

2019.9.2-2019.9.6

## 每周市场回顾与展望

## 主要结论:

- 宏观经济: 经济增长方面, 此次“降准”传递出较强的宽松信号; 预计后续调降 MLF 利率引导 LPR 进一步下行、地方债提前发行均是可能的政策选项; 目前我们仍暂维持下半年经济下行风险可控的判断不变。8 月外贸数据显示内外需仍延续弱势; 往后看, 维持全年出口增速 0%左右判断不变。通货膨胀方面, 维持 8 月 CPI 同比增长 2.5%, PPI 同比增长-0.9%的预测不变。流动性与人民币汇率方面, 上周货币市场利率小幅下行; 人民币即期汇率基本维稳。
- 权益市场: 综合来看, 我们认为市场机会大于风险。在这一过程中, 预计个股分化还将加大, 龙头占优格局仍将延续。建议继续关注科技创新、券商等投资机会。风险方面, 关注中美贸易谈判进展的不确定性、风险事件暴露、英国脱欧等风险。
- 固定收益市场: 展望后续, 周五央行的降准有望打破7月中旬以来资金面所处的僵局状态, 公开市场利率也有调降的可能性, 考虑到基本面下行的方向短期不会改变, 债券市场面临的环境仍相对有利。不过鉴于当前收益率处于低位, 政策转向降低了基本面加速下行的风险, 同时年底通胀触及3%的概率较大, 综合考虑以上因素, 建议控制债券久期超配的幅度。

## 正文内容:

## 一、市场回顾

## (一) 宏观方面

1、经济增长: 8月外贸数据显示内外需仍延续弱势。市场预期8月信贷增速1.1-1.3万亿, 新增社融增速1.6-1.9万亿, 环比略有改善, 但据此计算的社融增速仍面临回落压力。政策面上, 继金稳委会重提加大逆周期调控力度后, 上周国常会部署逆周期调控政策, 央行周五宣布

## 将实施降准。后续调降MLF和地方专项债提前发行都是下一步可能的政策选项

中国8月出口（以美元计）同比增长-1%，前值同比增长3.3%；进口同比增长-5.6%，前值同比增长-5.3%。中国8月出口（以人民币计）同比增长2.6%，前值同比增长10.3%；进口同比增长-2.6%，前值同比增长0.4%。

中国人民银行决定于2019年9月16日全面下调金融机构存款准备金率0.5个百分点（不含财务公司、金融租赁公司和汽车金融公司）。在此之外，为促进加大对小微、民营企业的支持力度，再额外对仅在省级行政区域内经营的城市商业银行定向下调存款准备金率1个百分点，于10月15日和11月15日分两次实施到位，每次下调0.5个百分点。

上周南华综合指数环比增速由前周的-0.25%升至2.17%，其中金属、工业品、能化、贵金属分别上行3.9%、2.8%、1.4%、1%，农产品指数下行0.47%。水泥价格环比由0.8%降至0.7%。钢材库存环比由-2.3%降至-2.7%，螺纹钢库存环比由-3.5%降至-3.65%，螺纹去库基本符合季节性。

地产销售方面，上周30城地产销售面积四周移动平均同比基本维稳于-11%。其中一线城市由-10%升至-9%，二线城市由-8%升至-6.2%，三线城市由-17%降至-18%。土地成交方面，上周土地出让面积四周移动平均同比增速-28%，继续维持在相对低位，土地溢价率由9%降至8.7%。

生产方面，上周四周移动平均发电耗煤增速由-1.65%续升至1.2%；三峡水库出库量四周移动平均同比增速由-13%降至-21%。开工率方面，全国高炉开工率由68%升至68.2%；焦化企业开工率由83.7%降至82.3%，其中高炉开工率与焦化企业开工率同比小幅下行。

注：以上数据来源于WIND资讯

点评：此次“降准”的背景是经济下行压力有所增大。本次降准实施速度较快，降准释放资金规模也为2018年以来最大，同时此次央行公告并未提及置换MLF，传递出较强的宽松信号。预计后续在严控资金流向地产的情况下，调降MLF利率引导LPR进一步下行、地方债提前发行均是可能的下一步的政策选项。在社融增速确认回升和经济企稳前，预计宏观政策大概率都将维持宽松，我们倾向于认为如果中美无法达成突破性协议，此轮宽松政策可能至少持续至明年一季度。尽管近期政策在稳增长的权重有所上升；但是从中期维度来看，政策仍将在稳增长和稳杠杆防风险中寻找平衡。目前我们仍暂维持下半年经济下行风险可控的判断不变。往后看，去年四季度基数偏低对出口同比读数有正向作用，但全球经济增长疲弱和中美关税加码使得出口难以出现明显改善，维持全年出口增速0%左右判断不变。

## 2、通货膨胀：维持8月CPI同比增速2.5%，PPI同比增速-0.9%的预测不变

根据商务部监测，上周食品价格环比由此前的2.3%回升至2.4%。分项看，上周猪肉价格环

比由8.8%续升至8.9%，蔬菜价格环比由-0.5%降至-2.8%。上周流通领域工业品价格环比由-0.3%升至-0.2%，其中黑色金属价格下行0.9%，能源价格较前周下行0.3%。

**点评：维持8月CPI同比增长2.5%，PPI同比增长-0.9%的预测不变。上周猪价继续超季节性上行，同比涨幅已经超过70%，猪价超预期上涨是下半年CPI最大的上行风险。**

### 3、流动性与人民币汇率：上周货币市场利率小幅下行；人民币即期汇率基本维稳

央行上周净回笼资金2765亿元，其中7天逆回购到期1400亿元，投放7天逆回购400亿元，MLF回笼1765亿元。周五央行宣布9月16日全面降准50个BP，并于10.15、11.15定向降准。上周7天回购定盘利率周均值由2.87%降至2.68%；R007周均值由2.88%降至2.73%。

上周美元兑人民币中间价汇率由7.08升至7.09。

注：以上数据来源于WIND资讯

### 4、国际：英国脱欧方面，阻止无协议脱欧法案通过，英国首相提议提前大选也被否，英国脱欧不确定性仍在

英国首相约翰逊：只要我仍然担任首相，这个国家无论如何都会在10月31日离开欧盟；10月15日必须举行提前大选。约翰逊三连败：阻止无协议脱欧法案通过、提前大选被否。

英国央行行长卡尼：若出现无协议脱欧，预计会出现相当明显的市场行动；在无协议脱欧情形下，可以考虑降低逆周期资本缓冲要求；必须承认汇率需要依据脱欧情形调整；有权在必要时采取行动，只会在市场失灵的情况下进行干预。

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2999.60点，当周上涨3.93%，深证成指报收9823.42点，当周上涨4.89%，中小板指当周上涨5.01%，创业板指当周上涨5.05%。

分行业来看，29个中信一级行业中27个行业上涨，其中通信、计算机和电子元器件分别上涨12.09%、9.26%和9.23%；2个行业下跌，其中农林牧渔和食品饮料下跌1.19%和0.16%。

图 1：主要指数表现

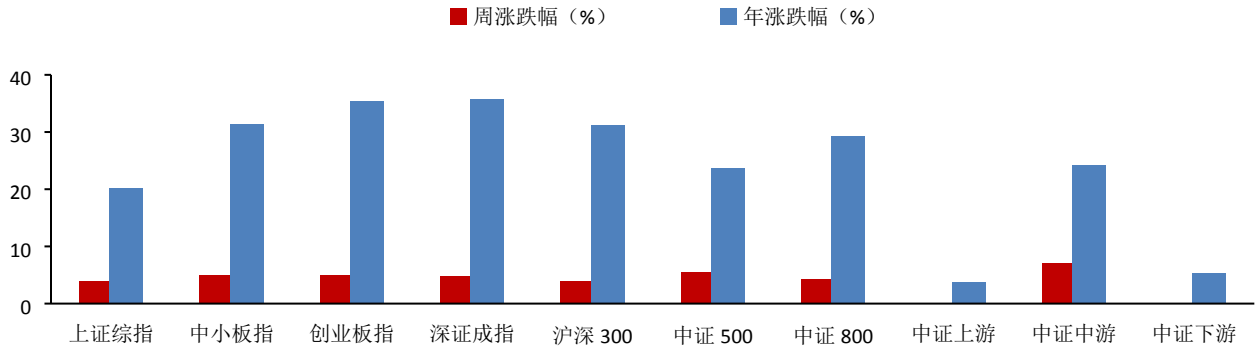
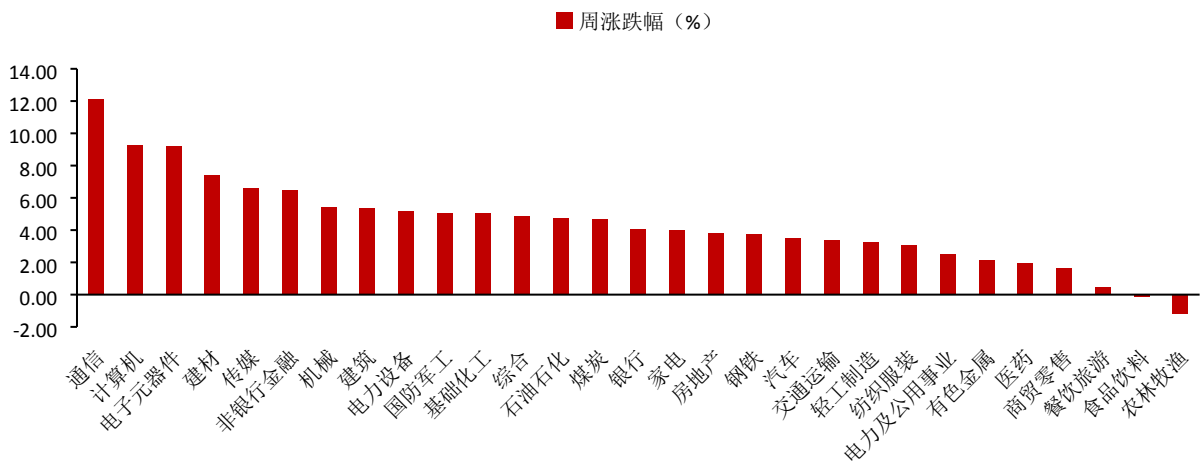


图 2: 行业表现



注：数据来源于WIND资讯，工银瑞信整理，数据区间为2019年9月2日至2019年9月6日。

### (三) 固定收益方面

利率债方面，一年期国债收益率2.61%，较前一周上涨0.06%；三年期国债收益率2.74%，较前一周上涨0.15%；十年期国债收益率3.02%，较前一周上涨0.40%。一年期国开债收益率2.78%，较前一周上涨0.05%；三年期国开债收益率3.03%，较前一周上涨0.25%；十年期国开债收益率3.45%，较前一周上涨0.24%。

信用债方面，一年期AAA最新收益率3.11%，较前一周上涨0.02%；五年期AAA最新收益率3.73%，较前一周上涨0.06%；一年期AA+最新收益率3.29%，较前一周上涨0.05%；五年期AA+最新收益率3.97%，较前一周上涨0.02%；一年期AA最新收益率3.48%，较前一周上涨0.07%；五年期AA最新收益率4.52%，较前一周上涨0.12%；一年期城投债最新收益率3.41%，较前一周上涨0.05%；五年期城投债最新收益率4.19%，较前一周上涨0.01%。

图 3: 各类债券持有期收益率

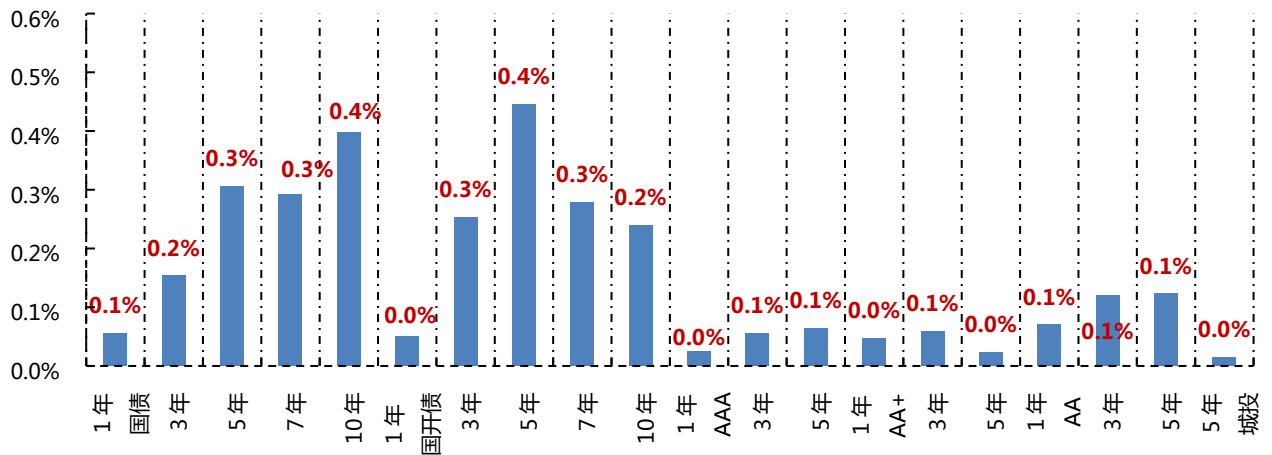
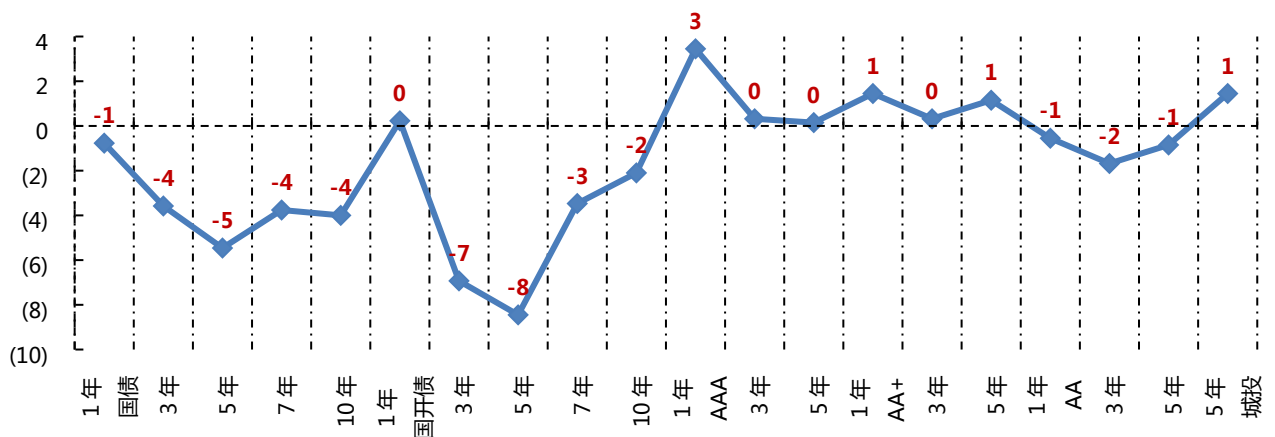


图4：各类债券收益率变动



注：数据来源于WIND资讯，工银瑞信整理，数据区间为2019年9月2日至2019年9月6日。

## 二、市场展望

**宏观方面：经济增长方面**，此次“降准”的背景是经济下行压力有所增大。本次降准实施速度较快，降准释放资金规模也为2018年以来最大，同时此次央行公告并未提及置换MLF，传递出较强的宽松信号。预计后续在严控资金流向地产的情况下，调降MLF利率引导LPR进一步下行、地方债提前发行均是可能的下一步的政策选项。在社融增速确认回升和经济企稳前，预计宏观政策大概率都将维持宽松，我们倾向于认为如果中美无法达成突破性协议，此轮宽松政策可能至少持续至明年一季度。尽管近期政策在稳增长的权重有所上升；但是从中期维度来看，政策仍将在稳增长和稳杠杆防风险中寻找平衡。目前我们仍暂维持下半年经济下行风险可控的

判断不变。8月外贸数据显示内外需仍延续弱势。往后看，去年四季度基数偏低对出口同比读数有正向作用，但全球经济增长疲弱和中美关税加码使得出口难以出现明显改善，维持全年出口增速0%左右判断不变。**通货膨胀方面**，维持8月CPI同比增长2.5%，PPI同比增长-0.9%的预测不变。上周猪价继续超季节性上行，同比涨幅已经超过70%，猪价超预期上涨是下半年CPI最大的上行风险。**流动性与人民币汇率方面**，上周货币市场利率小幅下行；人民币即期汇率基本维稳。

**权益方面**：上周市场震荡走高，主要指数均告上涨。两市一周成交金额3.15万亿，较前周成交放量。北向资金上周净流入280.09亿元，单周净流入创历史次高。基本面方面，8月外贸数据显示外需依然疲弱，内需也仍面临下行压力。不过8月底以来的金稳委会议、国务院常务会议以及刘副总理讲话，均表明逆周期调节力度将加大。周五央行宣布普遍降准和定向降准也表明当前稳增长政策正在发力。为此，我们维持当前经济下行风险可控的判断不变。预计后续政策发力点可能在降低项目资本金要求、减税降费加力提效、MLF利率调降以及地方专项债提前发行等。虽然目前市场对明年经济下行依然有较大担忧，对盈利增速触底企稳也还需等待，但就短期而言，我们认为，稳增长政策发力和减税降费都将缓解企业盈利增速下行的压力，盈利面对市场的拖累暂有限。估值面上，目前海外流动性整体处于宽松格局，此次降准并未提及对后续MLF操作对冲，预计LPR形成机制改革下市场降息预期还将以MLF利率调降为主要表现形式而延续。这将对A股估值产生正面影响。风险偏好方面，近期中美贸易摩擦未进一步升级，而出现了一些边际改善迹象。更重要的，当前国内政策面持续释放积极的改革开放信号，为此预计市场风险偏好短期难出现明显恶化。综合来看，我们认为市场机会大于风险。在这一过程中，预计个股分化还将加大，龙头占优格局仍将延续。建议继续关注科技创新、券商等投资机会。风险方面，关注中美贸易谈判进展的不确定性、风险事件暴露、英国脱欧等风险。

**固定收益方面**：展望后续，周五央行的降准有望打破7月中旬以来资金面所处的僵局状态，公开市场利率也有调降的可能性，考虑到基本面下行的方向短期不会改变，债券市场面临的环境仍相对有利。不过鉴于当前收益率处于低位，政策转向降低了基本面加速下行的风险，同时年底通胀触及3%的概率较大，综合考虑以上因素，建议控制债券久期超配的幅度。

#### 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](http://edu.icbccs.com.cn)