**一、中国宏观经济回顾及展望**

* **综述**
* **基建和地产依然是下半年稳增长主要着力点。**政府主导性投资带动经济的增长模式——政策市成为次贷危机后经济增长的主要模式。去年下半年开始，政府加大基建投资力度，同时年初以来各省市十三五规划项目布局，叠加地产投资改善，基建和地产支撑了16年上半年经济的平稳运行。不过，制造业投资、以及民间投资年初以来的快速下滑显示制造业去产能压力仍然在拖累经济。因此，下半年的经济增长仍依托政府稳增长政策。我们预计全年经济增速在6.7%左右，下半年经济走势整体平稳。通胀三季度低位，四季度或有抬头，不过高点超过3%的概率不大。货币政策维持中性，财政政策或更加积极。
* **宏观调控政策**
* **货币政策下半年将保持中性**：上半年货币政策大幅波动，在经历了1季度信贷社融快速投放之后，4、5月份信贷社融开始明显收紧。信贷社融加速投放推动需求改善，带动经济出现复苏态势；而4、5月份信贷社融边际收紧后需求出现回落，经济下行压力再度上升。我们认为下半年货币政策将保持中性，一方面下半年经济增速依然面临6.5%底线的考验，货币政策难以显著收紧；另一方面，供给侧改革的推进要求降杠杆、去产能，货币政策如1季度大幅宽松的可能性较小。不过，考虑到外汇占款导致基础货币持续下行，不排除下半年央行在常规货币工具之外进行1-2次降准对冲。
* **财政政策将更加积极：**在货币政策维持中性的情况下，我们认为下半年财政政策将更加积极。2016年前5个月，财政盈余为3352亿元，较去年同期减少2439亿元，而2016年财政赤字目标较去年增长5600亿元，意味着今年后7个月财政赤字规模将较去年同期增加3141亿元。此外，6月底国新办关于债务率的吹风会中表示“政府杠杆率还有上升空间……地方融资平台并不违法”，预计政府将继续通过地方政府债、城投债以及加大信贷规模等方式提高杠杆率。专项金融债、专项建设基金等财政货币化等也是财政刺激的手段之一。
* **房地产市场温和改善：**宽松的货币环境下，房地产需求在上半年出现明显改善。房地产销售面积增长（5月累计同比33.2%）带动新开工和土地购置面积回升（5月累计同比分别为18.3%和-5.9%），推高房地产投资增速（5月累计同比7.0%）。虽然高频数据显示房地产销售同比增速在6月开始放缓，不过经济相对安全，货币政策中性。同时，我们观测到重点城市库存去化周期明显下降，上半年新开工面积快速回升，因此预计下半年房地产投资将延续温和回升态势。
* **通胀数据预测**
* **全年通胀或维持较低水平：**蔬菜和猪肉推动上半年CPI同比快速上涨，从15年底1.6%的水平上升至今年3、4月最高的2.3%。然而随着供给面的改善，蔬菜价格从5月以来快速下跌，同时猪肉价格在6月出现环比下挫。结合去年猪周期形成的高基数效应，猪肉价格同比增速将在三季度继续下行，拉低CPI同比增速。而经济平稳增长态势下，基数效应将推动PPI同比跌幅收窄，但难以转正。我们预计下半年CPI同比增速在1.8%左右，四季度增速较3季度有所回升。PPI同比跌幅将持续收窄，但难以转正。

  **警惕通胀预期抬头：**虽然通胀低位波动，但需要警惕通胀预期抬头。一方面，生猪存栏量虽然近几月略有回升，但依然处于3.7亿头的低位，相对于13年末4.7亿头左右的水平大幅减少，供给依然相对偏紧。另一方面，上半年房价的快速上升以及PPI价格环比上涨都有可能向CPI传导，推高CPI同比。叠加商品等资产价格的阶段性上冲，警惕通胀预期抬头对于资本市场的短期冲击。

  **流动性及改革**

 **流动性维持平稳，可能阶段性存在波折：**英国退欧之后，外围不稳定性增加，美联储加息预期显著下降，年中基本不可能加息，12月存在今年唯一的一次加息可能，外部流动性维持相对宽松状态的概率较大。国内金融风险上升环境下，监管机构意图降杠杆可能带来流动性阶段性收紧，但维持资本市场平稳运行的考量或令监管机构难以采取明显收紧流动性的措施。预计银行间7天回购价格维持在2.5%左右。而随着信贷社融较4、5月份出现边际改善，实体经济流动性将有所好转。

  **人民币面临贬值压力：**随着国内资本回报率的下行，以及外部经济持续复苏，货币政策周期差异将推动人民币继续面临贬值压力。下半年国际市场并不平静，继续面临美国大选、美联储加息等风险事件，可能对美元持续产生推高作用，相应的对人民币形成贬值压力。尽管定价机制中，一篮子货币可以在关键时刻缓冲人民币对美元的贬值压力，不过仍然需要关注这些事件导致人民币汇率的贬值预期变化，因而需要密切观望离岸人民币走势及即期外汇市场成交。

 **供给侧改革：**供给侧改革作为去年底政治局经济工作会议确定的今年工作重点，将继续在下半年强力推进。煤炭、钢铁等重点产能过剩行业将实现有效去产能，未来5年需要完成1.5亿吨钢铁去产能，5亿吨煤炭去产能目标。在产业基金资金支持下，下半年去产能将成为重要改革之一。房地产销售保持相对较高增速将继续帮助三四线城市去库存，而对僵尸企业财务支持减小将推动去杠杆进程，行政审批将继续减少助力经济降成本，而在补短板方面将继续通过倾斜性政策支持新经济发展。

**二、海外市场展望**

* **全球宏观经济展望**
* **回顾上半年走势，发达国家经济增长动能减弱：**美国经济步入扩张周期末端，企业盈利与企业投资见顶，但稳定的房地产扩张与居民消费将托底经济；欧元区下半年经济将显著放缓，房地产与库存周期见顶叠加英国退欧风险或终结本轮经济复苏；日本经济受制于汇率持续升值，日元贬值这一近年来经济扩张源动力消失在全球避险情绪之中，日本政府三季度的财政刺激计划仅能延缓而非逆转经济放缓进程。
* **美国经济及货币政策：**

（1）预计美国二季度经济增速或将好于一季度，但下半年经济增速将继续回落。主要正面因素来自于稳定的房地产与居民消费开支，去库存压力减小。但劳动力市场实现充分就业之后继续扩张空间有限，预计美国下半年经济增速将不高于2%。

（2）通胀方面，充分就业带来薪资上涨、核心通胀上升的趋势，同时房地产库存不足带来房租增长压力，美国通胀已进入稳定上升的通道；下半年油价回落将减缓通胀压力，预计通胀不会成为迫使美联储年内急于调整货币政策的推动力。

（3）流动性方面，美联储6月议息会议会后声明、长期经济与利率路径预测相比4月会议纪要所展现的鹰派气氛已显著放松，目前宏观环境不支持联储加息，未来可能加息时点为12月。

* **美元指数中期依然看涨：**美元指数将继续走强，受美国与欧元区、日本之间经济基本面与货币政策差异，以及全球避险资金流动推动。虽然美联储货币政策收紧空间已被严重制约，但欧日经济放缓与货币政策维持宽松将压制欧元与日元汇率，转而推动美元升值。英国退欧风险或引发欧元区配置型资金系统性地转向美国。
* **全球债券市场—债券长端收益率或保持低位：**由于主要发达国家经济扩张乏力、央行货币政策难以紧缩、英国退欧风险打击全球风险偏好，发达国家长端国债收益率或保持低位。未来长端国债收益率上行催化剂或来源于货币政策空间减少后各国转向财政政策刺激，2016年仅有日本存在这一可能，其余发达国家在2017年政府完成换届后财政刺激空间才会出现。发达国家长债收益率的稳定将消除新兴市场大规模资本外流风险。
* **英国退欧问题风险仍未被市场完全消化：**目前英国退欧公投结果已确定为离开欧盟，英国政界无法否决公投结果，在没有必胜把握下也难以发动二次公投；里斯本条约50条款启动后最慢2年之内英国将完成退欧进程，欧盟已施压英国希望尽快启动以减少不确定性。由于英国退欧损失较大且欧盟主要成员强硬应对，短期在欧盟内部不易产生示范效果，因此目前英国退欧的政治风险不易传播，影响将主要体现在经济和金融活动中。英国的经济体量不足全球经济的5%，但承担了全球40%的金融交易，英国退欧将打击全球贸易和金融市场，使得市场流动性下降、交易成本上升、机构杠杆率下降、融资和重组活动减少，企业部门和居民部门投资意愿下降，欧洲房地产活动承压，加速欧洲经济下半年的放缓。作为全球最大经济体，欧元区经济复苏的结束是市场尚未充分反映的风险。
* **油价无法保持在目前水平：**原油价格大概率已经见顶，目前全球油品消费旺季已完成大半，前期中东、非洲与北美大量断供原油供给回归市场，美国页岩油复产，原油价格可能面临20%左右的调整幅度。

**三、中国股票市场展望及配置建议**

* **市场整体判断：存量博弈的格局未变，把握结构性机会**
* **指数震荡的格局将在下半年延续：**
* **市场大概率维持存量博弈格局：**下半年经济大体走平，通胀对货币政策制约不大，来自国内的宏观面和政策面风险有限。不过，鉴于一方面，改革预期将反复受到稳增长压力制约，去产能结构化改革推进慢于预期；另一方面，流动性边际宽松力度较去年大幅下降，同时将受到来自海外、以及国内金融去杠杆等事件的脉冲干扰。因此，尽管市场不排除会有养老金入市、海外资金等增量资金阶段进入，但没有赚钱效应，增量资金规模难以扩大，下半年大概率维持存量博弈的格局。
* **宽幅震荡，把握结构性机会：**海外市场对汇率及外汇占款的扰动，以及金融机构去杠杆都将带来短期内流动性预期的不稳，同时增长叠加供给侧改革也将影响市场对周期行业的预期。因此，下半年市场仍然维持宽幅震荡。关注改革和转型下新兴行业中有业绩的成长标的；并警惕宏微观数据超预期成为市场阶段性主要矛盾时的周期行情。
* **风格及配置建议**
* **业绩及高景气板块是重点关注品种：**在增量资金有限的存量博弈市场，筹码易在乐观投资者手中集聚，没有业绩的小热点主题可能在市场短期反弹中存在博弈机会，但波段操作难度较大。中期看，具有稳定业绩及高景气的板块更容易受到多数投资者认同。
* **新兴产业投资可以作为选择高景气的主逻辑：**重配未来市场空间足够大，且在导入期或成长期的行业，可以大概率分享到产业成长红利，又能够在市场大幅波动时抵抗噪音。我们从价格弹性、黑科技、技术与需求共振、新模式推广及消费行为的变化五个维度选择产业，诸如周期、农产品、新能源汽车、物联网、电子、电商等是我们年内关注的重点产业。
* **低估值板块：**在市场风险偏好下降、市场情绪恢复的过程中，寻找前期估值偏低，并且业绩确定，后期可能有催化的板块做阶段性配置。

**四、中国债券市场展望及配置建议**



* **债券市场回顾与展望：**
* **2016年上半年，债券市场整体经历震荡行情。**新年伊始，离岸人民币一度跌至6.76，再加上境内A股多次熔断，降准预期落空，恐慌情绪蔓延，债券市场长端收益率上行9BP；之后央行出手打压国际空头势力，熔断机制取消，春节前后央行又通过MLF、降准等释放流动性，市场走势较为平稳。进入3月底，随着MPA的第一次实施，市场流动性紧张，再加上财政政策发力，经济数据边际向好，随着全球大宗商品价格走高、猪价菜价上升等，通胀有所抬头，市场比较纠结。4月份以来，随着铁物资等违约事件的发酵，市场情绪非常脆弱，再叠加营改增可能会对金融同业产生的负面影响，10年国开一度上行30BP，信用债尤其是中低等级的信用利差扩大明显，但从4月下旬开始，“债王”将10年国债利率压在2.9%的低位，导致10年和7年曲线一度倒挂12BP，创下近十年的最大负利差；进入5月份后，权威人士发表讲话，经济和通胀再度放缓，叠加美联储FOMC会议、英国退欧等事件的影响，长端利率债震荡下行。
* **展望2016年下半年，债券市场基本面喜忧参半，或难有趋势性行情。**

（1）首先，随着权威人士确认经济“L”型底，我们认为宏观经济短期企稳幅度依然有限、经济基本面反弹动力较弱，且经济增长的长期压力依旧很大。

（2）其次，通货膨胀水平或受食品价格的拖累进一步下行；机构投资者的资产配置需求依然较大，可能会对债市形成一定支撑。

（3）另一方面，人民币汇率依然面临贬值预期，英国二次公投、美国加息与否等海外因素也会对国内市场情绪造成影响，再加上杠杆调控、信用违约事件等，货币政策难以大幅宽松，上述因素或对债市收益率形成压力。

**总结：**因此，我们认为受短端收益率的制约，长端品种下行幅度或有限；利率债主要把握波段机会而非趋势性机会，并在信用债中寻找利差机会。

* **配置建议：**
* **把握波段行情、适度利用杠杆、严控信用风险。**
* **把握波段行情：**如上分析，我们预计下半年债券市场多空因素交织，难有趋势性行情，利率债机会更多在波段性行情中。
* **适当利用杠杆：**货币政策预计会维持稳健，银行间市场流动性有望保持相对宽松状态、资金利率有望保持低位，因此我们建议在保证流动性管理需求的情况下，可适度利用杠杆套息策略获取稳定票息收入。
* **严控信用风险：**更加值得注意的是，在需求萎靡的宏观背景下，周期性行业的企业基本面情况恶化明显，另一方面，银行担忧不良率上升、惜贷现象显著上升，而通

过债券市场融资的难度大幅提升，今年上半年已经有多家企业被迫取消发行，内外现金流双重压力导致企业偿债能力显著下滑；去年以来，中国债券市场已出现多起

违约事件，进入今年后，违约频率进一步提升，包括东北特钢、铁物资等，对债券市场造成较大冲击。今年下半年预计有2.2万亿债券到期，其中很多属于产能过剩行业，届时能否按期偿付存在一定不确定性；所以，我们建议对强周期性行业保持十分谨慎的投资态度，对经营基本面出现显著恶化的企业采取严格规避的措施。

**免责条款:**

本报告为研究人员依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述具体证券买卖的出价或征价。

**转载条款**

本报告版权归交银施罗德基金管理有限公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载转发本报告或者以其他任何形式使用本报告及其内容、数据。