

宏观研究/深度研究

2019年08月05日

李超 执业证书编号：S0570516060002
研究员 010-56793933
lichao@htsc.com

程强 执业证书编号：S0570519040001
研究员 010-56793961
chengqiang@htsc.com

相关研究

- 1《宏观：以改革开放来应对中美贸易摩擦》
2019.07
- 2《宏观：LPR在美国》2019.06
- 3《宏观：包商之后关注流动性风险还是信用
收缩？》2019.06

在宏观不确定性中寻找估值性价比 ——2019年3季度大类资产配置报告

在宏观不确定中寻找估值性价比

国内经济下行趋势几乎确立，但政策总体基调仍然是“不刺激”。我们认为，在经济下行背景下，增加了宏观经济何时企稳的不确定性。近几年政府对经济下行的容忍度较强，因此我们难以判断何时会触发经济风险从而导致这个容忍度减弱。包商银行事件虽然风险冲击有所缓解，但是可能在未来某个时间点就爆发出新的风险。展望后市，我们认为“不确定性”将是宏观的主题，在基本面不确定性加大，市场风险偏好降低的背景下，我们建议坚守低估值策略。此外，市场或迎来暂时性的风格切换，但盈利的关键还是现金流，核心风险资产仍然是主流。

二季度：宏观情形修正了市场对全年的预期

市场开始修正经济企稳的预期，对经济下行产生了较为一致的判断。从目前的形势来看，政府不断提高对经济走弱的容忍度，政策重心是结构性改革，外部的中美贸易摩擦和内部的包商银行事件可能演绎出的信用风险，仍然是两大风险点，总量层面的流动性合理充裕，无风险收益率维持低位稳定。展望下一个季度，我们认为这种宏观情形可能延续。

二季度大类资产市场表现：黄金领跑，实物资产表现较好

从金融资产看，二季度股市表现较差，上证综指从3月底的3090.76点跌至6月底的2978.88点，下跌3.62%；债市小幅下跌，中债总净价指数从3月底的117.8099点至6月底的117.1714点，下跌0.54%。而实物资产中，商品表现较好，南华商品指数从3月底的1414.95点升至6月底的1485.46点，涨幅为4.98%。原油价格震荡下行，导致能化板块走弱。此外，黄金获得正收益，黄金价格从3月底的283.50元/克上涨至6月底的318.00元/克，涨幅为12.2%。70个大中城市二手住宅价格指数环比上涨1.40%，依据3个月Shibor利率测算的现金资产收益为0.72%。

下半年经济形势和利率走势展望

本轮全球经济复苏的龙头——美国经济二季度GDP增速下行，进一步验证美国经济见顶回落特征，同时，新一轮科技周期尚未到来背景下，未来国内经济下行压力仍存在，我们预计三、四季度GDP增速分别为+6.2%、+6.1%。对整体CPI的判断，我们仍认为“猪油共振”情形是我们最担心的宏观风险。对PPI环比更重要的影响变量仍可能来自供给端，今年最可能对PPI产生正向影响的是环保工作的继续推进，预计今年三四季度，PPI环比在部分月份当中或仍呈现正增长。此外，我们预计无风险利率下限为3%。

三季度大类资产配置具体观点

我们认为，股票：市场波动加大，建议优先选择基本面扎实、低估值的行业；市场或迎来暂时性的风格切换，但盈利的关键还是现金流，核心风险资产仍然是主流。债券：总体震荡，我们认为三季度后半段利率债可能出现短暂交易性机会；信用债方面，民企违约仍然较多，我们更看好城投债。商品：2019年商品全年难有趋势上涨行情，为了筹备70周年大庆，三季度可能会在限产和环保下出现一定的交易性机会。黄金：黄金仍然在资产配置中起到重要作用，三季度美元高位震荡，黄金低位盘整蓄势。房地产：继续看多一二线地产，看空三四线。

风险提示：供给侧改革不及预期；中美贸易摩擦超预期；全球经济回落不及预期。

正文目录

二季度的宏观情形修正了市场对全年的预期	3
政策的优先级不再是逆周期调控	3
经济尚未企稳也未见底，经济延续下行	3
通胀整体上行压力仍可控，预计 CPI 全年高点仍控制在 3% 以内	4
中美贸易摩擦没有完成时，只有进行时，谈判是一个长期拉锯过程	4
包商银行被接管事件引发市场的流动性断层	6
大类资产市场表现：黄金领跑，实物资产表现较好	7
各市场情况对比：黄金领跑，金融资产表现较差	7
资金流动的角度：股票成交额有所萎缩，资金呈流出状态	8
中美贸易谈判和包商银行事件成为左右二季度大类资产配置两个关键变量	11
股市主要反映中美贸易摩擦	11
债市主要反映包商事件	12
房地产有所升温，但以人口流入为主要逻辑的二线城市替代三四线城市成为新主角	13
全球在二季度开启了一定的避险模式，黄金一枝独秀	14
下半年经济形势和利率走势展望	15
下调全年 GDP 增速预测	15
维持对 CPI 和 PPI 的预测	16
预测无风险利率下限为 3%	17
在宏观不确定中寻找估值性价比	19
经济下行叠加政策定力，增加了宏观经济何时企稳的不确定性	19
既难以判断经济下行何时见底，又难以判断是否有新的风险点爆发	20
向后看，我们认为“不确定性”将是宏观的主题，建议选择低估值策略	21
大类资产配置观点	23
股票：三季度波动加大，在低估值中寻找结构性机会	23
债券：三季度总体震荡，建议关注低评级短久期的城投债	23
商品：全年以结构性行情为主	23
黄金从资产配置、抗通胀、防波动的角度看，仍有一定配置价值	24
房地产继续看多一二线、看空三四线	24
风险提示	24

二季度的宏观情形修正了对全年的预期

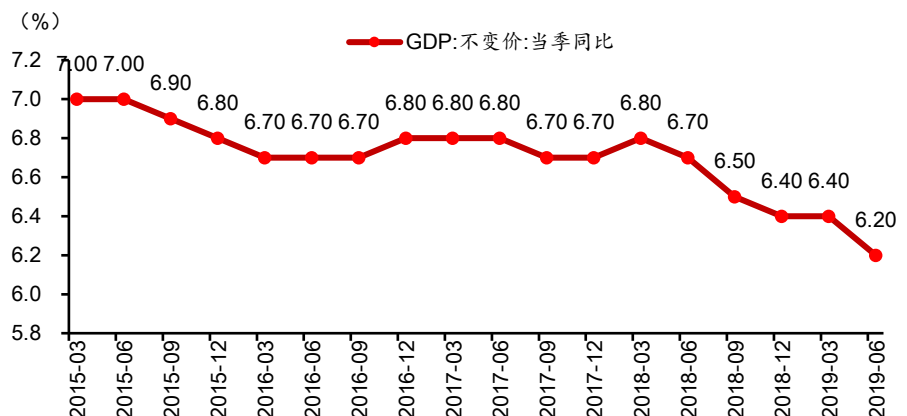
政策的优先级不再是逆周期调控

在我国经济惯性下行压力下，从 2018 年 7 月国务院常务会议提出“疏通货币政策传导机制，引导金融机构利用降准资金支持小微企业等；引导金融机构保障融资平台公司合理融资需求”开始，到 2019 年 3 月，“逆周期调控”成为财政、货币政策主基调。在一系列逆周期政策调控下，一季度经济数据全面超出市场预期。但随后，4 月 1 日、23 日，央行两度否认降准预期；4 月下旬政治局会议明确提出“注重以供给侧结构性改革的办法稳需求，坚持结构性去杠杆”，将政策的优先级重新定位于去杠杆。7 月 30 日的政治局会议，再次强调要坚持以供改改革为主线，推动高质量发展，提升产业基础能力和产业链水平。我们认为下半年政策仍聚焦供给侧，重点在降成本和补短板，注重推进经济结构性调整、而非意图用大幅度需求侧政策对冲经济下行压力。我们认为，在政府提高对经济下行容忍度的同时，经济下行的趋势也较难逆转。

经济尚未企稳也未见底，经济延续下行

二季度经济整体延续下行趋势，GDP 增速回落至 6.2%（前值 6.4%），低于此前我们预期及 wind 一致预期 0.1 个百分点。回顾年初，市场预期宏观经济何时见底，到预期是否已经复苏，到是否根本没有回落，在一季度时一度较为乐观。但政治局会议之后，随着 4、5 月份宏观高频数据的走弱，市场开始修正了经济企稳的预期，对经济下行产生了较为一致的判断。

图表1： 二季度 GDP 增速回落至 6.2%，经济下行压力仍然存在

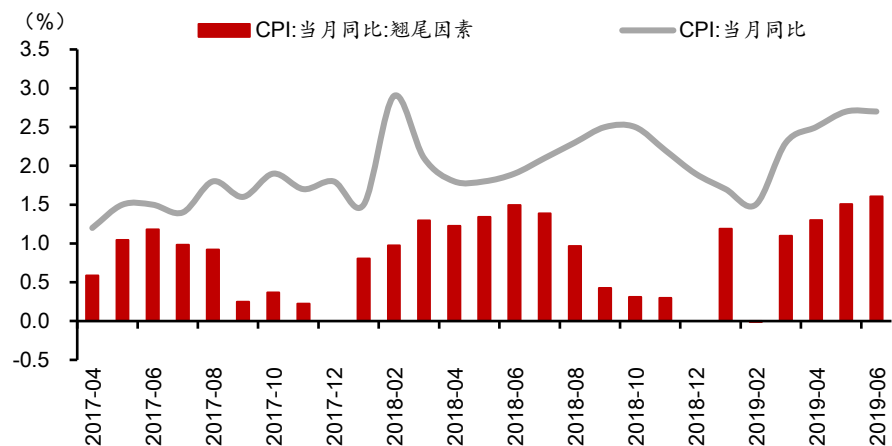


资料来源：Wind，华泰证券研究所

通胀整体上行压力仍可控，预计 CPI 全年高点仍控制在 3% 以内

6 月 CPI 同比+2.7%，持平前值，低于我们预测 0.2 个百分点。6 月鲜果价格处历史高位，当月 CPI 同比+42.7%，6 月猪肉 CPI 同比+21.1%，猪肉与鲜果同比涨幅均继续扩大。随着鲜菜大量上市和前期补栏雏鸡开始产蛋，鲜菜 CPI 环比-9.7%、蛋类 CPI 环比-2.3%。我们认为水果价格的上行压力有望随着夏季鲜果加大供应、秋季鲜果逐渐上市得到缓解。受非洲猪瘟疫情的影响，生猪和能繁母猪存栏环比降幅持续扩大，预计下半年猪肉 CPI 环比温和上涨、同比可能持续出现大幅度正增长。我们认为未来“猪油共振”情形仍是通胀上行的最大风险因素，但数据上看，CPI 的风险不大，预计 CPI 全年最高点低于+3%。

图表2：CPI 小幅上升，预计年内高点低于 3%



资料来源：Wind，华泰证券研究所

中美贸易摩擦没有完成时，只有进行时，谈判是一个长期拉锯过程

6 月 29 日，中美元首在 G20 大阪峰会会晤后，双方同意在平等和相互尊重的基础上重启经贸磋商，美方表示不再对中国出口产品加征新的关税，同时特朗普称有可能对华为解除一些限制。不过对比可以发现在美国停止加征关税的时间点等问题上两国声明存在根本差异，美方报道称美国将“暂且 (for at least the time being)”不对中国征收新的关税。G20 大阪峰会后，中美贸易摩擦暂缓。

但 8 月 2 日凌晨，美国总统特朗普通过社交媒体发文称，将从 9 月 1 日起对价值 3000 亿美元的中国商品加征 10% 的关税，这不包括已对 2500 亿美元的中国商品征收的 25% 的关税。而在今年 5 月 14 日，USTR 发布了针对中国 301 调查的第四批约 3000 亿美元的拟征税清单。根据我们的测算，按照平均汇率为 6.8，若 9 月加征关税得到实施，全年出口增速将因此下降 1.2pct，并在 2000 亿基础上继续影响我国经济增速约 0.2pct。考虑到制约全球经济增长间接影响我国经济增速，总影响可能在 0.44pct。之前，中美双方商定于 9 月进行新一轮中美经贸高级别磋商，考虑到中美贸易在根本性问题上仍需深入磋商，比如贸易不平衡、结构性改革、取消关税等，我们认为中美贸易摩擦没有完成时，双方谈判将是一个长期拉锯过程。

图表3：中美贸易战过程汇总

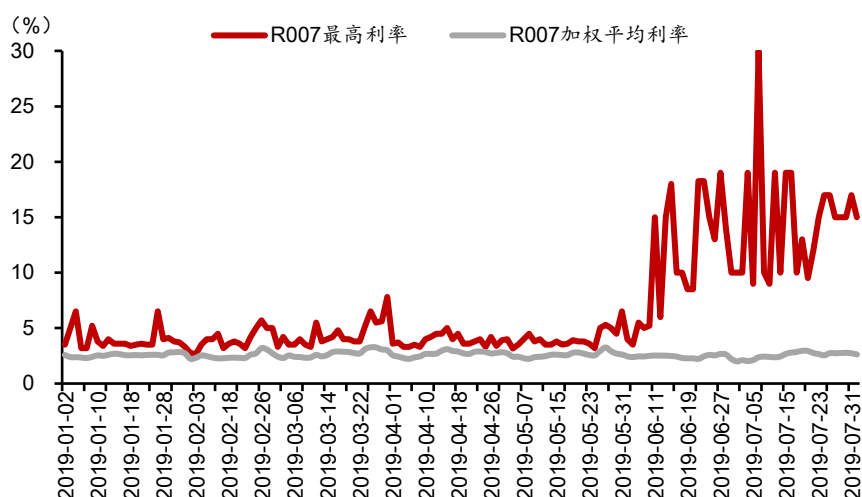
时间	美方	中方
2018 年 3 月 22 日	美国宣布对约 500 亿美元中国商品加征 25% 关税, 并限制中国企业对美投资并购。	次日, 针对 3 月 8 日特朗普提出的“232 措施”, 中方宣布对原产于美国的猪肉及制品、回收率等约 19.92 亿美元商品加征 25% 关税, 对其他包括鲜水果、葡萄酒等产品加征 15% 关税。
2018 年 4 月 4 日	美国公布加征关税清单, 涉及航空航天、信息和通信技术、机器人和机械等行业。	商务部宣布将对原产于美国的大豆等农产品、汽车、化工品、飞机等进口商品对等采取加征关税措施, 税率 25%, 涉及金额约 500 亿美元。
2018 年 4 月 5 日	特朗普发表声明称已指示美国贸易代表办公室依据“301 调查”, 考虑对从中国进口的额外 1000 亿美元商品加征关税是否合适。	
2018 年 5 月 18 日	《中美经贸磋商联合声明》: 将采取有效措施实质性减少美对华货物贸易逆差; 双方同意有意义地增加美国农产品和能源出口。	
2018 年 6 月 15 日	美国政府发布了加征关税的商品清单, 将对从中国进口的约 500 亿美元商品加征 25% 的关税。第一部分包括同年 4 月公布的加税产品清单上的 818 个产品, 进口价值大约 340 亿美元, 从 7 月 6 日开始实行; 第二部分进口价值大约 160 亿美元。	次日, 中国宣布对原产于美国的 659 项约 500 亿美元进口商品加征 25% 的关税, 涉及农产品、汽车、水产品等。其中对农产品、汽车、水产品等 545 项约 340 亿美元商品自 7 月 6 日起实施加征关税, 对其余 160 亿商品加征关税的实施时间另行公告
2018 年 7 月 10 日	美国公布进一步对华加征关税清单, 拟对额外 2000 亿美元中国输美产品加征 10% 关税的清单。包括化学品、纺织品、食品、服饰及手袋、电子产品、金属制品和汽配产品等。	
2018 年 8 月 2 日	拟将加征税率由 10% 提高至 25%。	
2018 年 8 月 3 日		对原产于美国的 5207 个税目约 600 亿美元商品, 加征 25%、20%、10%、5% 不等的关税。
2018 年 8 月 7 日	公布了对价值约 160 亿美元中国产品加征 25% 关税的清单, 从 8 月 23 日起正式实施。	
2018 年 8 月 9 日		对部分原产于美国的进口商品再次加征 25% 的关税, 8 月 23 日起正式实施。
2018 年 9 月 18 日	宣布自 9 月 24 日起对 2000 亿美元中国输美产品加征 10% 的关税, 并将在 2019 年 1 月 1 日起上升至 25%。	宣布自 9 月 24 日起对原产于美国的约 600 亿美元进口商品加征 10%、5% 不等的关税。
2018 年 12 月 1 日	G20 峰会双方领导人会晤, 双方达成共识, 停止加征新的关税。维持在 10%, 而不是此前宣布的 25%; 并设定 3 个月谈判期限。	美方原先对 2000 亿美元中国商品加征的关税, 1 月 1 日后仍
2018 年 12 月 14 日		国务院关税税则委员会决定从 2019 年 1 月 1 日起, 对原产于美国的汽车及零部件暂停加征关税 3 个月, 涉及 211 个税目。
2018 年 12 月 20 日	将对中国输美产品加征关税税率提升至 25% 的期限推迟至 2019 年 3 月 2 日。	
2019 年 3 月 1 日	对 2018 年 9 月起加征关税的 2000 亿美元自华进口商品, 不提高加征关税税率, 继续保持 10%。	
2019 年 5 月 10 日	美方已将对 2000 亿美元中国输美商品加征的关税从 10% 上调至 25%	
2019 年 5 月 13 日		自 2019 年 6 月 1 日 0 时起, 对已实施加征关税的 600 亿美元清单美国商品中的部分, 提高加征关税税率, 分别实施 25%、20% 或 10% 加征关税。对之前加征 5% 关税的税目商品, 仍继续加征 5% 关税。
2019 年 6 月 17 日	就对价值约 3000 亿美元中国产品加征 25% 的关税计划举行公众听证会, 96% 听证会代表反对。	
2019 年 6 月 29 日	G20 大阪峰会, 双方同意在平等和相互尊重的基础上重启经贸磋商, 美方表示不再对中国出口产品加征新的关税。	
2019 年 7 月 11 日	决定对之前加征 25% 关税的 110 种中国商品取消关税。	商务部称中方也已经建立了相应的关税豁免机制, 将根据企业申请进行处理。
2019 年 7 月 16 日	特朗普称, 美国要与中国达成贸易协议, 还有很长的路要走, 但如果有必要, 美国可能会对价值 3250 亿美元的中国商品加征关税。	
2019 年 7 月 28 日	美方宣布对 110 项中国输美工业品豁免加征关税, 并表示愿意推动美国企业为相关中国企业继续供货	中国进口数百万吨美国大豆等农产品
2019 年 8 月 2 日	特朗普称将从 9 月 1 日起对价值 3000 亿美元的中国商品加征 10% 的关税, 这不包括已对 2500 亿美元的中国商品征收的 25% 的关税。	

资料来源: 商务部, 美国贸易代表办公室, 华泰证券研究所

包商银行被接管事件引发市场的流动性断层

5 月 24 日，中国人民银行、中国银行保险监督管理委员会联合发布公告自 2019 年 5 月 24 日起对包商银行实行接管，接管期限一年。我们在 6 月 26 日发布的深度研究报告《包商之后关注流动性风险还是信用收缩？》提到，包商银行事件引发了市场对于打破同业刚兑、中小银行风险暴露的担忧，同业机构风险偏好收紧，对交易对手及质押券的筛选更为严格，同业业务更多集中于大中型银行，中小型银行、非银机构特别是中小非银机构融资受限、成本走高。人民银行虽然采取了较大力度的流动性投放和维稳措施，使得流动性在总量层面上保持宽裕，但流动性断层问题仍然存在。

图表4：R007 最高利率与平均利率分化严重，流动性断层问题仍然存在



资料来源：Wind，华泰证券研究所

从目前的形势来看，经济延续下行趋势，通胀压力不大，政府不断提高对经济走弱的容忍度，政策重心是结构性改革，外部的中美贸易摩擦和内部的包商银行事件可能演绎出的信用风险，仍然是两大风险点，总量层面的流动性合理充裕，无风险收益率维持低位稳定。展望下一个季度，我们认为这种宏观情形可能延续。

大类资产市场表现：黄金领跑，实物资产表现较好

各市场情况对比：黄金领跑，金融资产表现较差

图表5： 大类资产二季度表现：商品好于地产好于债券好于股票

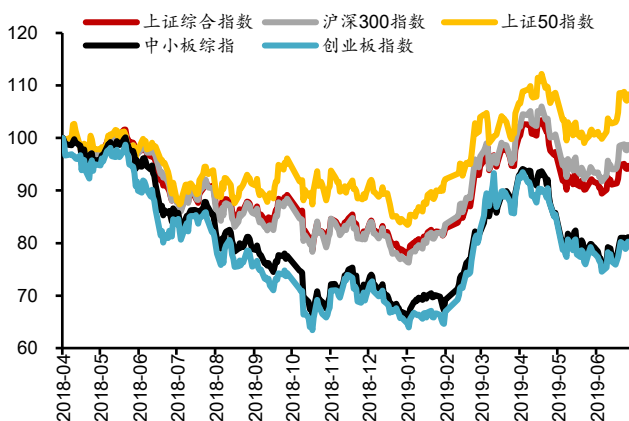
		上证综指	中债净价	南华商品	基础金价	二手房价	现金
2019Q2	绝对收益	-3.62%	-0.54%	4.98%	12.17%	1.40%	0.72%
	最大回撤	-13.54%	-1.31%	-4.37%	-1.00%		
	变异系数	0.049	0.003	0.011	0.038		
2019Q1	绝对收益	25.37%	-0.03%	7.65%	-0.84%	0.80%	0.72%
	最大回撤	-4.40%	-0.70%	-3.90%	-4.33%		
	变异系数	0.080	0.002	0.023	0.010		
2018Q4	绝对收益	-11.61%	-1.74%	4.79%	-1.26%	0.70%	1.15%
	最大回撤	-8.91%	-1.81%	-4.66%	-3.89%		
	变异系数	0.022	0.006	0.02	0.01		
2018Q3	绝对收益	-0.92%	0.04%	3.41%	-0.71%	3.23%	0.78%
	最大回撤	-8.73%	-1.42%	-2.56%	-3.07%		
	变异系数	0.023	0.003	0.022	0.007		

注：绝对收益为季末相对季初的绝对增长率，房价选取前三个月的环比累计涨幅（由于数据公布滞后性，向前追溯一月以保证区间一致可比），现金采用 Shibo 三个月收益率（相当于手持现金以近似无风险形式拆借获取的短期货币收益）。变异系数为标准差/均值。最大回撤描述季度内高点进场，可能面临的平均最大亏损情况。

资料来源：Wind，华泰证券研究所

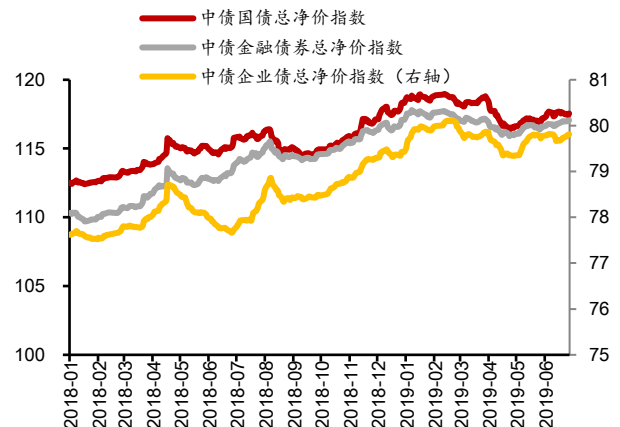
从金融资产看，二季度股市表现较差，上证综指从 3 月底的 3090.76 点跌至 6 月底的 2978.88 点，下跌 3.62%；债市小幅下跌，中债总净价指数从 3 月底的 117.8099 点至 6 月底的 117.1714 点，下跌 0.54%。此外，从基础金价看，黄金获得正收益，黄金价格从 3 月底的 283.50 元/克上涨至 6 月底的 318.00 元/克，上涨 12.17%，黄金价格自 2013 年 5 月以来再次突破 300 元/克。

图表6： 2019 年 Q2 股市震荡下行



资料来源：Wind，华泰证券研究所

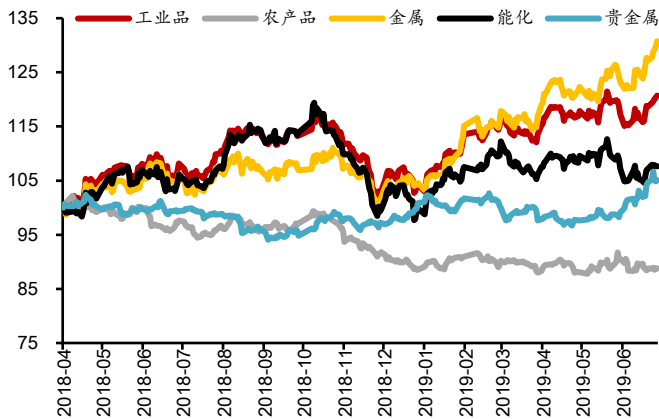
图表7： 2019 年 Q2 债市小幅下行



资料来源：Wind，华泰证券研究所

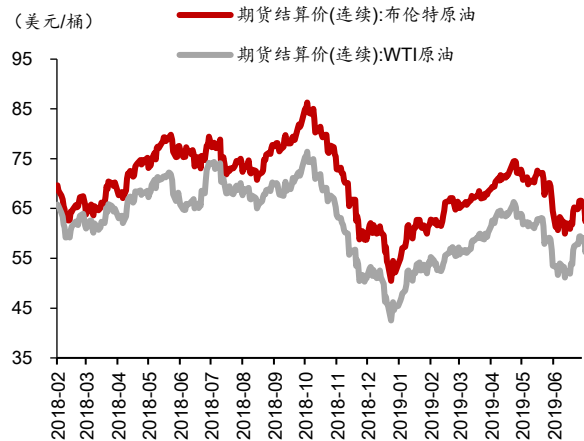
实物资产中，商品表现较好，南华商品指数从 3 月底的 1414.95 点升至 6 月底的 1485.46 点，涨幅为 4.98%。商品资产的高收益主要来源于金属、贵金属和工业品价格的快速上涨。原油价格震荡下行，导致能化板块走弱。贸易争端不确定性冲击全球经济增长前景，原油需求低迷预期叠加风险事件冲击共同作用导致油价震荡下行。布伦特原油期货结算价从 3 月底的 68.39 美元/桶下跌到 6 月底的 66.55 美元/桶，WTI 原油期货结算价从 3 月底的 60.14 美元/桶下跌到 6 月底的 58.47 美元/桶。

图表8： 2019 年 Q2 商品市场表现较好



资料来源：Wind，华泰证券研究所

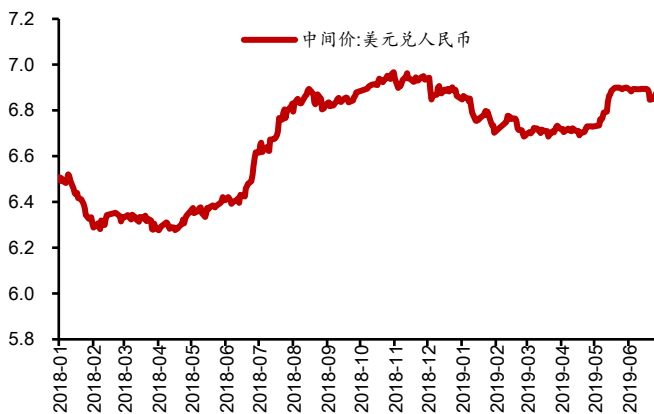
图表9： 2019 年 Q2 原油价格震荡下行



资料来源：Wind，华泰证券研究所

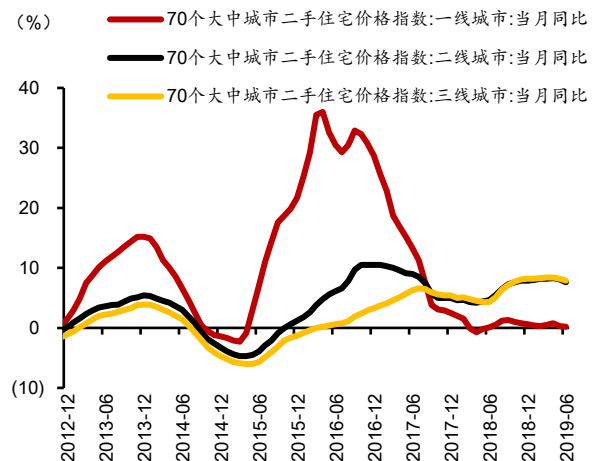
房产获得正收益，二季度 70 个大中城市二手住宅价格指数环比上涨 1.40%，而依据 3 个月 Shibor 利率测算的现金资产收益为 0.72%。人民币汇率贬值幅度较大，美元兑人民币中间价从 3 月底的 6.70 到 6 月底的 6.87 左右。

图表10： 2019 年 Q2 人民币兑美元汇率贬值幅度较大



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表11： 2019 年 Q2 房价小幅上涨



资料来源：Wind，华泰证券研究所

宏观经济分析 宏观数据 宏观政策 宏观展望 宏观研究

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_10941

