

2019.9.9-2019.9.12

## 每周市场回顾与展望

## 主要结论:

- 宏观经济: 经济增长方面, 8月社融超过市场预期, 主要受到表外融资拉动。9月中观数据显示生产延续低位回升态势。但我们认为目前信用收缩风险的担忧仍暂难消除, 逆周期调控力度加码的取向还将延续。通货膨胀方面, 猪价仍然是未来半年CPI主要上行风险。按照过去央行表态和操作, 由供给因素造成的个别商品价格上涨导致的CPI上涨对货币政策掣肘有限, 不过CPI达到3%数值仍将对政策组合产生影响。流动性与人民币汇率方面, 关注本周MLF到期央行操作。
- 权益市场: 综合来看, 我们认为短期市场机会仍大于风险。在这一过程中, 预计个股分化的局面难发生显著改变, 龙头占优的格局还将延续。建议继续关注科技创新、券商等投资机会。未来三个月的角度看, 需要关注一些潜在风险对市场造成的阶段性扰动。
- 固定收益市场: 展望后续, 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。未来密切关注在降准实施情况下央行公开市场和MLF的操作情况。

## 正文内容:

## 一、市场回顾

## (一) 宏观方面

1、经济增长: 8月社融超过市场预期, 主要受到表外融资拉动。9月中观数据显示生产延续低位回升态势。但我们认为目前信用收缩风险的担忧仍暂难消除, 逆周期调控力度加码的取向还将延续

中国8月新增人民币贷款1.21万亿, 前值1.06万亿, 同比少增700亿元。中国8月新增社会

融资（央行新口径）1.98万亿元，前值为1.01万亿元，同比多增409亿。中国8月M2同比增长8.2%，前值8.1%。

上周南华综合指数环比增速由前周的2.17%降至0.96%，其中工业品、金属、能化分别上行2.24%、2.21%、1.93%，贵金属、农产品分别下行3.45%、1.64%。水泥价格环比由0.7%续降至0.34%，钢材库存环比由-2.7%降至-6.94%，螺纹钢库存环比由-3.65%降至-10%。

地产销售方面，上周30城地产销售面积四周移动平均同比上行至-5%。其中一线城市基本维稳于-8%，二线城市由-4.2%升至0.4%，三线城市由-15%升至-11%。土地成交方面，上周土地出让面积四周移动平均同比增速下行至-37%，土地溢价率由8.7%降至7.9%。

生产方面，上周四周移动平均发电耗煤增速由1.2%进一步升至6%；三峡水库出库量四周移动平均同比增速由-21%降至-24%。开工率方面，全国高炉开工率由68.2%回落至68%，连续五周维持小幅波动，同比下行至负增长区间。

注：以上数据来源于WIND资讯

**2、通货膨胀：受猪价等推动，8月CPI同比2.8%，表现超出市场预期。目前年内单月CPI同比破3概率正在加大**

8月CPI同比增速2.8%，较7月持平，市场预期2.6%；PPI同比增速-0.8%，较7月下降0.3%，预期-0.9%。

根据商务部监测，上周食品价格环比由此前的2.4%回落至0.9%。分项看，上周猪肉价格环比由8.9%降至1.5%；蔬菜价格环比由-2.8%升至-0.5%。上周流通领域工业品价格环比由-0.2%升至0.6%。其中黑色金属价格上行0.6%，能源价格较前周上行0.2%。

**点评：8月CPI超出市场预期，主要原因为猪肉以及其他肉类环比涨幅较大。猪价环比大幅上涨可能将改变翘尾因素决定的8、9、10月CPI回落走势。即使不考虑猪价因素，如果10-12月CPI环比增速为过去三年均值，年末CPI也将超过3%。当前生猪存栏仍在回落，增大猪肉供给措施暂时无法弥补猪肉供需缺口，因此猪价仍然是未来半年CPI主要上行风险。按照过去央行表态和操作，由供给因素造成的个别商品价格上涨导致的CPI上涨对货币政策掣肘有限，不过CPI达到3%数值仍将对政策组合产生影响。**

**3、流动性与人民币汇率：上周央行使用7天逆回购置换MLF到期，货币市场利率小幅上行，关注本周MLF到期央行操作；上周人民币兑美元汇率维持相对平稳**

央行上周净投放资金135亿元，其中7天逆回购2300亿元，7天逆回购到期400亿元。周一（周六顺延）MLF到期1765亿元，央行采用启动1200亿元逆回购进行对冲。上周7天回购定盘利率周均值由2.68%回升至2.72%；R007周均值由2.73%回升至2.76%。

上周美元兑人民币中间价汇率基本维稳于7.08。

注：以上数据来源于WIND资讯

#### 4、国际：欧央行会议宣布降息并重启QE

欧洲央行降息并重启QE，将存款利率下调10个基点至-0.5%，为2016年3月以来首次下调，并将开始实施利率分级制度。欧洲央行将从11月1日起每月购买200亿欧元债券，只要有需要就会持续保持购债，在新的QE结束后才会考虑加息。欧央行还将改变新一轮季度目标长期再融资操作(TLTRO III)的模式，以保持有利的银行贷款条件。

欧洲央行下调欧元区今明两年经济增速预期，以及未来三年通胀预期。将2019年增速预期从1.2%下调至1.1%，2020年增速预期从1.4%下调至1.2%；将2019年通胀预期从1.3%下调至1.2%，2020年预期从1.4%下调至1%，2021年预期从1.6%下调至1.5%。

欧洲央行行长德拉吉：经济增速放缓比预计的更明显，经济衰退的可能性非常小但仍有所走高，有需要保持高度宽松的立场。

注：以上信息来源于WIND资讯

#### (二) 权益方面

截至周四收盘，上证综指报收3031.24点，当周上涨1.05%，深证成指报收9919.80点，当周上涨0.98%，中小板指当周上涨0.99%，创业板指当周上涨1.08%。

分行业来看，29个中信一级行业中25个行业上涨，其中轻工制造、通信和房地产分别上涨3.19%、3.10%和2.89%；4个行业下跌，其中食品饮料、农林牧渔和国防军工分别下跌2.39%、1.63%和0.70%。

图 1：主要指数表现

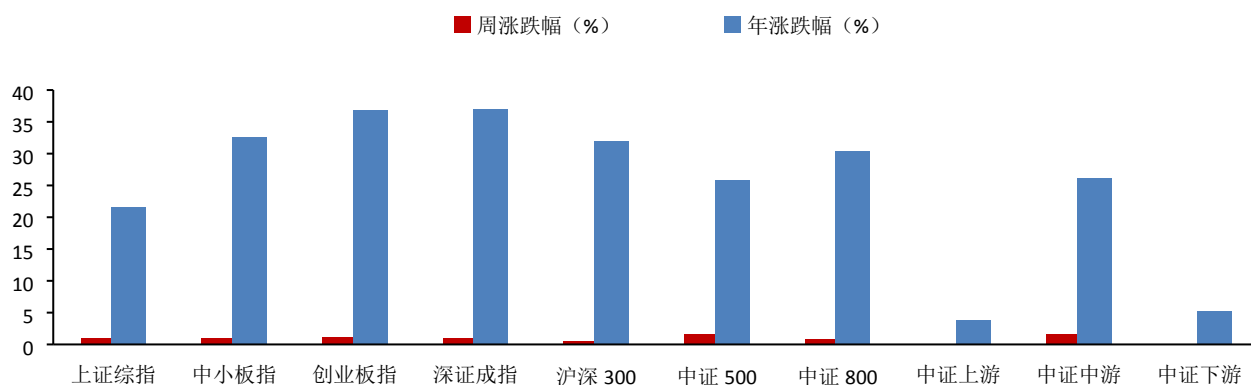
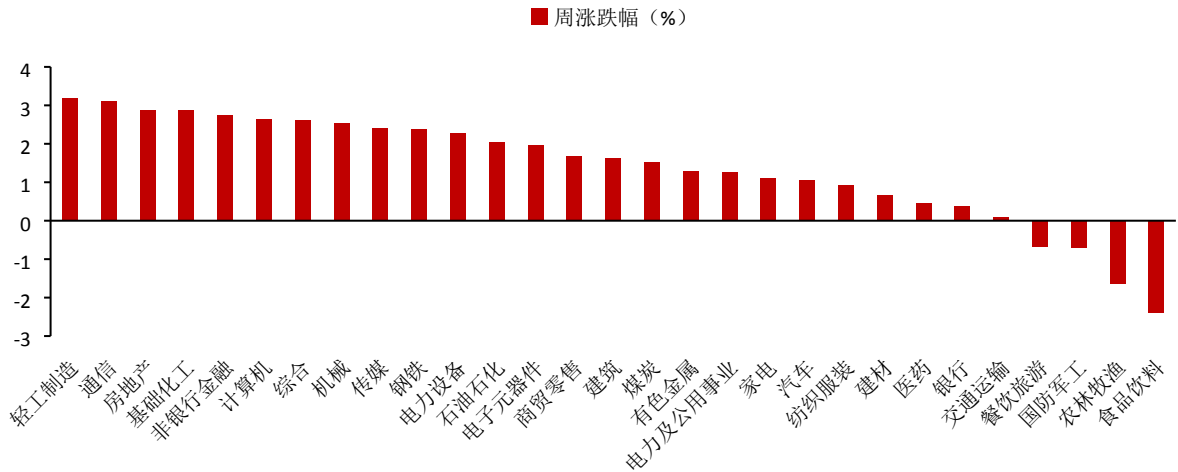


图 2：行业表现



注：数据来源于WIND资讯，工银瑞信整理，数据区间为2019年9月9日至2019年9月12日。

### (三) 固定收益方面

利率债方面，一年期国债收益率2.60%，较前一周上涨0.05%；三年期国债收益率2.75%，较前一周上涨0.04%；十年期国债收益率3.09%，较前一周下跌0.55%。一年期国开债收益率2.73%，较前一周上涨0.09%；三年期国开债收益率3.05%，较前一周上涨0.01%；十年期国开债收益率3.54%，较前一周下跌0.69%。

信用债方面，一年期AAA最新收益率3.08%，较前一周上涨0.08%；五年期AAA最新收益率3.74%，较前一周下跌0.01%；一年期AA+最新收益率3.26%，较前一周上涨0.08%；五年期AA+最新收益率3.98%，较前一周略微持平；一年期AA最新收益率3.45%，较前一周上涨0.09%；五年期AA最新收益率4.53%，较前一周上涨0.01%；一年期城投债最新收益率3.38%，较前一周上涨0.08%；五年期城投债最新收益率4.21%，较前一周下跌0.02%。

图 3：各类债券持有期收益率

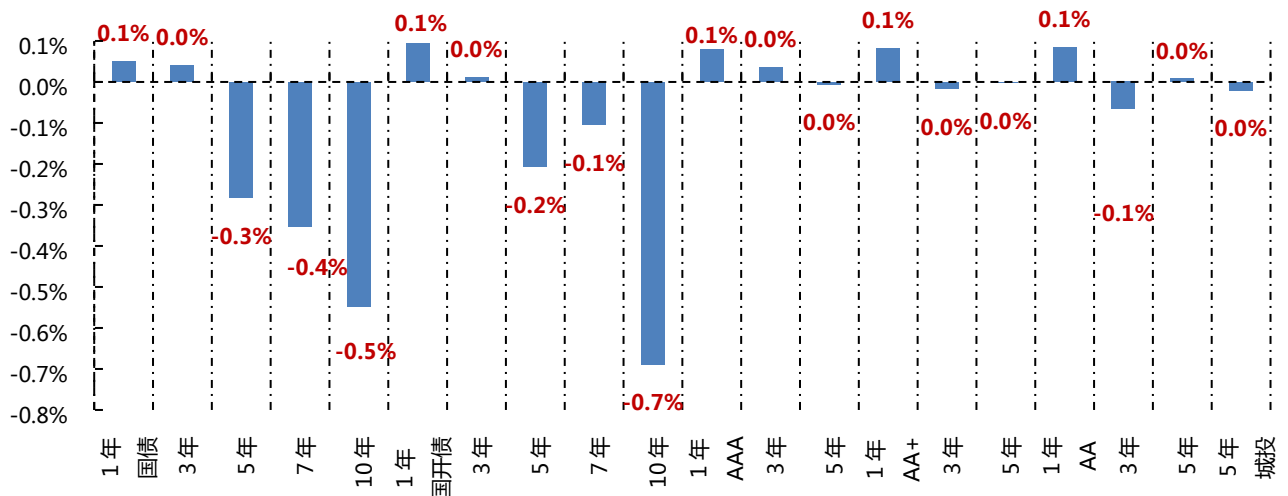
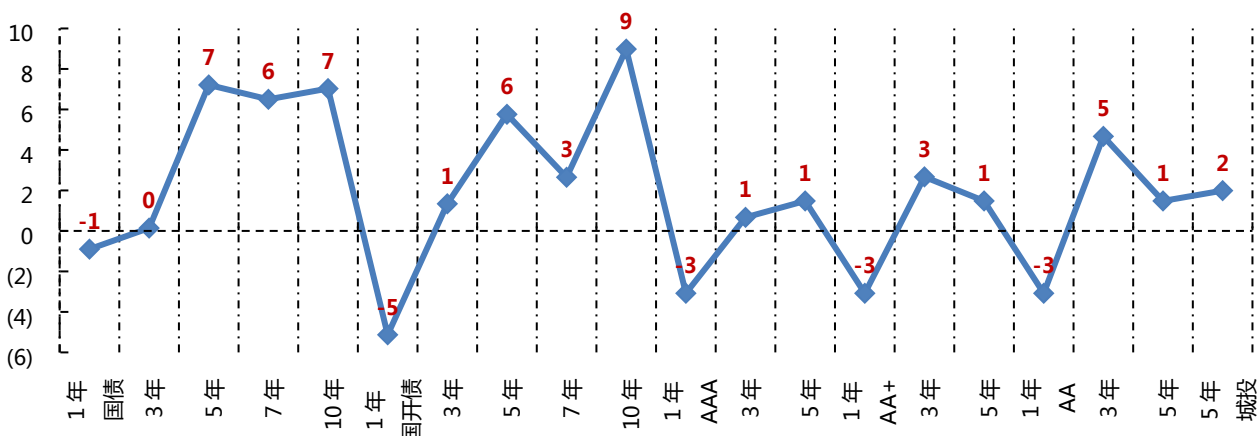


图 4：各类债券收益率变动



注：数据来源于 WIND 资讯，工银瑞信整理，数据区间为 2019 年 9 月 9 日至 2019 年 9 月 12 日。

## 二、市场展望

**宏观方面：经济增长方面**，8月社融超过市场预期，主要受到表外融资拉动。9月中观数据显示生产延续低位回升态势。但我们认为目前信用收缩风险的担忧仍暂难消除，逆周期调控力度加码的取向还将延续。**通货膨胀方面**，8月CPI超出市场预期，主要原因为猪肉以及其他肉类环比涨幅较大。猪价环比大幅上涨可能将改变翘尾因素决定的8、9、10月CPI回落走势。即使不考虑猪价因素，如果10-12月CPI环比增速为过去三年均值，年末CPI也将超过3%。当前生猪存栏仍在回落，增大猪肉供给措施暂时无法弥补猪肉供需缺口，因此猪价仍然是未来半年CPI主要上行风险。按照过去央行表态和操作，由供给因素造成的个别商品价格上涨导致的CPI上涨对货币政策掣肘有限，不过CPI达到3%数值仍将对政策组合产生影响。**流动性与人民币汇率方面**，上周央行使用7天逆回购置换MLF到期，货币市场利率小幅上行，关注本周MLF到期央行操作。

**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2.59万亿，较前周成交缩量。北向资金上周净流入108.91亿元。基本上，上周公布的金融数据略好于预期，与前周宣布的降准等，均印证短期逆周期调节力度正在加码。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，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处于宽松格局，这对A股估值影响也偏正面。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，我们认为短期市场机会仍大于风险。在这一过程中，预计个股分化的局面难发生显著改变，龙头占优的格局还将延续。建议继续关注科技创新、券商等投资机会。未来三个月的角度看，需要关注一些潜在风险对市场造成的阶段性扰动。第一，市场流动性预期的波动。目前市场有较强的降息预期，但近期通胀对政策实施节奏等的扰动有所加大。与此同时，海外角度看，在欧央行降息并宣布重启QE、市场已经基本预期9月美联储将降息25BP的情况下，预计短期外部流动性进一步宽松的信号正在减少。第二，中美贸易摩擦、英国脱欧等外部不确定性事件对资本市场仍可能带来负面影响。

**固定收益方面：**展望后续，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。未来密切关注在降准实施情况下央行公开市场和MLF的操作情况。

#### 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)