

【宏观经济】

经济增长方面，稳增长政策托底，经济增长下行风险可控。

二季度以来，受货币政策边际收紧、中美贸易摩擦加剧等因素影响，宏观经济面临的下行压力边际增加。我们预计二季度实际 GDP 增速将由一季度的 6.4% 略微回落至 6.2% 左右。考虑到二季度价格表现相对坚挺，预计二季度名义 GDP 增速还将维持在 8% 左右，与一季度的 7.8% 基本持平。

展望下半年，我们预计宏观经济向上弹性不足，依然面临下行风险，但逆周期调控将令下行风险可控。全年我们维持 2019 年实际 GDP 增速 6.3%、名义 GDP 增速 8.2% 的预测不变。具体来看，经济下行风险主要来自中美贸易摩擦反复、金融供给侧改革推进节奏和力度；上行风险则主要来自减税降费效果超预期。

外需难见起色，地产投资高位温和回落，基建稳增长。6 月底 G20 会议释放中美贸易摩擦缓和信号，美国表示暂停对中国更多出口商品加征关税，这有利于缓解市场对下半年出口增速进一步下行的担忧。但在全球经济增速放缓的背景下，预计下半年出口增速大概率还将维持上半年零增长附近震荡格局。内需方面，年初以来，地产投资维持高位是支撑宏观经济增长的重要力量。但考虑到先行指标土地成交面积回落和近期政府对地产融资政策监管有所加强，预计下半年地产投资的下行风险大于上行风险。结合当前地产库存累积有限、货币环境难明显收紧的情况，我们预计下半年地产投资增速回落幅度仍将温和。在前期减税降费背景下，预计消费和制造业投资将维持平稳，上行弹性不足。下半年稳增长的主要贡献还将在基建投资上。就当前的经济形势来看，三季度政策的稳增长诉求将抬升。6 月 10 日印发的《关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知》

允许在建项目涉及的隐性债务继续融资，同时允许地方政府专项债部分作为项目资本金使用。以及 6 月以来地方债发行再次提速，都表明逆周期调控政策正在边际加力。

通货膨胀方面，通胀上行风险可控，预计全年 CPI 同比增速 2.3%，对货币政策难形成掣肘。受翘尾因素、猪价及蔬菜水果价格上涨影响，预计二季度 CPI 同比增速将较一季度出现明显抬升。就全年来看，我们预计 2019 年 CPI 同比增速 2.3%，较 2018 年回升 0.2 个百分点，仍在温和区间。年中通胀高点过后，预计进入三季度后 CPI 同比增速将有所回落，到年底可能再次冲高。年内 CPI 通胀上行的最大风险在猪肉价格。但考虑到央行对个别商品价格上涨所带来的 CPI 读数上升有较强的容忍度，预计年内即使猪价对 CPI 构成明显提升，也难对货币政策构成实质约束。

政策方面，逆周期调节下宏观政策易松难紧。经济潜在下行压力依然较大、银行间市场流动性结构性紧张仍未完全缓解、全球主要国家货币政策边际宽松，都为国内货币政策维持相对宽松打开了空间。如果经济下行压力进一步加大，不排除货币政策采用降准或降息（公开市场或 LPR）。财政政策也将维持积极取向。如果经济下行压力进一步加大，预计降低基建项目资本金比例、增加地方政府专项债额度甚至提高赤字率都将成为可能选项。

【权益策略】

具体来看，二季度 A 股市场调整一方面受货币政策边际趋紧影响，另一方面也与中美贸易摩擦再度升级有关。在短期经济下行压力加大，前期包商银行事件带来的流动性和信用分层风险依然存在的背景下，近期宏观政策取向边际趋暖。预计这一政策基调将在未来一个季度得以延续。与此同时，G20 中美谈判取得积极进展，双方宣布重启经贸谈判，美方表示暂不再加征新的关税。预计未来一个季度中美贸易摩擦对市场的影响将阶段性缓解。此外，近期海外流动性整体延续宽

松态势。6月联储议息会议已有8名票委投票支撑降息。预计下半年全球金融条件还将处于改善状态。估值面上，当前A股主要指数估值仍低于历史中位数。

与此同时，下半年A股还将维持区间震荡格局。盈利面上，一季度A股盈利增速较去年年报有所回升，但剔除商誉减值影响，当前A股盈利增速仍在下行态势中。就中报而言，考虑到二季度宏观经济景气度仍然偏弱，结合近期463家公司披露的最新中报业绩预警数据来看，二季度上市公司盈利增速难言企稳。下半年将是市场检验盈利增速拐点的观察窗口期。在中美贸易冲突不激烈升级的情况下，我们倾向于认为，减税降费和稳增长政策托底，有望令企业盈利端压力出现缓解。估值面上，流动性相对宽松格局对权益市场估值有正面影响。但中美冲突的长期性和持续性仍将对市场风险偏好带来阶段性冲击。此外，在金融供给侧结构性改革坚定推进的情况下，不同信用等级主体的风险溢价存在走阔趋势。但从中长期维度来看，国内深化改革和加大开放，将增强A股市场对国内外中长期投资者的投资吸引力。特别地，下半年科创板成功开板和正式运行，不仅将增加科创相关行业投资机会，还将继续推动资本市场深化改革，畅通金融支持实体经济、促进科技创新和产业升级的渠道，为资本市场长期健康发展夯实基础。

下半年A股市场面临的主要风险因素包括企业盈利和成长性不及预期、美股市场高波动、中美冲突、以及国内金融供给侧结构性改革推进力度过大等。

投资策略上，我们认为应更加关注结构性机会，注重自下而上选股。同时在进入盈利增速拐点检验期，市场主线还将围绕盈利展开。

重要提示：

本材料为客户服务材料，不构成任何投资建议或承诺，本材料并非基金宣传推介材料，亦不构成任何法律文件。投资有风险，过往业绩并不代表其未来表现，基金管理人管理的其他基金的业绩不构成新基金业绩表现的保证，有关数据仅供参考，不构成任何承诺。工银瑞信在本材料中的所有观点仅代表工银瑞信在本材料成

文时的观点，工银瑞信有权对其进行调整。若本材料转载第三方报告或资料，转载内容仅代表该第三方观点，并不代表工银瑞信的立场。除非另有明确说明，本材料的版权为工银瑞信所有。未经工银瑞信的书面许可，任何机构和个人不得以任何形式转发、复制或修改。