**一、中国宏观经济回顾及展望**

* **综述**
* **基建是四季度稳增长主要着力点，出口反弹值得期待。**2015年下半年开始，政府加大基建投资力度，同时2016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2016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，一二线城市限购限贷新政后的房地产投资也将有所回落。因此，四季度的经济增长仍依托政府稳增长政策，近期专项金融债重启已显示财政支撑经济增长的决心。此外，发达国家经济共振式回暖使得出口触底反弹，年末西方节假日密集期间居民消费集中落地将强化出口改善力度。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，四季度略有抬头。货币政策维持中性，财政政策或更加积极，PPP项目将继续大力推进。
* **宏观调控政策**
* **货币政策下半年将保持中性**：2016年货币政策大幅波动，在经历了一季度信贷社融快速投放之后二三季度趋势回落，同时信贷结构集中于按揭贷款，实体企业需求疲弱。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，债转股推进过程中需要保持相对宽松的流动性环境，货币政策难以显著收紧；另一方面，汇率与房地产等资产价格问题约束货币大幅宽松空间。预计2016年央行在常规货币工具之外仍有一次降准对冲外汇占款流失带来的基础货币不足。
* **财政刺激与PPP项目推进将更加积极：**在货币政策维持中性的情况下，财政刺激发力尤其有必要，PPP项目推进将成为财政刺激的重要补充。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，第七批专项建设债发行方式、贴息幅度与项目范围微调后已重启。此外，发改委与住建部联合印发《关于开展重大市政工程领域政府和社会资本合作(PPP)创新工作的通知》，开展深化中小城市和市政领域相关行业PPP创新工作，加大城市基础设施建设力度。
* **房地产市场量缩价稳：**宽松的货币环境下，房地产销售从2015年中期开始持续复苏，并在一二线城市趋近火爆，但过快的涨幅引发的民生问题和金融稳定风险在近期获得监管层高度重视并出台了严格的调控措施。十一期间近二十城市出台房地产调控政策，大幅提高了限购或限贷标准，使得2016年四季度房地产市场将转向量缩价稳。地产调控政策将消除房价波动带来的尾部风险，短期对经济增长与市场环境影响有限，但对2017年房地产销售和投资增速预期会产生较大影响，固定资产投资短板将由财政政策补齐。
* **通胀数据预测**
* **2016年通胀维持较低水平：**蔬菜和猪肉推动上半年CPI同比快速上涨，从2015年底1.6%的水平上升至今年三四月最高的2.3%。然而随着供给面的改善，蔬菜价格从五月以来快速下跌，同时猪肉价格二三季度继续下挫。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，四季度增速较三季度有所回升。供给侧改革大背景下，煤炭、钢铁、有色和化工品等原材料价格推动PPI同比跌幅收窄，有转正可能。

  **海外通胀预期拐头可能在2017年向国内传导：**2016年海外主要经济体基本告别通缩，美国等高景气经济体核心通胀已高于2%，欧洲和日本名义通胀也将稳定在1%左右，全球通胀确认在2015年末触底。全球通胀预期拐点将驱动大宗商品与必需消费品价格稳步上涨，并在2017年逐渐向国内传导。

  **流动性及改革**

 **流动性相对平稳：**在国内部分资产估值偏高、局部泡沫时有发生的复杂环境下，叠加海外市场波动率增加带来汇率调整压力，监管机构意图降低国内金融杠杆并稳定跨境资本流动可能在维持流动性环境整体宽松的同时阶段性收紧。预计银行间7天回购价格维持在2.5%左右。

  **人民币汇率继续调整：**四季度海外事件较多，例如海外各大央行货币政策微调、英国退欧进程、意大利公投与德意志银行问题等，海外市场波动率加大带来的避险情绪容易推升美元汇率，从而给人民币带来调整压力。从英国退欧期间人民币汇率表现观察，监管机构在海外波动激增时倾向于使汇率顺应环境变化调整，而非采取2015年末至2016年初的强力干预姿态。人民币汇率的继续调整将有利于出口行业改善，并刺激国内进口替代产业发展。

 **供给侧改革推进，债转股办法落地：**供给侧改革推进近一年后，煤炭、钢铁、电解铝等重点产能过剩行业去产能稳步推进，企业盈利显著改善，金融资产质量大幅提高，信用风险显著下降。多部委共同推出的债转股办法也在十月初正式落地，部分企业的杠杆率将通过市场化的债转股降低，因经济周期性波动产生的流动性风险将被有效平滑。两项政策组合下产能过剩行业压力得到显著减轻，相关金融风险有了明确的释放路径，有助于实体经济与金融市场的长期稳定。

**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稳定：**美国经济步入扩张周期末期，企业盈利与企业投资见顶，但稳定的房地产扩张与低收入家庭消费修复继续托底经济；欧元区金融系统承受住了英国退欧的冲击，但经济也步入扩张周期中后期，房地产周期和居民消费动力衰竭将终结本轮经济复苏；日本经济体现极强韧性，企业盈利受汇率升值影响弱于预期，劳动力市场收紧带来家庭收入增长和国内消费改善，经济接近底部。
* **美国经济及货币政策：**

（1）预计美国四季度经济增速继续修复。主要正面因素来自于稳定的房地产与居民消费开支，整体经济转为加库存，预计美国下半年经济增速接近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；油价与食品价格接下来都将保持稳定，预计通胀足以支撑美联储年内加息。

（3）流动性方面，美联储主席Jackson Hole会议讲话与美联储九月议息会议后声明、长期经济与利率路径预测均显示年内至少加息一次的计划，未来可能加息时点为十二月。

* **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，但欧日经济疲软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。欧元区与日本负利率、英国退欧与欧洲地缘政治问题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—债券长端收益率已见底，但将保持低位：**欧央行和日央行逐渐向市场传递货币政策宽松力度边际减弱的前瞻指引，制约全球长债收益率下行空间。由于主要发达国家经济扩张乏力、央行货币政策难以紧缩、商品供需平衡不易引发通胀冲击，发达国家长端国债收益率将保持低位。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，大部分发达国家在2017年政府完成换届后财政刺激空间才会出现。
* **发达国家刺激政策由货币政策系统性地转向财政政策：**欧元区与日本货币政策刺激风险回报比大幅恶化：可供购买的无风险长端债券不断减少，负利率侵蚀银行系统盈利与信贷扩张能力，过于平坦的收益率曲线使得银行部门与保险等非银金融部门利润下降、资产负债难以匹配，大规模货币宽松政策的溢出效应使得汇率市场波动增加。货币政策极限逐渐逼近后，财政政策急需发力，并已成为G20与IMF各国的共识，预计主要发达国家在大选完成之后将逐步落地各自的财政刺激计划。
* **油价稳定在40-50美元水平：**原油价格在未来一个季度中将在40-50美元价格波动，四季度是全球油品消费旺季，且拉尼娜现象带来的极寒将同时刺激油品消费并制约原油生产与运输。OPEC冻产协议达成虽并未解决原油市场供过于求的问题，但原油市场情绪相对亢奋，原油价格下行空间有限。

**三、中国股票市场展望及配置建议**

* **市场整体判断：窄幅震荡、底部抬升、关注成长股反弹与周期见底细分行业**
* **指数震荡的格局将在下半年延续：**
* **市场增量资金有限，风险偏好较低：**下半年经济大体稳中略降，地产、汇率等资产价格取代增长与通胀成为财政与货币政策的主要制约，政策不确定性加强、经济波动不大背景下市场风险偏好较低，板块持续性差，风格不稳定。供给侧改革、房地产与货币政策的不确定性制约国内高风险偏好资金行动，险资与银行委外资金增持集中在低估值、低波动、高分红品种且交易频率不高，外资在人民币国际化、深港通与增持新兴市场资产大趋势下或逐步增加配置，下半年大概率维持增量有限、底部抬升的格局。
* **窄幅震荡，把握结构性机会：**海外市场对无风险收益率与人民币汇率反复干扰，同时供给侧改革、房地产调控等政策波动都大幅影响市场对经济增速与结构的预期，经济增长、通货膨胀与流动性条件都在较窄的范围中波动。因此，下半年市场仍然维持窄幅震荡，可布局改革和转型下新兴行业中有业绩的成长标的超跌反弹，并持有产业周期逼近底部的细分行业。
* **风格及配置建议**
* **业绩稳定与底部反转是重点关注品种：**在经济与政策不确定性较大、增量资金有限、风险偏好不高的市场中，业绩稳定与底部反转构成市场主逻辑，前者能够吸收从固定收益市场中挤出的寻求高回报率的险资与委外资金需求，后者能够相对确定的业绩与稳定的回报。
* **新兴产业逻辑修复，博弈成长股反弹：**新兴产业板块逐渐消化2014-2015年牛市的过高估值，2016年末业绩逐渐落地有望引爆估值重估行情。切实提高经济全要素生产率的新兴产业将得到肯定，例如信息安全、光通信、能源互联网、实现进口替代的先进制造业。
* **低估值、低波动板块：**在市场风险偏好较低、配置资金取代博弈资金成为边际变量的过程中，寻找估值较低并且业绩稳定的板块做阶段性配置，例如公用事业与食品饮料。

**四、中国债券市场展望及配置建议**



* **债券市场回顾与展望：**
* **2016年三季度，债券市场整体经历震荡下行行情。**

**7月债券收益率持续下行，并且延续到了8月中旬，其中下行节奏以短端与超长债较快，期限利差先被动走扩后维持平稳。**一方面，跨半年时点过后，资金紧张预期缓解，资金利率逐步松动；另一方面，市场成员对于宏观经济的后期走势仍信心不足，经济金融数据多数指向经济基本面状态一般，如私人部门投资恶化/政府部门增加支持、地产热度下降/7月信贷表现较差、通胀读数走低等，这意味着需求既没有系统性地改善，也没有加速下滑使得政府需要大力出手刺激，从而影响债券市场的调整压力不大；第三方面，从供需方面考虑，三季度中利率品尤其地方债发行较少、净融资偏低，而机构的配置压力仍然不小，这直接影响了一级市场的投标热情，而在这种市场环境下，一二级的互动影响进一步带动了二级收益的下行。从市场盘面来看，6月下旬至8月中旬以来，收益率持续下行且在7月经济数据大幅低于预期的助推下，触及阶段性低点（10年国开于8月15日达到3.04%）。

**从8月中下旬开始，在获利盘不断累积的情况下，现券出现了震荡调整。**一是央行对7月金融数据大幅下滑做解读表明后续回升仍可期，对市场产生了负面扰动；二是8月下旬央行重启了14天逆回购，缩短放长的操作抬升了债市杠杆去化的预期，加大了抛盘的压力。进入9月之后，资金面维持紧平衡状态，影响收益率曲线进一步平坦化。一方面，央行再次重启28天回购，“控短放长”的意图更为明显，旨在削弱机构滚短端资金、加杠杆的意愿；另一方面，季节性的影响，包括节假日间隔较短，月末季末的MPA考核+时点性需求影响等也对资金面造成一定压力。另外，9月上旬经济数据好坏参半，缺乏一致信号，市场表现相对谨慎，而下旬开始受配置力量推动，收益率随之小幅下行。

* **展望2016年四季度，基本面方面对债市形成一定支撑，但资金面波动以及海外等因素或会对下行幅度形成制约。**

（1）首先，房地产调控政策出台，经济下行压力较大，信贷规模或有明显缩量。另一方面，房地产相关的融资收缩或进一步加剧资产荒；

（2）其次，通货膨胀由于低基数及食品价格回升，从9月份开始有望温和反弹；

（3）另一方面，美国加息和大选、意大利退欧公投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，而且近期来央行缩短放长，资金面波动加剧，上述因素或对债市收益率形成压力。

**总结：**我们认为受短期经济数据平稳及资金面波动等的制约，长端品种下行幅度或有限；利率债主要把握波段机会，并在信用债中寻找利差机会。

* **配置建议：**
* **把握波段行情、谨慎利用杠杆、严控信用风险。**
* **把握波段行情：**预计四季度债券市场多空因素交织，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，银行间市场流动性预计不会大幅收紧，但资金面波动加剧，因此我们建议在保证流动性管理需求的情况下，适度利用杠杆套息策略获取稳定票息收入。
* **严控信用风险：**近期来看，中上游行业回暖明显，下游整体增速平稳，工业企业利润增长显著，但主要是由于供给端缩量以及受政策刺激的地产汽车带动。往后看，在需求萎靡的宏观大背景下，周期品价格持续上涨的趋势不可持续，后续利润增速边际下滑压力逐渐增大。另一方面，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、桂有色等，对债券市场造成较大冲击，产能过剩行业通过债券市场融资的难度大幅提升。银行方面，担忧不良率上升、惜贷现象也显著上升，强周期性行业面临内外现金流双重压力。此外，近期交易所收紧房地产公司债的发行条件，叠加地产调控政策，预计房地产企业在销售现金流和再融资方面会面临较大压力。综上，我们建议对强周期性行业和房地产保持十分谨慎的投资态度，尤其是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。