

2018.7.16-2018.7.20

每周市场回顾与展望

主要结论:

- 宏观经济: 经济增长方面, 我们仍暂维持下半年广义社融余额同比增速降幅明显放缓的基准假设, 名义 GDP 增速将延续回落态势。通货膨胀方面, 维持 7 月 CPI 同比增速 2% 左右, PPI 增速 4.4% 左右的判断不变。流动性与人民币汇率方面, 预计人民币汇率短期仍然承压。同时我们也认为: 央行仍保持着对外汇流出的较强控制, 如果市场出现一致性贬值预期致资本流出压力增大, 央行将对汇率进行调控, 当前出现与 2015 年末和 2016 年相似的大规模外流的风险仍然较低。
- 权益市场: 资管新规细则及理财新规落地有助于降低市场对紧信用担忧, 从而令市场情绪和基本面预期出现改善, 这有助于推动短期市场反弹。考虑到去杠杆的政策主线并未发生变化, 同时市场对传统稳增长方式仍存疑虑, 而又未能找到可供稳增长的新经济增长动能, 因而预计周期和金融板块的反弹持续性弱于新兴成长行业。从中期维度来看, 当前 A 股市场依然面临挑战。
- 固定收益市场: 往后看, 预计金融机构的风险偏好难以快速恢复, 宽货币仍将有利于利率债, 但随着政策托底力度的增加, 利率债相对于信用债和权益的性价比在下降。

正文内容:

一、市场回顾

(一) 宏观方面

1、经济增长: 二季度实体经济呈现稳中略落态势, 资管新规及其细则落地体现了紧信用政策的改善, 有助于社融增速的稳定, 但实际效果需要密切跟踪

6月工业增加值同比增速6%，较5月继续放缓0.8个百分点；6月固定资产投资同比增速较5月小幅回升1.8个百分点至5.7%，二季度固定资产投资累计同比较一季度放缓1.5个百分点至6%。6月工业品出口交货值同比较上月回落4.1个百分点至2.8%，6月社会消费品零售总额同比增速较上月小幅回升0.5个百分点至9%，实际增速（7%）亦较上月回升0.2个百分点。二季度GDP同比增速6.7%，较一季度回落0.1个百分点，符合预期；二季度名义GDP同比增速9.8%，较一季度（10.2%）小幅走弱。

7月20日，央行发布《关于进一步明确规范金融机构资产管理业务指导意见有关事项的通知》，银保监会发布《商业银行理财业务监督管理办法（征求意见稿）》。

上周南华综合指数环比增速-0.33%，跌幅较前周收窄0.09个点，其中：贵金属、能化、工业品、农产品、金属分别下降0.92%、0.7%、0.3%、0.12%、0.06%。水泥价格环比下降0.5%，基本符合季节性。上周全社会钢材库存较前周上升0.3个百分点，累库幅度基本持平于季节性。

上周地产销售方面，30城地产销售面积四周移动平均同比增长-1.2%，较前周跌幅收窄。其中，一线城市由前周的0.12%升至6.7%，二线城市由-19.8%升至-15.3%，三线城市由前周的21%升至24%。土地成交方面，上周土地出让面积四周移动平均同比增长-10.5%，较前周下降12.4个百分点；土地溢价率四周移动平均13.2%，较前周基本维稳。

生产方面，上周四周移动平均发电耗煤增速同比增长12.3%，较前周有所回落；三峡水库出库量四周移动平均同比增长57%，较前周上涨27个百分点。开工率方面，上周全国高炉开工率71%，较前周基本持平；唐山高炉开工率73.2%，较前周下降1.2个百分点；焦化厂开工率78.34%，较前周回落1.65个百分点。

注：以上数据来源于WIND资讯

点评：二季度实体经济呈现稳中略回落态势，名义GDP增速回落幅度略超预期。需求端表现较超预期的是消费增速在二季度出现明显回升，对GDP形成正向拉动。上周末理财新规配套细则相继出台，体现了在外需不确定性上升和近两月内需数据边际略显疲弱的背景下，决策层在坚持去杠杆大方向不变的前提下，对去杠杆节奏进行的调整。短期有利于资本市场情绪的恢复，也一定程度有利于融资条件的修复。对融资条件修复的实际效果仍取决于后续商业银行的执行以及决策层对融资需求端的管理。我们仍暂维持下半年广义社融余额同比增速降幅明显放缓的基准假设，预计名义GDP增速将延续回落态势。

2、通货膨胀：维持7月CPI同比增速2%左右，PPI增速4.4%左右的判断不变

根据商务部监测，上周食品价格环比0.5%，涨幅超过季节性。分项看，上周猪肉价格环比

由前周的0.7%上升至3%，蔬菜价格环比由前周的0.3%升至2.5%。上周流通领域工业品价格环比0.2%，较前周上升0.7个点，黑色金属类（0.5%）为主要正向拉动力量，能源类环比-0.1%。

3、流动性与人民币汇率：上周国库定存招标利率下降。汇率方面，上周人民币对美元继续贬值

上周珠三角票据直贴利率均值由前周的4.48%进一步降至4.43%，转贴利率均值由前周的4.16%进一步降至4.13%。

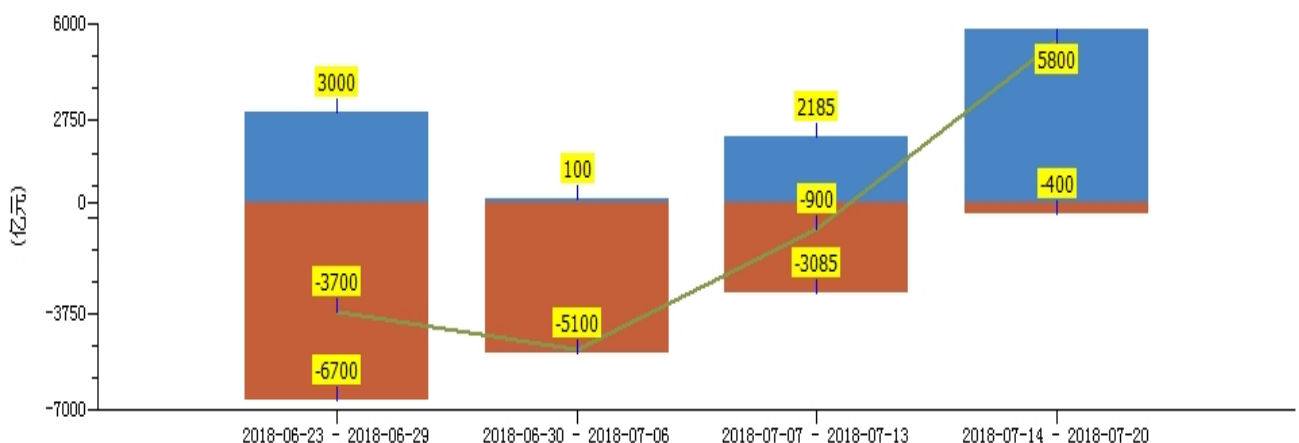
上周实施逆回购合计5800亿元，其中7天逆回购3700亿元，14天逆回购2100亿元；逆回购到期合计400亿元，其中7天逆回购到期为300亿元，28天逆回购到期为100亿元。此外，国库现金定存到期800亿元，发行3个月国库定存现金1500亿元，其中3个月国库现金利率下降103BP至3.7%。

上周美元兑人民币中间价6.7，较前周大幅贬值0.87%，跌幅较前周走扩。

注：以上数据来源于WIND资讯

点评：人民币兑美元汇率上周再次加速贬值，央行并未明显干预。考虑到短期美国经济仍然强劲，欧日经济虽有部分数据近期有超预期表现，但整体仍相对疲弱，预计美元指数短期仍将维持强势；同时，经济悲观预期及货币宽松预期仍将继续影响人民币供求，预计人民币汇率短期仍然承压。市场普遍预计本轮贬值或一度冲击前期6.95位置。同时我们也认为：央行仍保持着对外汇流出的较强控制，如果市场出现一致性贬值预期致资本流出压力增大，央行将对汇率进行调控，当前出现与2015年末和2016年相似的大规模外流的风险仍然较低。

图 1：公开操作市场-货币投放（回笼）统计



注：数据来源于WIND资讯，其中蓝色为资金投放量、红色为资金回笼量。

4、国际：IMF维持2018、2019年全球经济增速不变，维持美国、中国2018年经济增速预测

不变，下调2018年欧元区和日本经济增速。欧日达成关税协议，几乎取消所有关税

IMF报告将今明两年全球经济增速预期维持在3.9%，对中国今明两年的经济增速预期维持在6.6%和6.4%，均与今年4月发布的全球经济展望报告预期一致。不过IMF也指出，各经济体间的增长可能更加不平衡，且面临的下行风险正在增加。特别是发达经济体中，美国短期发展依旧走强，欧元区、日本、英国则被调低经济增速预期。

对于发达经济体，IMF预测2018年增长率为2.4%，比4月的预测低0.1个百分点。对发达经济体2019年增长率的预测没有变化，仍为2.2%。

分经济体来看，因1至3月出现负增长，日本2018年经济增长率较4月时被下调0.2个百分点至1.0%；对日本2019年经济增长率的预测维持在0.9%。对美国维持原来的预期，2018年和2019年的增长率分别为2.9%和2.7%。报告对欧元区的预期分别进行下调，2018年为2.2%，2019年为1.9%。

注：以上信息来源于WIND资讯

日本和欧盟在东京签署经济合作协议，将取消几乎所有关税，包括八年内取消针对日本汽车的10%的进口关税，打造全球最大的贸易开放区。根据这项协议，欧盟取消了对约99%的日本商品的关税，日本取消对约94%欧盟商品关税，这一比例未来数年内也将上升到99%。日本预计这项协定可为其GDP增加1%，并增加约29万个就业机会。

注：以上信息来源于WIND资讯

（二）权益方面

截至周五收盘，上证综指报收2829.27点，当周下跌0.07%，深证成指报收9251.48点，当周下跌0.81%，中小板指当周下跌0.38%，创业板指当周下跌0.55%。

分行业来看，29个中信一级行业中14个行业上涨，其中电力及公用事业、非银行金融和银行当周分别上涨2.85%、2.34%和2.13%；15个行业下跌，其中医药、家电和食品饮料当周分别下跌2.89%、2.35%和2.11%。

图 2：主要指数表现

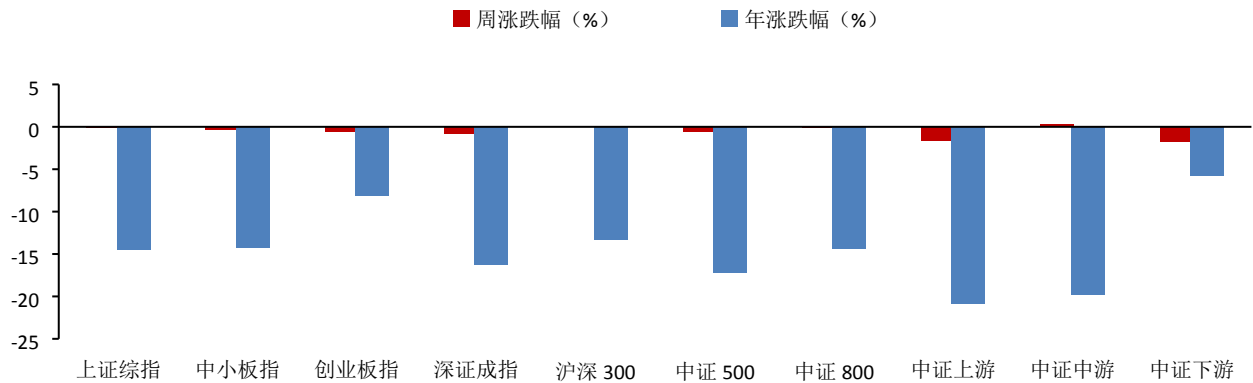
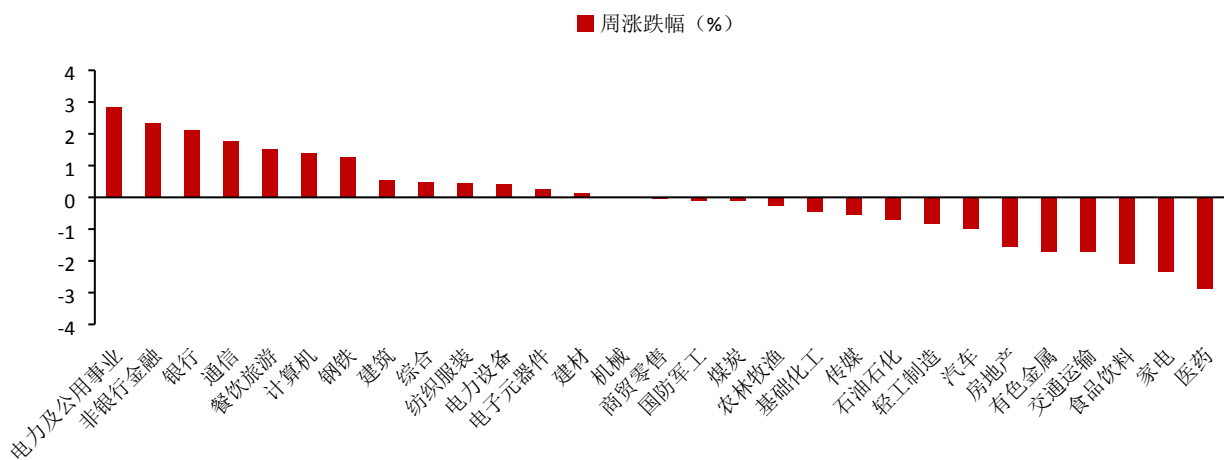


图3: 行业表现



注：数据来源于WIND资讯，工银瑞信整理，数据区间为2018年7月16日至2018年7月20日。

(三) 固定收益方面

利率债方面，一年期国债收益率3.05%，较前一周上涨0.07%；三年期国债收益率3.24%，较前一周上涨0.06%；十年期国债收益率3.51%，较前一周下跌0.16%。一年期国开债收益率3.28%，较前一周上涨0.20%；三年期国开债收益率3.77%，较前一周上涨0.41%；十年期国开债收益率4.09%，较前一周上涨0.30%。

信用债方面，一年期AAA最新收益率3.99%，较前一周上涨0.22%；五年期AAA最新收益率4.39%，较前一周上涨0.86%；一年期AA+最新收益率4.27%，较前一周上涨0.30%；五年期AA+最新收益率4.81%，较前一周上涨0.85%；一年期AA最新收益率4.88%，较前一周上涨0.28%；五年期AA最新收益率5.42%，较前一周上涨0.72%；一年期城投债最新收益率5.14%，较前一周上涨0.13%；五年期城投债最新收益率5.62%，较前一周上涨0.60%。

图4: 各类债券持有期收益率

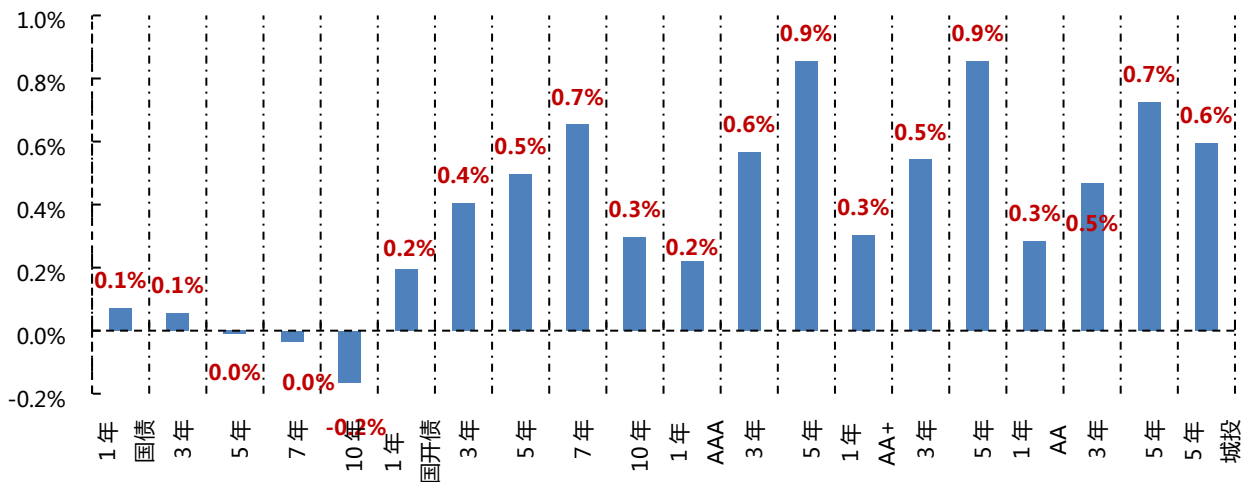
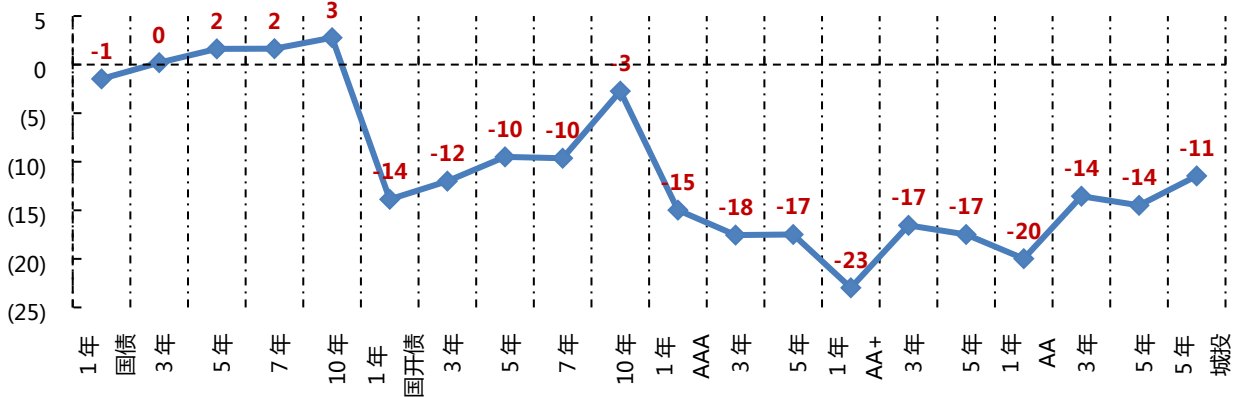


图 5: 各类债券收益率变动



注：数据来源于WIND资讯，工银瑞信整理，数据区间为2018年7月16日至2018年7月20日。

二、市场展望

宏观方面：经济增长方面，上周末理财新规配套细则相继出台，体现了在外需不确定性上升和近两月内需数据边际略显疲弱的背景下，决策层在坚持去杠杆大方向不变的前提下，对去杠杆节奏进行的调整。短期有利于资本市场情绪的恢复，也一定程度有利于融资条件的修复。对融资条件修复的实际效果仍取决于后续商业银行的执行以及决策层对融资需求端的管理。我们仍暂维持下半年广义社融余额同比增速降幅明显放缓的基准假设，预计名义GDP增速将延续回落态势。**通货膨胀方面**，维持7月CPI同比增速2%左右，PPI增速4.4%左右的判断不变。**流动**

性与人民币汇率方面，考虑到短期美国经济仍然强劲，欧日经济虽有部分数据近期有超预期表现，但整体仍相对疲弱，预计美元指数短期仍将维持强势；同时，经济悲观预期及货币宽松预期仍将继续影响人民币供求，预计人民币汇率短期仍然承压。市场普遍预计本轮贬值或一度冲击前期6.95位置。同时我们也认为：央行仍保持着对外汇流出的较强控制，如果市场出现一致性贬值预期致资本流出压力增大，央行将对汇率进行调控，当前出现与2015年末和2016年相似的大规模外流的风险仍然较低。

权益方面：资管新规细则及理财新规落地有助于降低市场对紧信用担忧，从而令市场情绪和基本面预期出现改善，这有助于推动短期市场反弹。考虑到去杠杆的政策主线并未发生变化，同时市场对传统稳增长方式仍存疑虑，而又未能找到可供稳增长的新经济增长动能，因而预计周期和金融板块的反弹持续性弱于新兴成长行业。从中期维度来看，当前A股市场依然面临以下风险的挑战：一是资管新规及其细则落地后宽信用渠道在多大程度上能够畅通，二是去杠杆主线对基本面预期的扰动，三是中美摩擦，四是油价上涨及海外流动性收紧对全球资产价格的影响。

固定收益方面：上周收益率延续下行，周五一度有所反复，但全周仍走牛，国开债优于国债，信用债优于利率债。值得关注的是上周信用债各期限曲线普遍下行超过10bp，实际成交大幅低于估值，等级间分化仍在，低等级元气有所复苏，但仍是高等级受益最为明显。往后看，预计金融机构的风险偏好难以快速恢复，宽货币仍将有利于利率债，但随着政策托底力度的增加，利率债相对于信用债和权益的性价比在下降。

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。

公司地址：北京市西城区金融大街5号新盛大厦A座6-9层

邮政编码：100033

客服热线：400-811-9999（免长途费）

投资者教育基地网址：edu.icbccs.com.cn