置比例，来增加组合收益率。标配股市和高息债；低配工业金属。

美国股市：预期美股维持震荡态势，标普500指数目标位为3,014。盈利将不再是股价上涨的主要驱动因素，而估值将持续是关键取决因素。

香港股市：贸易战导致今年港股盈利预期持续下滑，我们认为前期市场对经济底和盈利底预期过高，需要检验。下半年大盘Beta机会较小，更多来自精选行业及个股的Alpha机会。我们的投资策略是：“价值和确定性依旧是配置主旋律，强者恒强，低吸龙头股，跨行业配置，攻守兼备。”我们建议投资者抓住7大投资主线。

日本股市：更新日经目标点位至 20,850。

债券市场：美债利率已基本反映年内降息次数在两次及以上的预期，下半年收益率下行空间有限。目前中资美元债估值较为合理，投资策略上建议避免与中美贸易战相关的板块，上移评级，增配投资级债券。投资的角度，地产债配置上2-3年久期较为合适，城投美元债市场供给有限的预期下，优质城投债存在投资机会。

外汇：上半年由于美国经济增速明显放缓，美元走势较去年下半年疲软。部分货币走势和我们2019年上半年展望预期基本一致。展望2019年下半年，虽然美国经济似乎保持韧性，但市场仍然预计美国即将进入降息周期，美汇可能承压，欧元兑美元有机会小幅上涨。

大宗商品：上半年全球经济增速下滑预期导致大部分商品表现较差，避险需求升温令黄金成为表现较好的商品。经济增速未有改善，需求端忧虑犹存。不过随着部分国家降息，与美元挂钩的大宗商品有望跑出。

2019 年下半年港股重点行业投资机会

医药行业: 医药行业抓住主线两条: 1. 医药政策。下半年关注第二批集采, 预计拓展到40-50个品种、4+N地区。2. 医药产业升级, 特别是国产替代加速, 关注创新药+生物科技。2019年下半年重点布局: 1. 受惠于产业结构转型: 中国生物制药(1177.HK); 2. 独家特色品种: 东阳光药(1558.HK)、绿叶制药(2186.HK); 3. 分销商; 4. 创新药特色跑道: 翰森制药(3692.HK); 5. CRO、CDMO: 药明生物(2269.HK)。

TMT行业: 我们对2019年下半年科技行业及通信行业展望并不太乐观。首先是涉及意识形态的中美贸易摩擦不会短期内结束。其次, 关税推升了产品成本, 对中国出口压力加大, 企业利润长远受压; 第三, 美国对中国电子科技产品实行限制出口, 已造成直接性的破坏。但若中美关系略有缓和迹象, 相信TMT板块将优先获得投资者关注。建议投资者关注同程艺龙 (00780.HK)、舜宇光学(02382.HK)、美团点评 (03690.HK)、腾讯 (00700.HK)。

汽车行业: 下半年行业有望恢复, 选股逻辑聚焦低估值和高弹性。

房地产行业: 展望下半年, 房企资金面整体存在收紧的迹象, 但整体优于去年, 未来“房住不炒”、“因城施策”仍为主要的政策导向, 政策及行业基本面预计仍将维持稳定。目前港股中资地产股估值依旧偏低, 建议投资者以波段操作为主, 把握业绩期前的布局机会。重点关注高增长标的, 如中国奥园(03883.HK)等; 重点布局一二线, 高弹性标的融创中国(01918.HK)等; 股息较高的稳健标的中国金茂(00817.HK)等。

消费行业: 预期消费环境企稳回升, 维持必须消费板块好于可选消费板块。

教育行业: 短期走势仍将受民促法最终稿的不确定性影响, 维持对高教和职教板块的推荐。

澳门博彩: 未来六家博企赌牌都将于2022年6月到期, 新增客流主要还是来自渗透率的提高。就下半年而言, 赌桌和客房供应增幅有限, 并且随着获许可吸烟室建成, 禁烟令影响减弱, 短期内可能依旧是中场好于贵宾业务, 但若中国经济数据好转、贸易谈判进展顺利, 四季度贵宾业务或有机会反弹。

高息股: 港股股息率拥有较高且稳定的特性。根据Bloomberg数据, 市场预计2019年香港恒生指数股息率为3.61%, 2020年为3.84%, 处于全球市场中较为前列的位置。在市场波动的行情下, 高息股往往因为健康的财务状况与稳健的经营业务, 防守能力较强, 存在众多可中长线持有的低估值优质标的。

內容

2019 下半年全球经济展望	4
(一) 全球经济展望	4
(二) 美国经济展望：加速放缓，降息在即	8
(三) 中国经济展望：减速质增，水至鱼行	16
(四) 欧元区经济展望：经济下行，风险外溢	23
(五) 日本经济展望：距离拐点仍需时间	25
2019 下半年环球大类资产配置展望	27
债券	36
外汇	38
大宗商品	43
美股	49
日股	53
2019 下半年港股投资策略展望：逆境逢生，水至鱼行	57
(一) 港股估值修复受到利率下行和信心增加推动	57
(二) 盈利和估值匹配	58
(三) 下半年港股目标点位	64
(四) 下半年港股投资策略：【逆境逢生，水至鱼行】	67
高息股	72
行业	77
医药行业	78
TMT 行业	94
房地产行业	116
汽车行业	123
消费行业	141
教育行业	144
澳门博彩行业	147
个股精选	153
图表目录	206

2019下半年环球经济展望

黄博 Victor Bo Huang

(一) 环球经济展望

图表 1：全球宏观经济展望

宏观展望			总结	转差	温和	强劲
全球经济	全球经济	风险溢出，比差模式	1) 2019年环球经济同步放缓，各主要经济体进入比差模式； 2) 彭博市场预计今年全球经济增速跌至3.3%，较年初下调0.2个百分点； 2) 主要经济体PMI，工业产出，贸易出口全线下滑，经济数据进一步转差，全球央行货币政策立场转向宽松。	✓		
	美国	加速放缓，降息在即	1) 2019年美国经济增长转弱，全年经济增速较年初预期下调至2.5%； 2) 当前多个经济领先指数背离峰值，纽约联储衰退概率指数陡斜上升； 3) 今年，受到减税效应衰退，美国经济内动力，个人消费和私人投资出现显著下滑，美联储今年下半年降息的可能性大幅上升。	✓		
发达市场	欧元区	衰退扩散，民粹抬头	1) 出口、投资、消费、工业产出各项经济数据全面衰退； 2) 核心经济体数据大幅放缓，趋势并向周边国家蔓延； 3) 5月欧洲议会大选，反建制右翼民粹党抬头，欧洲社会进一步分裂，不确定性大增。	✓		
	日本	需求和投资疲弱 四季度面临挑战	1) 外需走弱和出口承压，国内企业投资增长低迷，2019年日本经济承压，经济增速预期由年初0.8%下调至0.7%； 2) 10月消费上调预计将抑制日本国内消费，4季度日本经济将面临挑战； 3) 预计日本央行将维持宽松的货币政策，通过基建投资来拉动增长。	✓		
新兴市场	新兴市场	资金松懈，压力还在	1) 美联储降息预期缓解新兴市场资金外流压力； 2) 贸易摩擦打击新兴市场经济增长和投资信心； 3) 欧元区经济下行风险外溢周边新兴市场，部分经济体货币政策开始随美联储放宽，印度等央行开始降息。	✓		
	中国	减速质增，水至鱼行	1) 金融杠杆放松，叠加逆周期调节，虽然今年中国经济增长仍有放缓压力，但全年保持6.2%-6.3%的增速预期没有被下调，经济温和增长； 2) 包商银行事件引发中小金融企业融资难度加大，抑制信贷周期扩张； 3) 美国对中国2500亿美元商品加征关税 3) 下半年减税降费效应逐渐显现，被供需错配的社零消费有望企稳； 4) 受到主动去库存周期影响，下半年经济弹性有限，国家逆周期调控有望在3季度加码，基建投资发力，房地产投资保持高单位数增长。		✓	

资料来源: 国泰君安国际

1. 下行风险溢出，经济开启比差模式

2019年上半年美国总统特朗普对2500亿美元中国商品提高关税至25%，并和欧元区、日本等多个经济体产生贸易摩擦。致使环球经济同步放缓加剧，主要经济体开启比差模式。经测算,我们预计贸易战对全球经济的拖累大约在0.4%，对中国经济拖累约0.6%，对美国经济拖累约0.3%。

2019年上半年环球经济同步放缓加剧，主要经济体开启比差模式。

今年全球贸易、企业投资、工业产出，居民消费增速全线下滑，1季度，全球贸易增速已从去年的4.3%降至0.4%，制造业PMI出口订单指数连续9个月萎缩。从全球制造业PMI指数看（图2），上半年全球及主要发达国家制造业逐月恶化，6月多数经济体进入萎缩区间。中美欧日四大经济体，工业产出持续下滑，欧元区和日本最为明显（图4）。美国自身经济也深受其害，今年经济数据已显著放缓。今年多个国家已重启降息周期，市场预计美联储也将降息。
向前看，彭博市场预测今年全球经济增速跌至3.3%，较年初下调

2019 年环球经济同步放缓加剧，贸易、投资、工业、消费全线下滑。全球央行重启降息周期，欧元区风险外溢，新兴市场压力缓解。

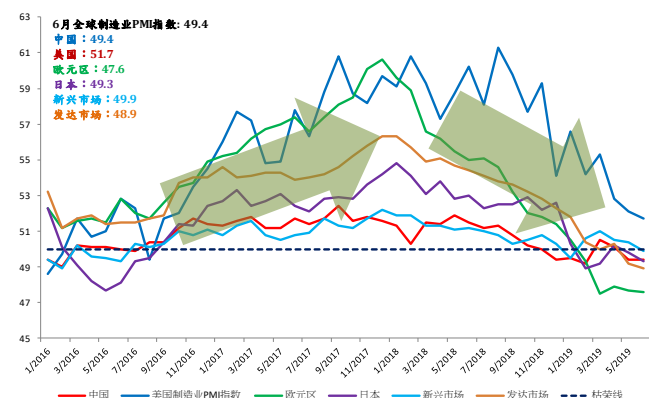
0.2个百分点。其中，受贸易摩擦影响，全球制造型和出口型企业受损最为严重，德国、台湾、韩国等出口型经济体均将持续承压。

图表 2：全球主要经济体制造业 PMI 指数

全球 PMI 指数	2018 年												2019 年					
	十二月	一月	二月	三月	四月	五月	六月	七月	八月	九月	十月	十一月	十二月	一月	二月	三月	四月	五月
全球	54.5	54.4	54.1	53.3	53.5	53.1	53.0	52.8	52.6	52.2	52.0	52.0	51.5	50.7	50.6	50.5	50.4	49.8
发达市场	54.4	54.7	55.1	54.9	55.7	56.3	56.3	54.1	53.8	53.6	53.2	52.8	52.3	51.8	50.4	49.9	50.2	49.2
新兴市场	51.2	51.1	51.3	51.3	51.9	51.9	52.2	51.0	50.8	50.3	50.5	50.8	50.3	49.5	50.6	51.0	50.5	50.4
美国	59.7	59.1	60.8	59.3	57.3	58.7	60.2	58.4	60.8	59.5	57.5	58.8	54.3	56.6	54.2	55.3	52.8	52.1
欧元区	60.6	59.6	58.9	56.6	56.2	55.5	55.0	55.1	54.6	53.2	52.0	51.8	51.4	50.5	49.3	47.5	47.9	47.7
德国	63.3	61.1	60.6	58.2	58.1	56.9	55.9	56.9	55.9	53.7	52.2	51.8	51.5	49.7	47.6	44.1	44.4	44.3
法国	58.8	58.4	55.9	53.7	53.8	54.4	52.5	53.3	53.5	52.5	51.2	50.8	49.7	51.2	51.5	49.7	50.0	51.9
西班牙	55.8	55.2	56.0	54.8	54.4	53.4	53.4	52.9	53.0	51.4	51.8	52.6	51.1	52.4	49.9	50.9	51.8	50.1
希腊	53.1	55.2	56.1	55.0	52.9	54.2	53.5	53.5	53.9	53.6	53.1	54.0	53.8	53.7	54.2	54.7	56.6	54.2
英国	56.1	55.1	54.9	54.9	53.9	54.3	54.1	53.9	52.9	53.7	51.1	53.1	54.2	52.8	52.1	55.1	53.1	49.4
日本	54.2	54.8	54.1	53.1	53.8	52.8	53.0	52.3	52.5	52.5	52.9	52.2	52.6	50.3	48.9	49.2	50.2	49.8
意大利	57.4	59.0	56.8	55.1	53.5	52.7	53.3	51.5	50.1	50.0	49.2	48.6	49.2	47.8	47.7	47.4	49.1	49.7
中国 (国家统计局)	51.6	51.3	50.3	51.5	51.4	51.9	51.5	51.2	51.3	50.8	50.2	50.0	49.4	49.5	49.2	50.5	50.1	49.4
印度尼西亚	49.3	49.9	51.4	50.7	51.6	51.7	50.3	50.5	51.9	50.7	50.5	50.4	51.2	49.9	50.1	51.2	50.4	51.6
印度	54.7	52.4	52.1	51.0	51.6	51.2	53.1	52.3	51.7	52.2	53.1	54.0	53.2	53.9	54.3	52.6	51.8	52.7
俄罗斯	52.0	52.1	50.2	50.6	51.3	49.8	49.5	48.1	48.9	50.0	51.3	52.6	51.7	50.9	50.1	51.8	51.8	49.8
巴西	52.4	51.2	53.2	53.4	52.3	50.7	49.8	50.5	51.1	50.9	51.1	52.7	52.6	52.7	53.4	52.8	51.5	50.2
墨西哥	51.7	52.6	51.6	52.4	51.6	51.0	52.1	52.1	50.7	51.7	50.7	49.7	49.7	50.9	52.6	49.8	50.1	49.2
越南	52.5	53.4	53.5	51.6	52.7	53.9	55.7	54.9	53.7	51.5	53.9	56.5	53.8	51.9	51.2	51.9	52.5	52.0

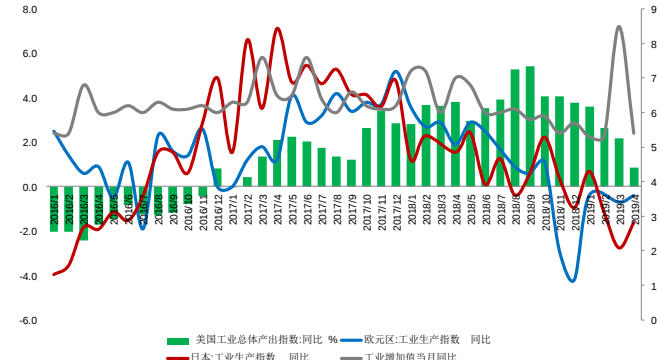
资料来源: Bloomberg, 国泰君安国际

图表 3：全球主要经济体制造业 PMI 指数



资料来源: Bloomberg, 国泰君安国际

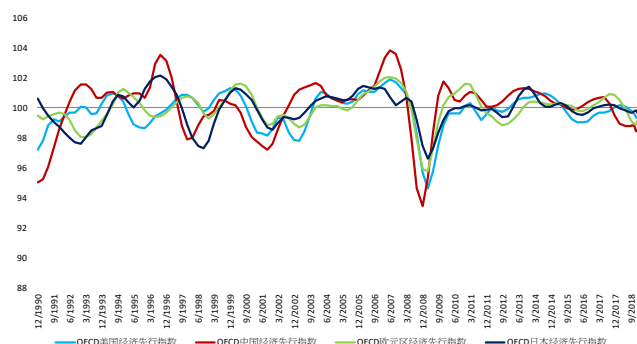
图表 4：中、美、欧盟、日本工业产出同比



资料来源: Bloomberg, 国泰君安国际

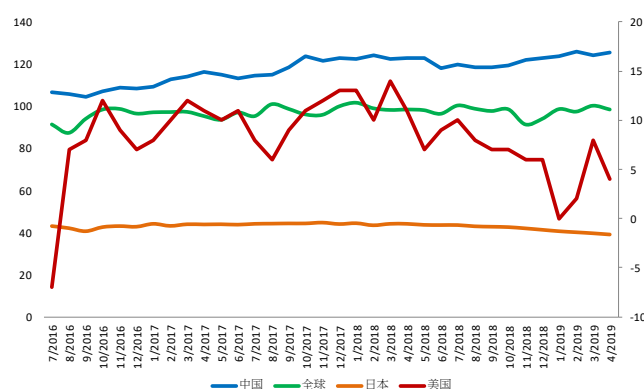
经济领先指数持续下行。从多项经济先行指数的角度看，OECD 经济领先指数通常较实体经济快 1-2 个季度，去年下半年该指数全线下滑，并在去年四季度进入萎缩区间，代表今年上半年全球经济将承压（图 5）。其次，消费者信心指数回落反映居民对未来终端消费市场的预期转差（图 6），Sentix 投资者信心指数下降反映企业部门缺乏对未来扩张信心。

图表 5：OECD 经济领先指数



资料来源: Bloomberg，国泰君安国际

图表 6：全球、中、美、日消费者信心指数



资料来源: Bloomberg，国泰君安国际

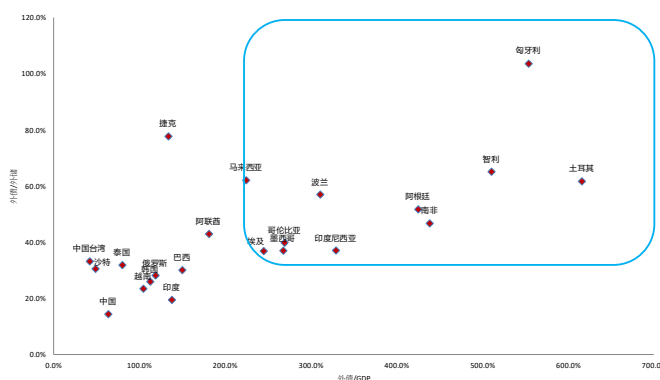
欧元区风险外溢，新兴市场压力缓解。地域上看，2018 年新兴市场受到无风险利率上行和资金外流压力，高债务杠杆的新兴市场出现债务违约风险（图 7）。2019 年，美联储宽松的货币预期，缓解了新兴市场的压力。叠加印度、马来西亚、俄罗斯等央行先后降息或放水，今年新兴市场表现整体好于发达市场。相反，欧元区受到经济下滑和政治不确定双重压力，经济衰退风险上升，并且有从核心经济体向周边外溢迹象。我们认为 2018 年全球风险集中来自新兴市场，2019 年风险来自欧元区。

全球央行重启降息周期。经济走弱，欧美股市波动，和多个风险事件背景下，2019年全球央行重启降息周期。新兴市场以印度和俄罗斯引领降息潮，印度今年降息3次75bps，俄罗斯、南非、印尼均降息1次25bps。发达经济体澳洲、新西兰、韩国分别降息2次和1次。

美联储方面，主席鲍威尔7月明确了美联储降息立场，认为国通胀偏弱、全球经济下滑等“逆流”（crosscurrents）压制美国经济，暗示美联储降息在即。市场对今年美联储降息的预期已经达到100%，同时当前美债收益率已经反映了今年降息2.5次的预期（图8）。

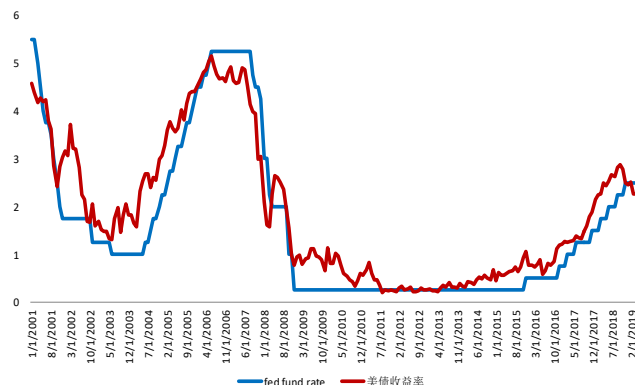
此外，中国金融监管政策也从“去杠杆”恢复至“稳杠杆”的边际放松，在金融周期和去库存周期叠加的背景下，全社会投资和消费意愿低迷，预计下半年逆周期货币调控将加码。

图表 7：新兴市场国家债务杠杆



资料来源: Bloomberg，国泰君安国际

图表 8：美国联邦利率和美债收益率



资料来源: Bloomberg，国泰君安国际

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_11209

