

大类资产表现回顾：多少人看对了上半年？

证券研究报告
2019年07月01日

作者

我们在去年11月29-30日以问卷形式调研了部分投资者对2019年宏观与大类资产的预期，问题涵盖对国内经济、政策方向、大类资产、海外经济等多维度判断。

一致预期有时会带来预期的自我实现，但基于历史信息线性外推的一致预期往往会被新增信息所打破。2019年行将过半，我们对上半年的大类资产表现进行回顾，并与问卷调查结果进行对比，检验一致预期的准确性。

宋雪涛 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517090003
songxuetao@tfzq.com

赵宏鹤 联系人
zhaohonghe@tfzq.com

相关报告

风险提示：国内逆周期政策力度低于预期；中美关系再度反复



半年前，我们以问卷形式调研了部分投资者对 2019 年宏观与市场的预期。（问卷时间 11 月 29 日-11 月 30 日）

2019 年行将过半，回顾上半年的大类资产表现，对比半年前的调查结果，会有哪些有趣的发现？

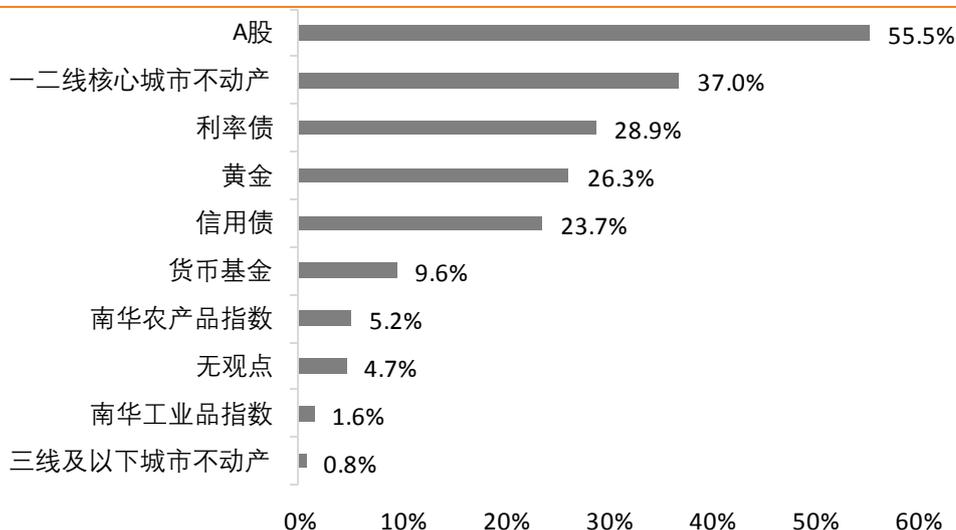
一、大类资产：上半年股票最符合预期

第一项调查：2019 年全年最看好的国内资产？

从上半年涨幅来看，股票最符合预期（24.7%），房地产（一线 4.7%、二线 12.1%）和黄金（10.5%）没有让投资者失望，利率债（1.7%）表现不及预期，工业品（15.8%）表现超预期。利率债受经济和政策预期变化影响，工业品有需求旺盛和供给变化（环保限产、生产事故）两方面因素。

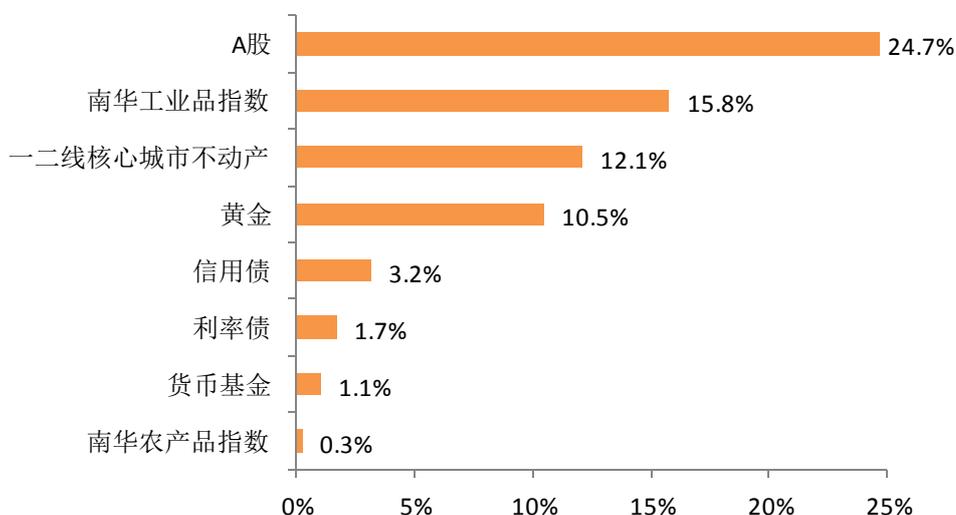
2019 年还有一半时间，部分资产看多或看空的逻辑尚未证伪或兑现，大类资产收益率排序在下半年也可能出现逆转，所以结论不能下得太早。

图 1：问卷问题：最看好的国内资产



资料来源：问卷星，天风证券研究所

图 2：上半年实际结果：A 股表现最强



资料来源：WIND，天风证券研究所

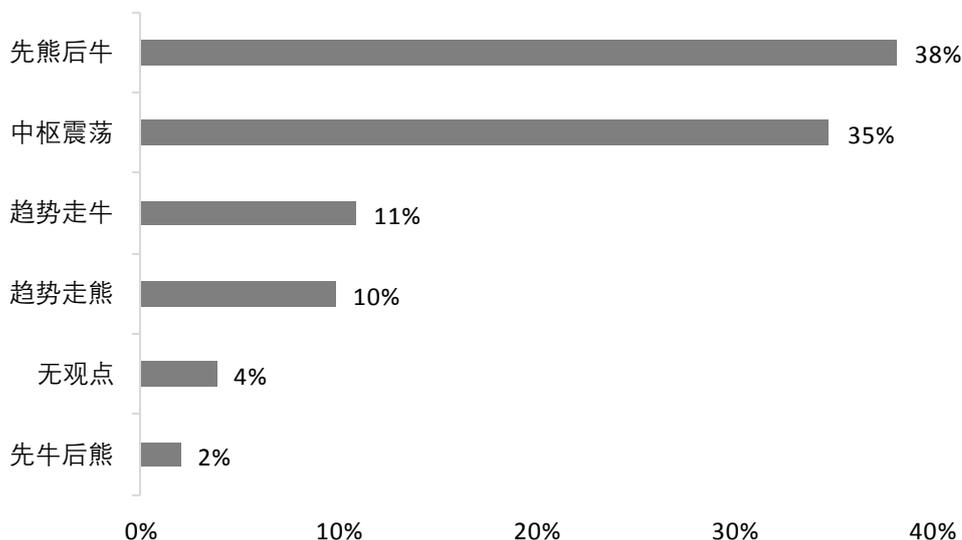
注：资产涨幅所对应标的的依次为：万得全 A、南华工业品指数、二线城市新建商品住宅价格指数同比、上海金交所黄金现货收盘价:Au9999、中债企业债总指数、中债国债总指数、Wind 基金指数:货币市场基金、南华农产品指数

二、A 股：偏保守，8 成以上认为开年无法走牛

尽管 55% 的受访者表示 2019 年最看好 A 股，但多数人对上半年略偏保守。

节奏方面，8 成以上认为 A 股开年无法走牛（先熊后牛+中枢震荡+趋势走熊），仅有 2% 认为 A 股会先牛后熊。振幅方面，半数受访者认为上证综指高点在 3000 点以下，6 成受访者认为低点在 2400 点以下。（点位调查结果详见《资本市场如何看 2019》）

图 3：问卷问题：A 股的整体走势



资料来源：问卷星，天风证券研究所

上半年的实际情况是：A 股先牛后熊，万得全 A 最大涨幅达到 39%（1 月 3 日-4 月 8 日），随后最大跌幅达到 15%（4 月 8 日-6 月 6 日）。

从结果看，A 股走势倒是验证了我们去年底《明年可能存在的 3 个预期差》中的判断：“股票上半年可能先牛后熊，全年走势 N 字形”。

尽管投资者对上半年略偏保守，但对全年预期乐观，所以当年初和春节后出现大行情时，投资者还是牢牢把握住了这次机会。WIND 数据统计显示，今年上半年股票型基金平均收益率 24.2%，混合型基金平均收益率 16.3%，位居各类型基金前两位。

图 4：上半年实际结果：先牛后熊

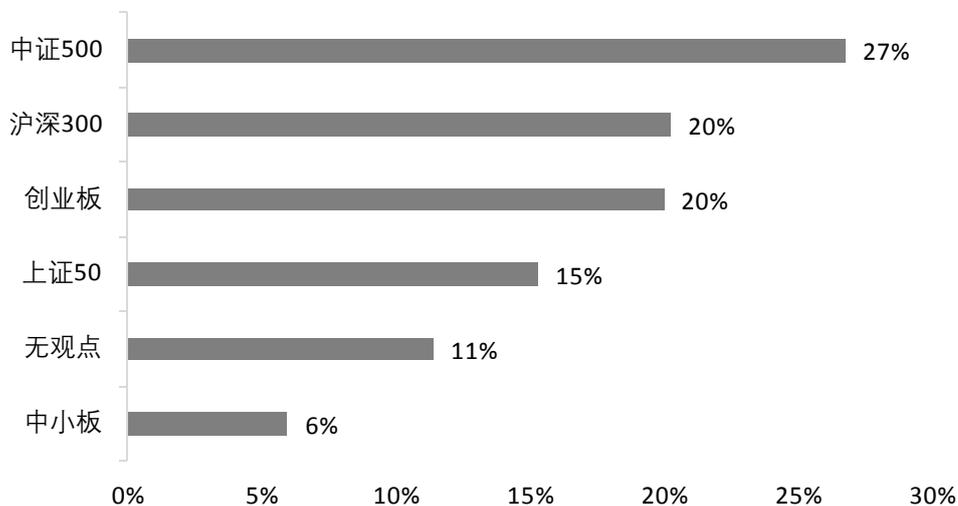


资料来源：WIND，天风证券研究所

三、A 股风格板块：最看好的中小票和 TMT，上半年都不及大白马

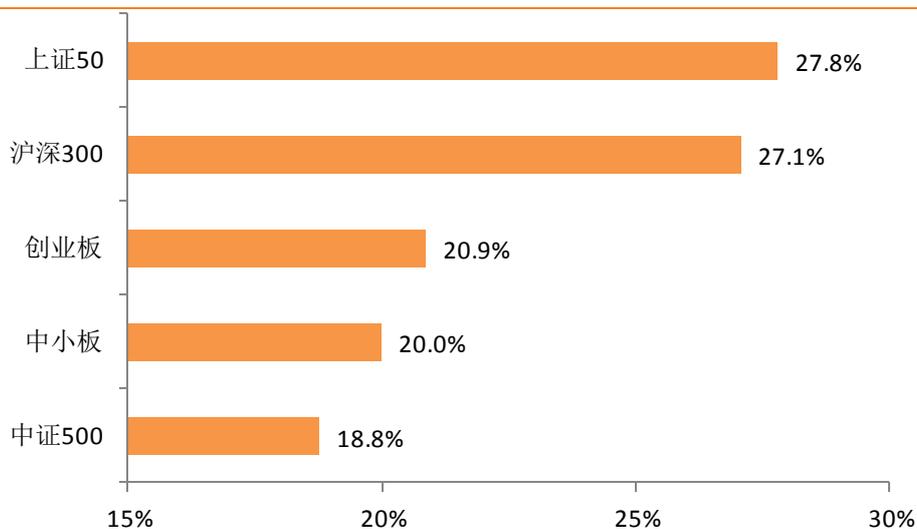
风格方面，去年底受访者最看好的中证 500 上半年涨幅排名倒数，表现不及最不被看好的中小板；沪深 300 和创业板都没跑赢上证 50，2 季度的抱团防御让白马蓝筹笑到最后。

图 5：问卷问题：最看好的 A 股指数



资料来源：问卷星，天风证券研究所

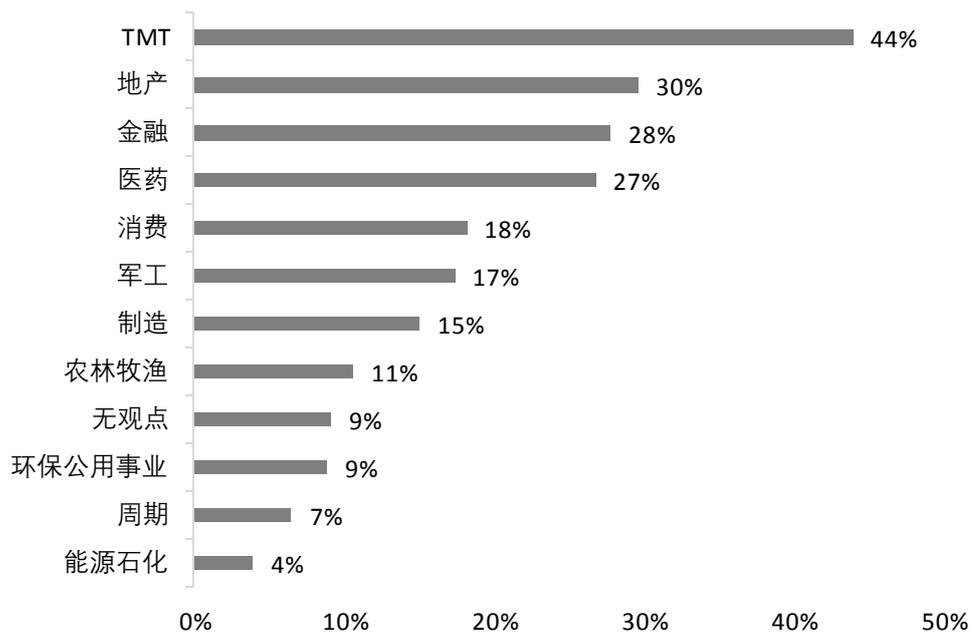
图 6：上半年实际结果：白马蓝筹为代表的大盘股仍然相对中小盘股占优



资料来源：WIND，天风证券研究所

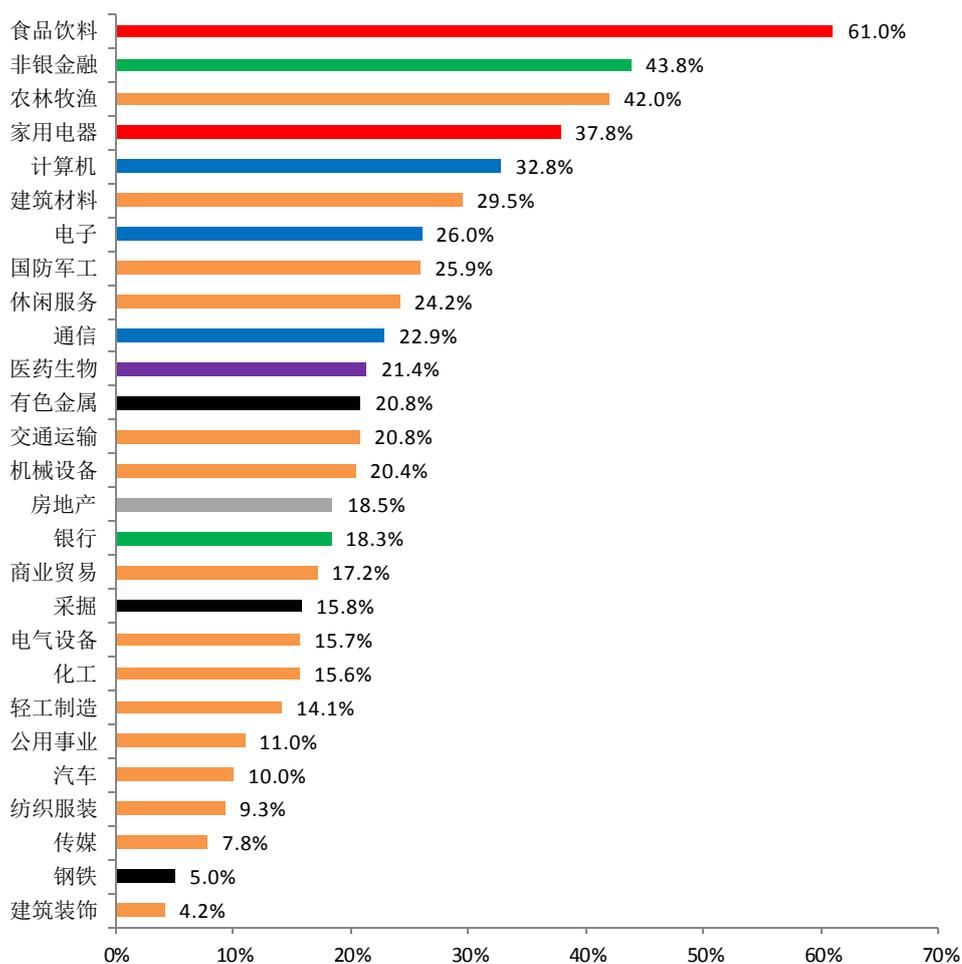
板块方面，去年底最被看好的 TMT 表现不及预期（计算机涨幅全行业第五，电子第七，通信第十）；地产表现明显不及预期；金融表现符合预期（非银涨幅全行业第二）；周期表现基本符合预期。消费和农林牧渔板块表现超预期（食品饮料涨幅全行业第一、家电第四；农林牧渔第三）。

图 7：问卷问题：最看好的股票板块



资料来源：问卷星，天风证券研究所

图 8：上半年实际结果：申万一级行业涨幅排序



资料来源：WIND，天风证券研究所

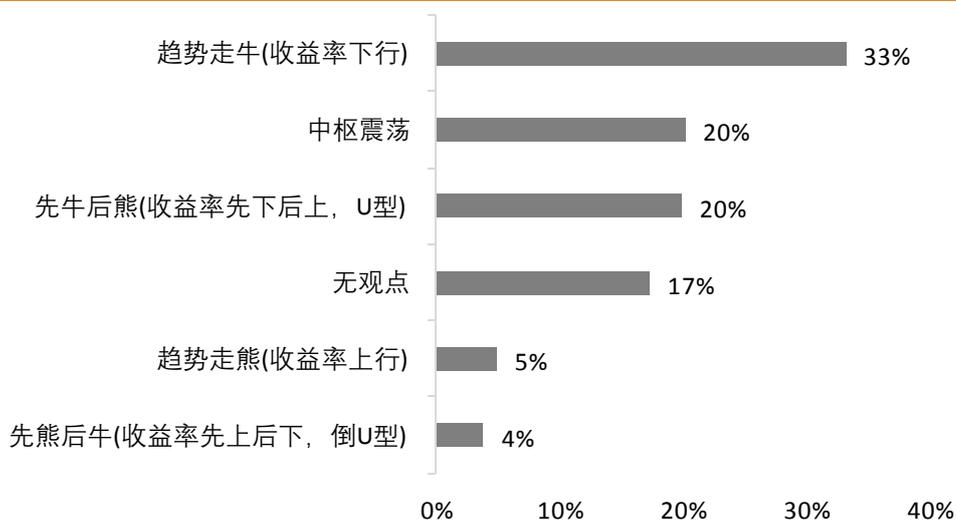
四、债券：一致看好，但结果失望，仅4%认为会先上后下

与去年底对经济基本面偏悲观的一致预期相对应,看好2019年利率债表现的受访者居多,超6成有观点受访者认为年初利率继续下行,仅有约5%认为利率会先上后下。

上半年的实际情况是:利率1季度震荡上行至2季度初,10年国开债收益率最大上行幅度41bp(1月7日-4月24日);2季度中后期又开始震荡下行,最大下行幅度27bp(4月24日-6月28日)。这个结果和我们去年底《明年可能存在的3个预期差》中的判断一致:“债牛下半场也非坦途,最差情况可能是年初当头一棒”。

1季度经济韧性连超预期、4月货币政策边际收紧,1-4月利率震荡上行。直到5月,中美谈判反复,叠加经济数据再度大幅回落,利率重新开始下行。5月下旬中小银行风险事件引发流动性担忧,利率又出现阶段性调整;随后央行加大流动性投放规模、拉长OMO投放期限,并连续发声稳定市场预期,利率重新震荡下行至6月中旬。6月最后两周利率债发行放量,地方债净融资额达到5000亿,利率窄幅震荡走平。

图9: 问卷问题: 利率债的整体走势



资料来源: 问卷星, 天风证券研究所

图10: 上半年实际结果: 利率债先熊后牛



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_11711

