

2019.11.11-2019.11.15

每周市场回顾与展望

主要结论:

- 宏观经济: 经济增长方面, 10月实体数据显示经济延续低迷。在全球经济存在短周期企稳迹象、国内逆周期调控政策加力的情况下, 预计短期经济进一步下行风险有限。通货膨胀方面, 初步预计11月CPI同比增速4.4%, PPI同比增速-1.4%。流动性与人民币汇率方面, 10月季调后新增人民币贷款和社融仍呈现边际略微走弱迹象。从贷款结构来看, 逆周期调控政策仍在发力, 但经济内生需求仍在回落, 综合的融资需求仍然偏弱。《三季度货币政策执行报告》显示政策稳增长底线仍然明确。
- 权益市场: 综合来看, 维持未来一个季度市场将处于震荡格局的判断不变。投资策略方面, 我们预计个股分化、龙头占优的格局还将延续, 中期看好科技成长、医药和大消费板块, 短期建议继续关注低估值板块的阶段性行情。
- 固定收益市场: 考虑到基本面下行的方向尚未改变, 债券市场中期的风险不大。不过短期内考虑通胀扰动进一步加大, 年内专项债是否会提前发行还存在较大不确定性, 中美贸易战也出现阶段性缓和, 综合考虑以上因素, 建议短期内保持中性久期。未来密切关注央行操作和专项债提前发行情况。

正文内容:

一、市场回顾

(一) 宏观方面

1、经济增长: 10月实体数据显示经济延续低迷

10月制造业PMI录得49.3%, 较9月回落0.5个百分点, 显示当前经济仍在收缩区间。即使考虑到PMI数据存在10月偏低的季节性特征, 使用3个月移动平均数据来看, 6月以来景气度收缩的格局也未改观。

10月工业增加值增速4.7%，较9月回落1.1个百分点。这与今年以来工业增加值呈现季末跳升、季初回落的特点一致（4月、7月、10月工业增加值分别为5.4%、4.8%和4.7%，分别较前一月下降3.1、1.5和1.1个百分点）。尽管存在数据的这一季节性特征，工业增加值增速及发电量数据显示当前经济仍然延续弱势（10月发电量增速4%，较9月的4.7%有所回落）。

上周南华综合指数环比增速由0.06%降至-0.8%，其中贵金属、能化、工业品、农产品、金属分别下行3.05%、0.96%、0.83%、0.65%、0.41%。水泥价格环比由1.1%升至1.7%。钢材库存环比由-10%降至-11%，螺纹钢库存环比由-14%降至-15%，螺纹钢去库幅度超过季节性。

地产销售方面，上周30城地产销售面积四周移动平均同由前周的-1%继续降至-7%。其中一线城市由20%升至30%，二线城市由-5%降至-18%，三线城市由-4%降至-5%。土地成交方面，上周土地出让面积四周移动平均同比增速-31%，较前周继续下行；土地溢价率基本维稳于6%。

生产方面，上周四周移动平均发电耗煤增速由18.7%降至17.4%；三峡水库出库量四周移动平均同比增速由5%降至3.3%。开工率方面，上周高炉开工率由64.2%升至66%，焦化厂开工率由79%升至80%。（高炉开工率的同比增速由-3.3%回升至-0.7%，焦化厂开工率同比由0.2%升至4%）

注：以上数据来源于WIND资讯

点评：10月实体数据显示经济延续低迷。生产端来看，限产行业和劳动密集型行业对工业增加值形成拖累。需求端来看，海关出口数据维持平稳，但贸易商去库存仍在影响工业生产；地产和基建投资拖累固定资产投资增速下滑；消费增速也有所回落。在全球经济存在短周期企稳迹象、国内逆周期调控政策加力的情况下，预计短期经济进一步下行风险有限。上周国务院宣布下调部分项目资本金比例，对基建投资增速将有一定支撑，后续关注实际效果。

2、通货膨胀：初步预计11月CPI同比增速4.4%，11月以来猪价出现回落，如果下半月猪肉价格继续回落，CPI预测存在下调可能；初步预计11月PPI同比增速-1.4%

根据商务部监测，上周食品价格环比由此前的1.4%降至-0.6%，结束此前连续四周高于季节性的状态，转为弱于季节性。分项看，上周猪肉价格环比由2%续降至-2%；蔬菜价格环比由0.5%升至0.7%。上周流通领域工业品价格环比由-0.2%升至0.2%，其中黑色金属上行0.2%，能源下行0.2%。

3、流动性与人民币汇率：10月金融数据呈现边际走弱迹象。而受缴税因素扰动，短端利率明显上行；人民币汇率基本维持平稳

从贷款结构来看，中长期贷款维持平稳+短贷和票据压缩+非银贷款充量的组合显示逆周期调控政策仍在发力，整体金融数据（10月新增人民币贷款6613亿、新增社会融资规模6189亿）

显示当前国内融资需求仍然弱势。10月央行口径社融增速继续较前月下滑，由10.8%下滑至10.7%，我们估算的广义社融增速也继续由前月的10.3%回落至10.2%。

《三季度货币政策执行报告》显示央行仍在经济增长、物价稳定、国际收支平衡多调控目标中寻求平衡。“加强逆周期调控”+“警惕通胀预期扩散”+“处理好内外部均衡间平衡”的政策思路组合显示货币政策仍将延续宽松应对经济下行，同时在发力节奏和操作方式上将考虑到对通胀预期等影响。

上周央行开展2000亿元MLF操作，市场净投放资金2000亿元。此外，11月15日，央行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，释放长期资金约400亿元。央行对MLF操作的解释为对冲税期高峰。上周7天回购定盘利率周均值由2.53%回升至2.73%；R007周均值由2.53%回升至2.8%。

上周人民币汇率中间价由7.02降至7。

注：以上数据来源于WIND资讯

点评：10月季调后新增人民币贷款和社融仍呈现边际略微走弱迹象。从贷款结构来看，中长期贷款维持平稳+短贷和票据压缩+非银贷款充量的组合显示逆周期调控政策仍在发力，但经济内生需求仍在回落，综合的融资需求仍然偏弱。《三季度货币政策执行报告》认为经济下行压力持续增大，强调要加强逆周期调控，同时指出需警惕通胀预期扩散，显示政策稳增长底线仍然明确。短期资金面上，受缴税因素扰动，短端利率明显上行。

（二）权益方面

截至周五收盘，上证综指报收2891.34点，当周下跌2.46%，深证成指报收9647.99点，当周下跌2.50%，中小板指当周下跌1.77%，创业板指当周下跌2.13%。

分行业来看，29个中信一级行业中2个行业上涨，电子元器件和食品饮料分别上涨0.25%和0.05%；27个行业下跌，其中家电、餐饮旅游和农林牧渔分别下跌5.36%、5.20%和5.09%。

图 1：主要指数表现

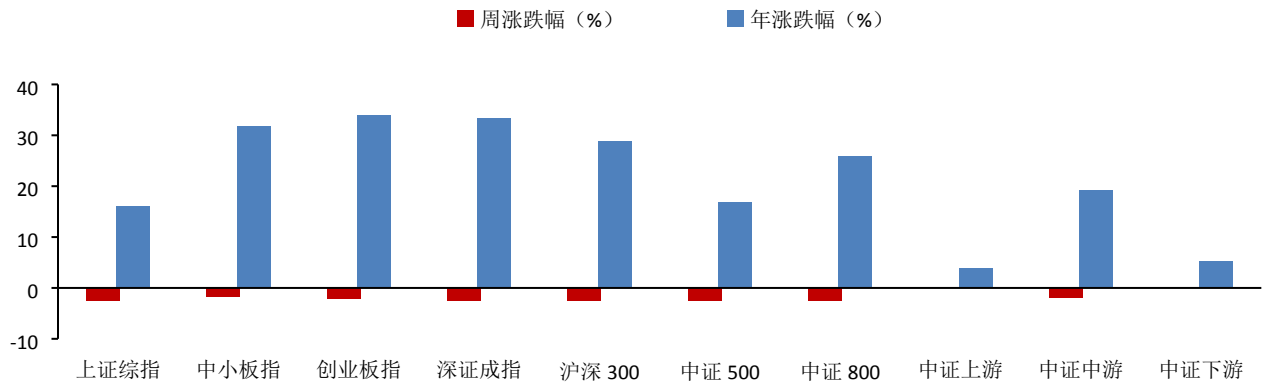
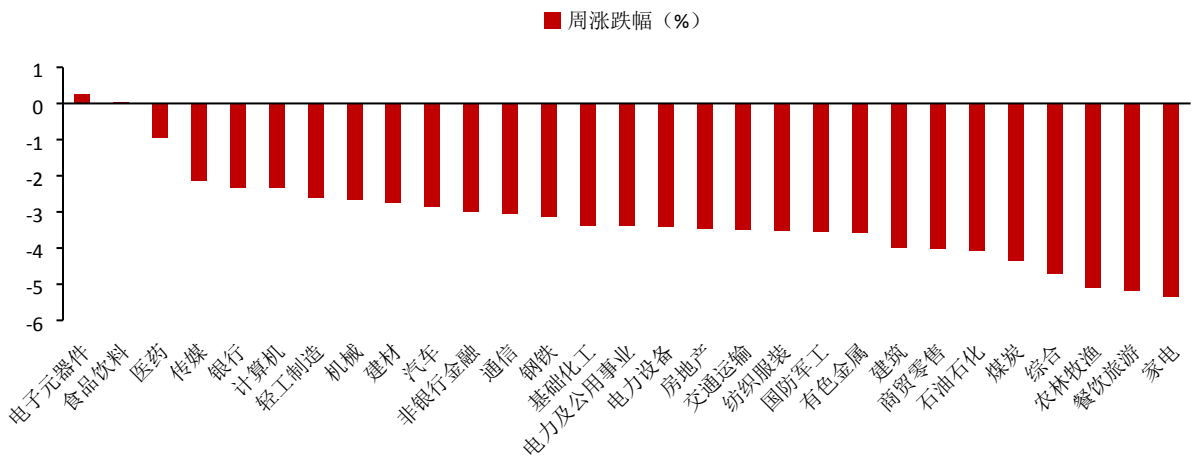


图 2: 行业表现



注：数据来源于WIND资讯，工银瑞信整理，数据区间为2019年11月11日至2019年11月15日。

(三) 固定收益方面

利率债方面，一年期国债收益率2.69%，较前一周上涨0.02%；三年期国债收益率2.89%，较前一周上涨0.08%；十年期国债收益率3.24%，较前一周上涨0.41%。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3.17%，较前一周上涨0.15%；十年期国开债收益率3.62%，较前一周上涨0.77%。

信用债方面，一年期AAA最新收益率3.30%，较前一周上涨0.02%；五年期AAA最新收益率3.89%，较前一周上涨0.15%；一年期AA+最新收益率3.42%，较前一周上涨0.04%；五年期AA+最新收益率4.09%，较前一周上涨0.15%；一年期AA最新收益率3.49%，较前一周上涨0.04%；五年期AA最新收益率4.57%，较前一周上涨0.16%；一年期城投债最新收益率3.38%，较前一周上涨0.07%；五年期城投债最新收益率4.21%，较前一周上涨0.35%。

图 3: 各类债券持有期收益率

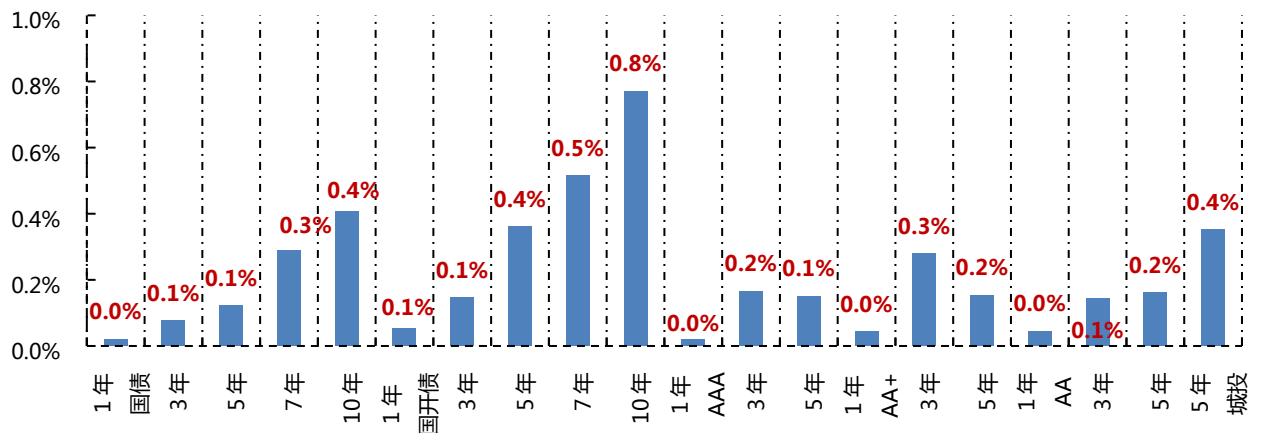
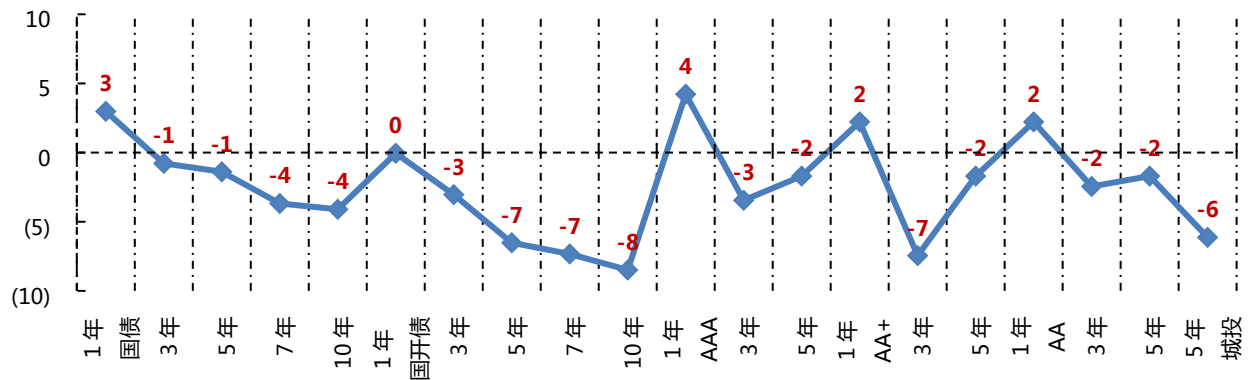


图 4: 各类债券收益率变动



注：数据来源于 WIND 资讯，工银瑞信整理，数据区间为 2019 年 11 月 11 日至 2019 年 11 月 15 日。

二、市场展望

宏观方面：经济增长方面，10月实体数据显示经济延续低迷。生产端来看，限产行业和劳动密集型行业对工业增加值形成拖累。需求端来看，海关出口数据维持平稳，但贸易商去库存仍在影响工业生产；地产和基建投资拖累固定资产投资增速下滑；消费增速也有所回落。在全球经济存在短周期企稳迹象、国内逆周期调控政策加力的情况下，预计短期经济进一步下行风险有限。上周国务院宣布下调部分项目资本金比例，对基建投资增速将有一定支撑，后续关注实际效果。**通货膨胀方面**，初步预计11月CPI同比增速4.4%，11月以来猪价出现回落，如果下

半月猪肉价格继续回落，CPI预测存在下调可能；初步预计11月PPI同比增速-1.4%。**流动性与人民币汇率方面**，10月季调后新增人民币贷款和社融仍呈现边际略微走弱迹象。从贷款结构来看，中长期贷款维持平稳+短贷和票据压缩+非银贷款充量的组合显示逆周期调控政策仍在发力，但经济内生需求仍在回落，综合的融资需求仍然偏弱。《三季度货币政策执行报告》认为经济下行压力持续增大，强调要加强逆周期调控，同时指出需警惕通胀预期扩散，显示政策稳增长底线仍然明确。

权益方面：上周市场震荡下行，主要指数均告下跌。两市含科创板一周成交金额1.88万亿，日均成交额3760亿元，日均成交额较前周成交缩量。北向资金上周净流入17.91亿元，连续六周净流入。基本上，上周公布的10月实体经济数据显示当前经济整体表现依然弱势。不过从上周国务院宣布下调部分项目资本金比例，三季度货币政策执行报告强调加大逆周期调节力度等来看，我们维持经济下行风险可控的判断不变。预计后续政策发力点将在地方专项债提前发行等。不过仍然需要关注的是：第一，在外部矛盾缓和的情况下，内部调结构和去杠杆类政策是否会边际加力。第二，逆周期调节政策实际落地效果。第三，未来经济普查数据公布可能对市场增长预期的短期影响。估值面上，当前市场静态估值仍低于历史中位数水平。从中期维度看，当前国内外金融条件还将处于改善趋势中。就短期来看，在当前猪价推动CPI高涨的情况下，预计市场流动性预期将受到一定负面压制。风险偏好方面，短期中美贸易谈判和英国脱欧的消息整体偏积极，后续是否进一步改善还待观察。综合来看，维持未来一个季度市场将处于震荡格局的判断不变。未来市场整体机会的出现需要看到以下变化：第一，国内流动性宽松预期再次明显提升；第二，国内逆周期调节政策令基本面出现见底企稳信号。投资策略方面，我们预计个股分化、龙头占优的格局还将延续，中期看好科技成长、医药和大消费板块，短期建议继续关注低估值板块的阶段性行情。

固定收益方面：考虑到基本面下行的方向尚未改变，债券市场中期的风险不大。不过短期内考虑通胀扰动进一步加大，年内专项债是否会提前发行还存在较大不确定性，中美贸易战也出现阶段性缓和，综合考虑以上因素，建议短期内保持中性久期。未来密切关注央行操作和专项债提前发行情况。

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