

2019.7.8-2019.7.12

每周市场回顾与展望

主要结论:

- 宏观经济: 经济增长方面, 6月外贸数据和金融数据显示当前经济内生增长动能依然偏弱, 金融数据维持平稳向好还有待稳增长政策发力; 高频数据显示7月以来生产仍然延续弱势。通货膨胀方面, 预计三季度CPI增速将较二季度有所回落, 7月CPI也难较6月进一步明显上升, 通胀压力暂缓; 预计三季度PPI同比增速将较二季度小幅回落, 7月PPI同比将继续回落并转为负增长。流动性与人民币汇率方面, 流动性整体仍较宽裕。央行答记者问中指出将“保持流动性合理充裕和市场利率水平合理稳定, 同时推动深化利率市场化改革, 疏通货币政策向贷款利率的传导, 促进降低企业实际融资利率”。
- 权益市场: 综合来看, 维持短期市场处于震荡格局的判断不变, 但考虑到当前国内外流动性环境整体维持相对宽松, 同时市场预期国内稳增长政策将边际发力, 我们认为短期市场结构性机会有望增加。风险方面, 重点关注中美贸易谈判进展的不确定性、国内稳增长政策不及预期以及金融供给侧结构性改革政策推进过快等。
- 固定收益市场: 上周资金面边际趋紧, 收益率曲线小幅平坦化。经济下行压力仍在的情况下货币政策转向紧缩的概率不大。综合考虑到当前的估值因素, 仍建议久期中性; 同时, 受结构性因素的影响, 仍建议积极去化中低等级信用债, 保持组合流动性。

正文内容:

一、市场回顾

(一) 宏观方面

1、经济增长: 6月外贸数据和金融数据显示当前经济内生增长动能依然偏弱。虽然6月贷款和社融数据表现有所改善, 但考虑到未来信用收缩风险仍在, 同时近期监管对地产融资态度趋严, 我们认为, 金融数据维持平稳向好还有待稳增长政策发力

中国6月出口（以美元计）同比降1.3%，预期降2.3%，前值增1.1%；进口降7.3%，预期降2.5%，前值降8.5%。中国6月出口（以人民币计）同比增6.1%，预期增6.9%，前值增7.7%；进口降0.4%，预期增3.7%，前值降2.5%。

中国6月新增人民币贷款1.66万亿，预期1.675万亿，前值1.18万亿，同比少增69亿。按照央行9月新口径，中国6月社会融资规模增量为2.26万亿元，前值为1.4万亿元，同比多增7723亿。中国6月M2同比增长8.5%，预期8.6%，前值8.5%；6月M1同比4.4%，前值3.4%；6月M0同比4.3%，前值4.3%。

上周南华综合指数环比增速由前周的0.75%降至-0.06%，其中能化、工业品、金属、贵金属分别下行0.43%、0.23%、0.16%、0.14%，农产品上升0.49%。水泥价格环比由-0.37%降至-0.43%，钢材库存环比由1.52%续升至1.74%，其中螺纹钢库存环比由1.5%降至0.7%。

地产销售方面，上周30城地产销售面积四周移动平均同比由11.4%升至16.7%。其中一线城市由22%小幅回落至21%，二线城市由9%升至17%，三线城市由8%升至14%。土地成交方面，上周土地出让面积四周移动平均由前周进一步下行至-23%，土地溢价率由19%降至16%。整体仍在中枢偏低维持震荡。

生产方面，上周四周移动平均发电耗煤增速由-10%进一步下沉至-13%；三峡水库出库量四周移动平均同比增速由10%降至-18%。开工率方面，全国高炉开工率由前周的66.3%降至66%；焦化企业开工率由83.7%升至84.1%，高炉开工率同比低位维稳，焦化厂开工率同比继续下行。

注：以上数据来源于WIND资讯

点评：6月贸易数据显示内外需仍然疲弱，6月中长期贷款回升或与基建融资需求边际提升有关，待基建投资数据验证，6月表内外票据和偏低评级信用债融资回落反映了当前信用分层加剧。高频数据显示7月以来生产仍然延续弱勢。

2、通货膨胀：6月通胀数据总体符合市场预期，非食品价格同比增速有所回落。预计三季度通胀压力将较二季度略有回落

6月CPI同比增速2.7%，较5月维持平稳，市场预期2.7%；PPI同比增速0%，较5月下降0.6%，预期0.1%。

根据商务部监测，上周食品价格环比由此前的0.3%升至0.4%，环比表现继续强于季节性。分项看，上周猪肉价格环比由此前的1.9%降至0.7%，蔬菜价格环比由1%续升至2.7%。上周流通领域工业品价格环比由0.1%降至-0.2%，其中黑色金属上行0.4%，能源下行0.1%。

点评：6月CPI同比与上一月持平，食品价格同比回升，非食品价格同比回落。在翘尾效应回落和总需求疲弱的影响下，预计三季度CPI增速将较二季度有所回落，7月CPI也难较6月进一

步明显上升，通胀压力暂缓。6月PPI环比由涨转跌，同比增速回落至0%，预计7月PPI同比将继续回落并转为负增长，三季度PPI同比增速将较二季度小幅回落。

3、流动性与人民币汇率：上周央行继续暂停公开市场投放，货币市场利率有所上行，但DR007仍在政策利率以下，流动性整体仍较宽裕；上周人民币兑美元汇率维持平稳

上周珠三角票据直贴利率均值由3.43%降至3.3%，转贴利率均值由前周的3.24%降至3.17%。

央行上周继续暂停公开市场操作，合计净回笼资金4085亿元，其中28天逆回购到期2200亿元，MLF到期1885亿元。7天回购定盘利率周均值2.46%，较前周回升26BP；R007周均值2.43%，较前周回升27BP。

上周美元兑人民币中间价汇率6.88，较前周基本维稳。

注：以上数据来源于WIND资讯

点评：上周央行继续暂停公开市场投放，货币市场利率明显上行，但DR007仍在政策利率以下，流动性整体仍较宽裕。6月新增社融小幅改善主要受到表内贷款不弱、地方政府专项债再提速、去年非标同期低基数的影响。财政存款同比少减基本抵消地方债净融资同比增加部分，因此考虑财政存款后的广义社融余额同比增速与5月基本持平。央行答记者问中指出将“保持流动性合理充裕和市场利率水平合理稳定，同时推动深化利率市场化改革，疏通货币政策向贷款利率的传导，促进降低企业实际融资利率”。

4、国际：美联储主席鲍威尔国会证词以及美联储多位官员释放鸽派信号

7月10-11日，美联储主席Powell分别出席国会众议院和参议院的货币政策半年报听证会。Powell表示，目前通胀依然偏弱，且“逆流”因素如贸易摩擦、全球经济疲弱等可能继续影响美国经济，因而美联储“将以合适行动”（act as appropriate）保持经济扩张。

美联储威廉姆斯：预计今年美国GDP增长率约为2.25%；消费者支出一直是经济增长的重要推动力，最近的数据非常积极。然而，其他迹象表明经济增长放缓；美联储需要准备好调整货币政策，以维持美国经济继续扩张；关于放松货币政策的争论有所加强；认为美国利率处于中性水平；密切关注通胀，包括通胀预期下跌的可能性。

美联储埃文斯：目前的政策“大致是中性的”，但如果目标是为了提升通胀，政策可能会更加宽松；预计美国2019年经济增速在2%左右，接近可持续的趋势；考虑到通胀和全球放缓，或将支持降息。

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2930.55点，当周下跌2.67%，深证成指报收9213.38点，当周下跌2.43%，中小板指当周下跌2.99%，创业板指当周下跌1.92%。

分行业来看，29个中信一级行业中2个行业上涨，餐饮旅游和农林牧渔分别上涨0.07%和0.03%；27个行业下跌，其中通信、计算机和综合分别下跌5.45%、5.16%和4.64%。

图 1：主要指数表现

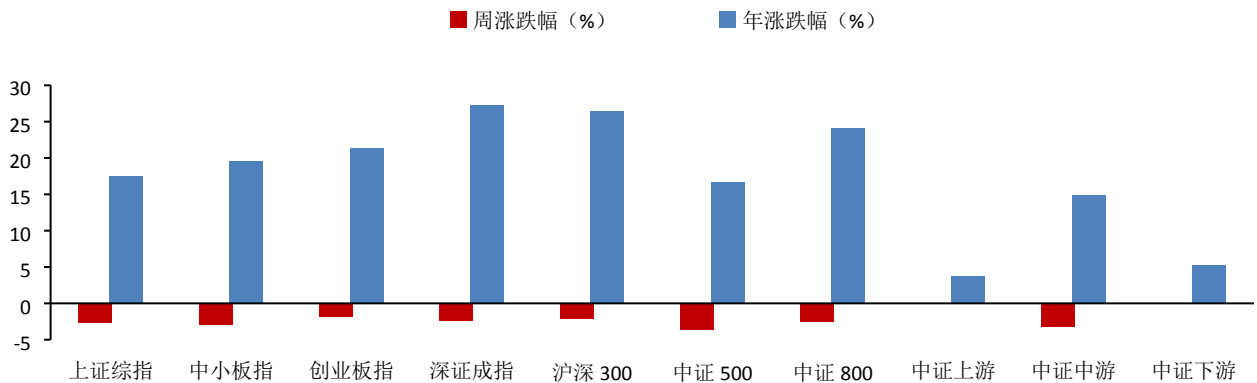
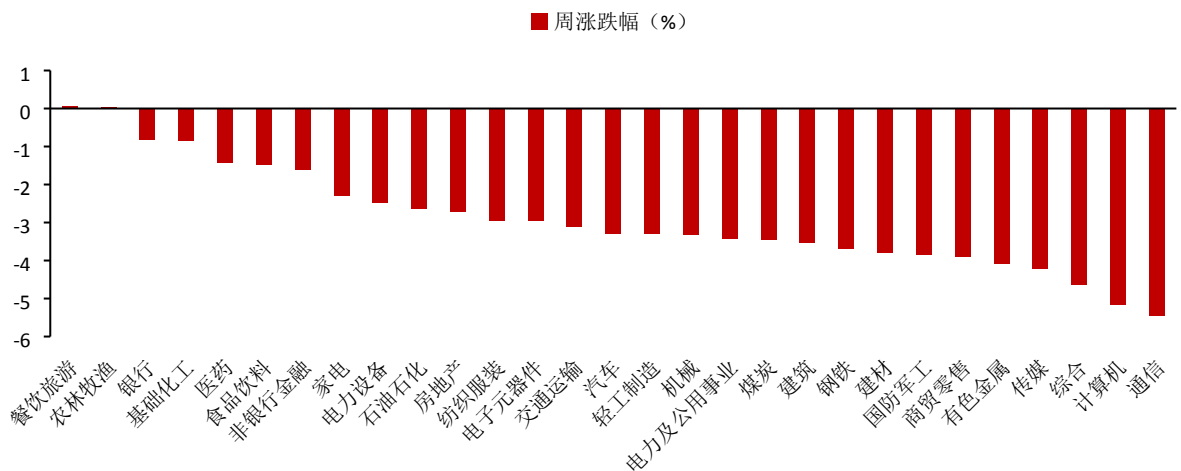


图 2：行业表现



注：数据来源于WIND资讯，工银瑞信整理，数据区间为2019年7月8日至2019年7月12日。

（三）固定收益方面

利率债方面，一年期国债收益率2.62%，较前一周上涨0.03%；三年期国债收益率2.89%，较前一周上涨0.09%；十年期国债收益率3.15%，较前一周上涨0.21%。一年期国开债收益率2.68%，较前一周上涨0.04%；三年期国开债收益率3.15%，较前一周上涨0.09%；十年期国开债收益率3.54%，较前一周上涨0.25%。

信用债方面，一年期AAA最新收益率3.13%，较前一周上涨0.06%；五年期AAA最新收益率3.94%，较前一周下跌0.08%；一年期AA+最新收益率3.36%，较前一周上涨0.05%；五年期AA+最新收益率4.28%，较前一周下跌0.08%；一年期AA最新收益率3.66%，较前一周上涨0.05%；五年期AA最新收益率4.81%，较前一周下跌0.06%；一年期城投债最新收益率3.61%，较前一周上涨0.04%；五年期城投债最新收益率4.47%，较前一周上涨0.27%。

图 3: 各类债券持有期收益率

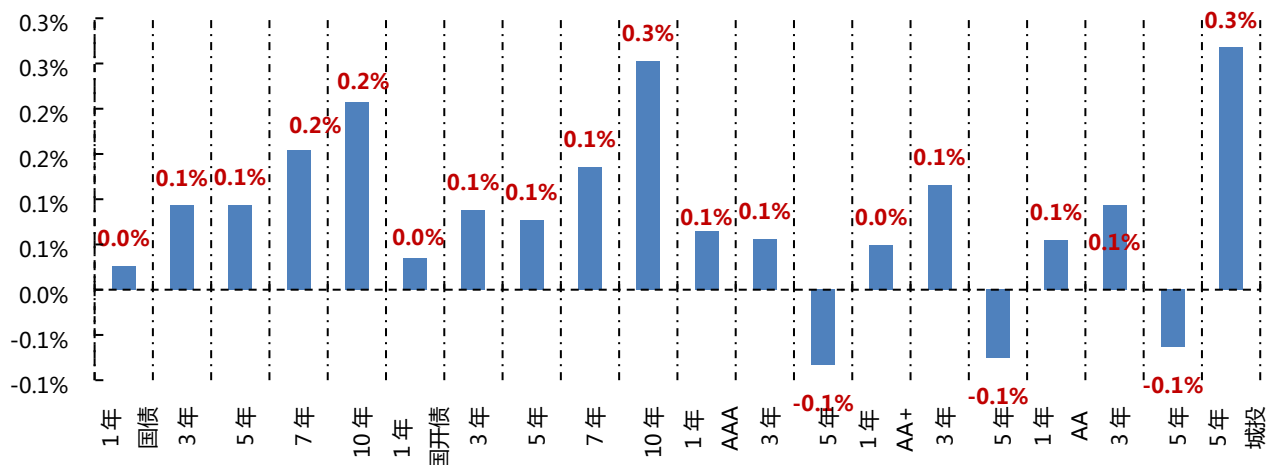
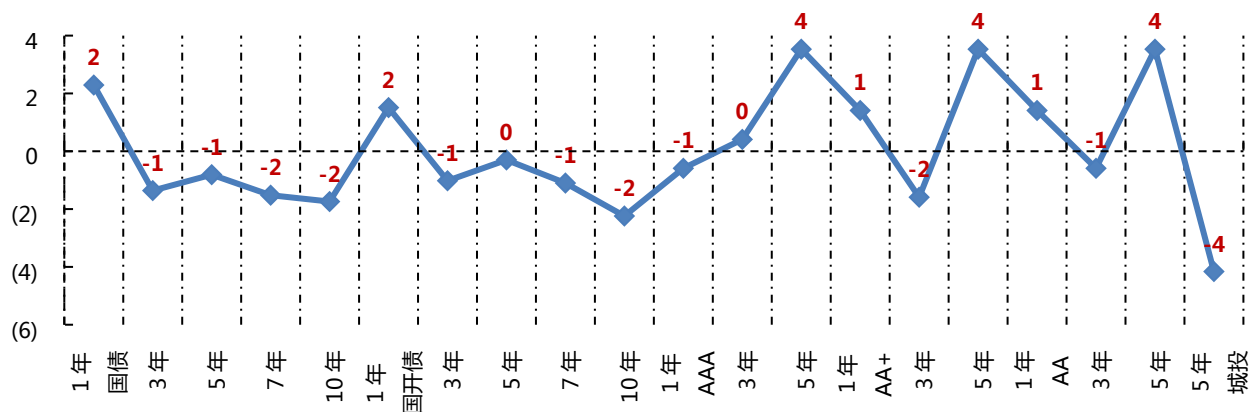


图 4: 各类债券收益率变动



注：数据来源于WIND资讯，工银瑞信整理，数据区间为2019年7月8日至2019年7月12日。

二、市场展望

宏观方面：经济增长方面，6月贸易数据显示内外需仍然疲弱，6月中长期贷款回升或与基

建融资需求边际提升有关，待基建投资数据验证，6月表内外票据和偏低评级信用债融资回落反映了当前信用分层加剧。高频数据显示7月以来生产仍然延续弱势。**通货膨胀方面**，6月CPI同比与上一月持平，食品价格同比回升，非食品价格同比回落。在翘尾效应回落和总需求疲弱的影响下，预计三季度CPI增速将较二季度有所回落，7月CPI也难较6月进一步明显上升，通胀压力暂缓。6月PPI环比由涨转跌，同比增速回落至0%，预计7月PPI同比将继续回落并转为负增长，三季度PPI同比增速将较二季度小幅回落。**流动性与人民币汇率方面**，上周央行继续暂停公开市场投放，货币市场利率明显上行，但DR007仍在政策利率以下，流动性整体仍较宽裕。6月新增社融小幅改善主要受到表内贷款不弱、地方政府专项债再提速、去年非标同期低基数的影响。财政存款同比少减基本抵消地方债净融资同比增加部分，因此考虑财政存款后的广义社融余额同比增速与5月基本持平。央行答记者问中指出将“保持流动性合理充裕和市场利率水平合理稳定，同时推动深化利率市场化改革，疏通货币政策向贷款利率的传导，促进降低企业实际融资利率”。

权益方面：上周市场震荡下行，两市一周成交金额1.83万亿，较前周成交缩量。北向资金上周净流出3.79亿元。经济数据面上，6月多项经济数据显示经济内生增长动能依然偏弱，与此同时近期监管层也持续释放对地产趋紧的监管态度。尽管如此，我们认为一方面对地产加强监管是为后续政策宽松做好铺垫，另一方面近期政府仍在释放稳增长信号（上周李克强主持召开国务院常务会议就确定进一步稳外贸措施，以扩大开放助力稳增长稳就业。会议还要求切实做好降低社保费率工作），这些均意味着政府将托底经济增长，经济下行风险可控。从市场预期层面看，目前市场对中报业绩预期不高，而减税降费对企业业绩可能存在正向影响。为此我们认为，短期盈利面对市场下行影响有限。估值面上，当前市场静态估值低于历史中位数水平。目前海外流动性整体将处于宽松状态，对A股估值有正面影响。在上周鲍威尔讲话后，市场对7月降息概率的隐含预期再次达到100%。风险偏好方面，在近期中美贸易冲突缓解、海外流动性整体还将处于相对宽松格局的情况下，预计未来一段时期市场风险偏好仍将好于4月和5月。不过在中美谈判不确定性犹在、部分中小企业风险溢价有所抬升的背景下，预计市场估值也难出现明显提升，特别对于中小市值类高风险特征的个股而言。综合来看，维持短期市场处于震荡格局的判断不变，但考虑到当前国内外流动性环境整体维持相对宽松，同时市场预期国内稳增长政策将边际发力，我们认为短期市场结构性机会有望增加。风险方面，重点关注中美贸易谈判进展的不确定性、国内稳增长政策不及预期以及金融供给侧结构性改革政策推进过快等。

固定收益方面：上周资金面边际趋紧，收益率曲线小幅平坦化。经济下行压力仍在的情况

下货币政策转向紧缩的概率不大。综合考虑到当前的估值因素，仍建议久期中性；同时，受结构性因素的影响，仍建议积极去化中低等级信用债，保持组合流动性。

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