

2019.12.16-2019.12.20

## 每周市场回顾与展望

## 主要结论:

- 宏观经济: 经济增长方面, 预计随着逆周期调节政策效果逐步显现等, 短期国内经济下行压力料将继续缓解, 经济环比小幅改善的概率正在加大。通货膨胀方面, 预计12月CPI同比增速较11月略有回落, 12月PPI在低基数影响下同比增速较前月回升。流动性方面, 上周央行公开市场净投放资金以维持跨年流动性平稳。央行投放14天回购资金同时下调14天逆回购利率主要为7天逆回购利率下调后的跟随操作, 不是新的货币政策宽松信号。
- 权益市场: 综合来看, 预计未来一段时期市场结构性机会还将较多。重点关注逆周期调节政策的力度、改革开放政策出台等, 国外继续关注外部不确定性事件的进展。
- 固定收益市场: 考虑到基本面下行的趋势尚未改变, 债券市场中期风险不大。不过短期内考虑到基本面存在来自地产韧性和外需的支撑, 同时通胀压力仍有待释放, 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的发行情况。

## 正文内容:

## 一、市场回顾

## (一) 宏观方面

1、经济增长: 受建安投资回升、环保限产缓和等影响, 11月工业增加值增速明显回升。预计随着逆周期调节政策效果逐步显现等, 短期国内经济下行压力料将继续缓解, 经济环比小幅改善的概率正在加大

11月工业增加值增速6.2%, 较10月回升1.5个百分点。今年以来, 工业增加值数据呈现季末跳升、随后两个月逐季回落的特征。在经历了9月回升、10月大幅回落后, 11月并未进一步回落而是大幅反弹(1-2、4-5、7-8、10-11月工业增加值均值分别为5.3%, 5.2%, 4.6%和

5.5%)。

上周南华综合指数环比增速由2.1%回落至0.28%，其中能化、贵金属、工业品、农产品分别上行0.98%、0.89%、0.32%、0.08%，金属指数下行0.07%。水泥价格环比由0.4%降至0.26%，依然维持高于季节性。钢材库存环比由-2%升至-1%。螺纹钢库存环比由2.3%进一步升至2.5%，库存绝对水平依旧处在低位。

地产销售方面，上周30城地产销售面积四周移动平均同比增速由0%降至-0.2%，较前周有所下行。土地成交方面，上周土地出让面积四周移动平均同比增速-26%，依旧处在相对低位；土地溢价率6.8%，较前周小幅下行。

生产方面，上周四周移动平均发电耗煤增速由15.9%降至10.6%；三峡水库出库量四周移动平均同比增速由1%回落至0%。12月至今发电耗煤增速较11月边际回落但整体依然处在相对高位。开工率方面，上周高炉开工率由65.88%降至65.75%，焦化厂开工率由84.2%降至83.2%。（高炉开工率同比增速由0.1%升至0.7%、焦化厂开工率同比增速由13%升至14.7%）。

注：以上数据来源于WIND资讯

点评：11月工业增加值增速大幅回升，建安投资回升以及节日环保限产解除后生产恢复是工业生产端回升的主要拉动因素。往后看，在逆周期调控政策效果逐渐显现、全球经济景气度短期企稳、中美贸易关系缓和的环境下，短期经济下行压力将有所缓解（不排除环比小幅回升的可能）。不过考虑到全球经济复苏基础并不牢固，中美贸易关系虽然短期缓和但全球贸易环境不确定性难消；国内经济结构性下行压力仍存而政策强调“量的合理增长和质的提升”，在社融增速不出现持续明显回升的情况下，我们仍然认为本轮环比回升幅度和持续时间较为有限。

2、通货膨胀：主要受近期猪价回落影响，预计12月CPI同比增速较11月略有回落，预计12月PPI在低基数影响下同比增速较前月回升

根据商务部监测，上周食品价格环比由此前的1.9%回落至0.9%。分项看，上周猪肉价格环比由4.5%回落至-0.8%，蔬菜价格环比由2.8%升至7.8%。上周流通领域工业品价格环比由0.3%降至0.1%。

点评：初步预计12月CPI同比增速4.3%，较11月回落0.2个百分点，主要受到近期猪价回落的拖累；预计12月PPI环比增速0.1%，同比增速受低基数影响回升1个百分点至-0.4%。

3、流动性：上周央行公开市场净投放资金以维持跨年流动性平稳。央行投放14天回购资金同时下调14天逆回购利率5BP至2.65%，这主要为7天逆回购利率下调后的跟随操作；上周人民币中间价小幅升值，离岸汇率基本维稳

上周央行公开市场操作净投放资金合计5940亿元。其中实施7天逆回购800亿元，14天逆回

购5500亿元（跨年资金），投放MLF资金3000亿元对冲2860亿元到期。此外，国库现金定存到期500亿元。央行下调14天逆回购利率5BP至2.65%。14天逆回购利率下调为7天逆回购利率下调后的跟随操作。央行表示将灵活开展公开市场操作，维护年末流动性平稳。上周7天回购定盘利率周均值由2.48%升至2.58%；R007周均值由2.52%回升至2.67%。

上周人民币离岸汇率基本维稳于7；中间价由7.03升值至7。

注：以上数据来源于WIND资讯

**点评：**上周央行公开市场净投放资金以维持跨年流动性平稳。央行投放14天回购资金同时下调14天逆回购利率5BP至2.65%，这主要为7天逆回购利率下调后的跟随操作，不是新的货币政策宽松信号。初步预计1月春节前流动性缺口在3.5万亿左右。从补充短期流动性缺口的角度来看，央行是否采取全面降准取决于流动性缺口补充手段的选择；从降低商业银行负债成本、引导LPR下降的角度来看，降准仍然可期。

**4、国际：英国下议院投票通过约翰逊政府的脱欧协议法案，英国将于2020年1月31日脱离欧盟**

当地时间20日下午，英国下议院议员们以358票对234票的结果通过了约翰逊政府的脱欧协议法案，这意味着，英国将结束持续3年多的不确定性，于2020年1月31日脱离欧盟。

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3004.94点，当周上涨1.26%，深证成指报收10229.49点，当周上涨2.25%，中小板指当周上涨2.46%，创业板指当周上涨0.93%。

分行业来看，29个中信一级行业中28个行业上涨，其中传媒、房地产和农林牧渔分别上涨6.04%、4.37%和2.82%；1个行业下跌，食品饮料下跌0.54%。

图 1：主要指数表现

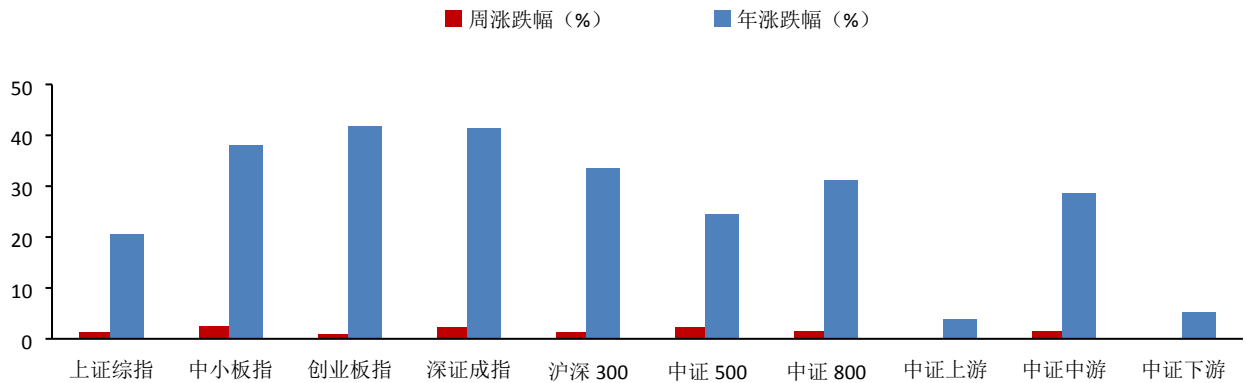
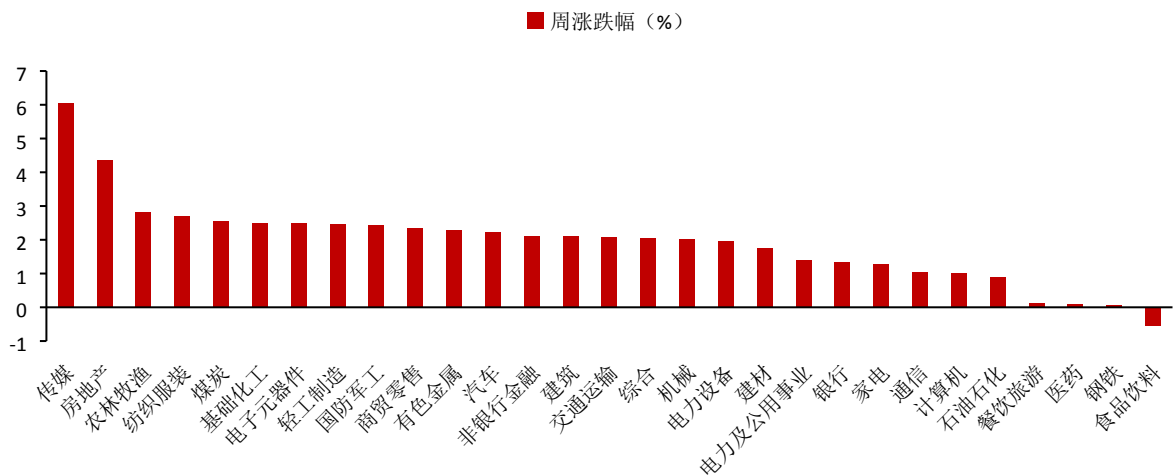


图 2: 行业表现



注：数据来源于WIND资讯，工银瑞信整理，数据区间为2019年12月16日至2019年12月20日。

### (三) 固定收益方面

利率债方面，一年期国债收益率2.58%，较前一周上涨0.08%；三年期国债收益率2.78%，较前一周上涨0.17%；十年期国债收益率3.18%，较前一周上涨0.08%。一年期国开债收益率2.70%，较前一周上涨0.09%；三年期国开债收益率2.99%，较前一周上涨0.14%；十年期国开债收益率3.59%，较前一周上涨0.09%。

信用债方面，一年期AAA最新收益率3.22%，较前一周上涨0.02%；五年期AAA最新收益率3.75%，较前一周上涨0.15%；一年期AA+最新收益率3.33%，较前一周上涨0.05%；五年期AA+最新收益率4.08%，较前一周下跌0.03%；一年期AA最新收益率3.44%，较前一周上涨0.05%；五年期AA最新收益率4.49%，较前一周上涨0.03%；一年期城投债最新收益率3.36%，较前一周上涨0.07%；五年期城投债最新收益率4.19%，较前一周下跌0.01%。

图 3: 各类债券持有期收益率

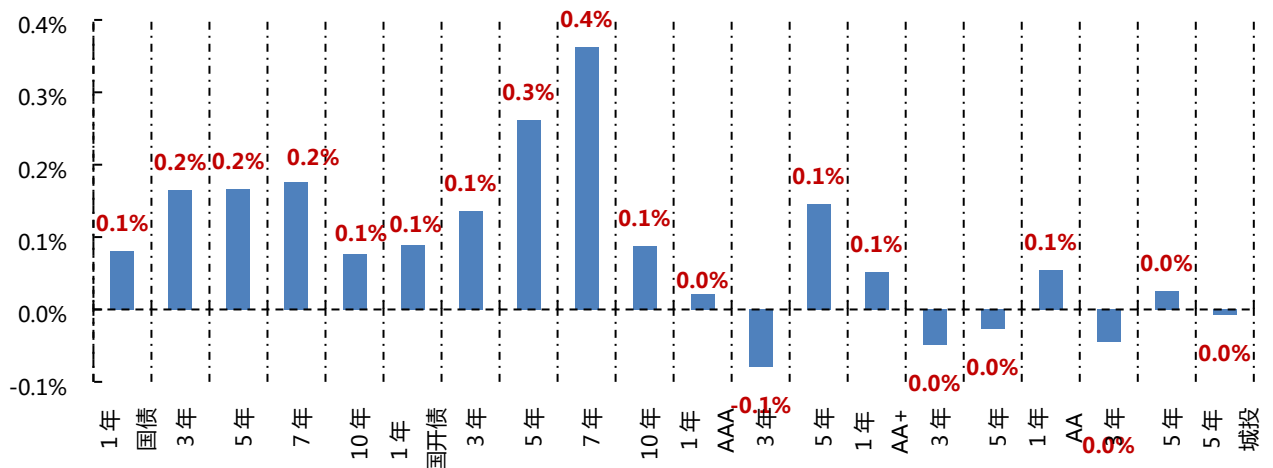
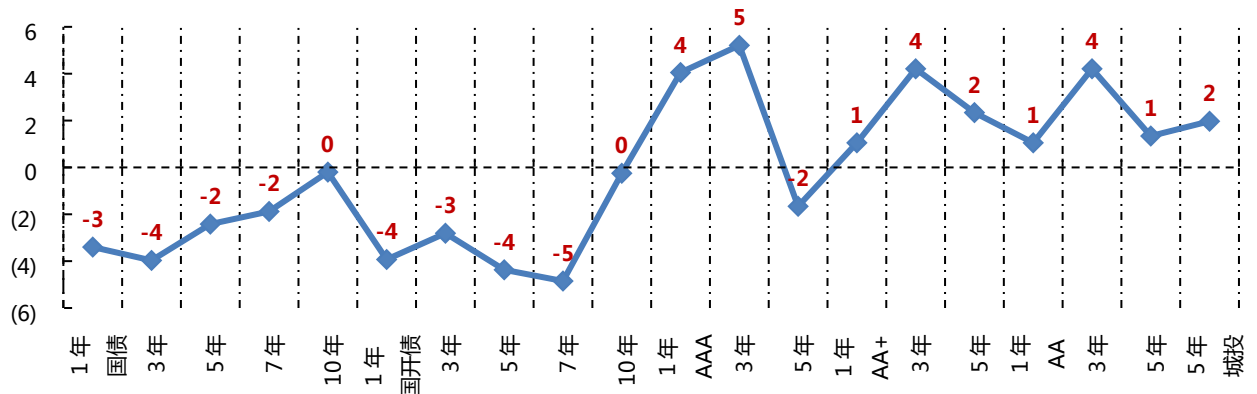


图 4: 各类债券收益率变动



注：数据来源于WIND资讯，工银瑞信整理，数据区间为2019年12月16日至2019年12月20日。

## 二、市场展望

**宏观方面：**经济增长方面，11月工业增加值增速大幅回升，建安投资回升以及节日环保限产解除后生产恢复是工业生产端回升的主要拉动因素。往后看，在逆周期调控政策效果逐渐显现、全球经济景气度短期企稳、中美贸易关系缓和的环境下，短期经济下行压力将有所缓解（不排除环比小幅回升的可能）。不过考虑到全球经济复苏基础并不牢固，中美贸易关系虽然短期缓和但全球贸易环境不确定性难消；国内经济结构性下行压力仍存而政策强调“量的合理增长和质的提升”，在社融增速不出现持续明显回升的情况下，我们仍然认为本轮环比回升幅

度和持续时间较为有限。**通货膨胀方面**，初步预计12月CPI同比增速4.3%，较11月回落0.2个百分点，主要受到近期猪价回落的拖累；预计12月PPI环比增速0.1%，同比增速受低基数影响回升1个百分点至-0.4%。**流动性方面**，上周央行公开市场净投放资金以维持跨年流动性平稳。央行投放14天回购资金同时下调14天逆回购利率5BP至2.65%，这主要为7天逆回购利率下调后的跟随操作，不是新的货币政策宽松信号。初步预计1月春节前流动性缺口在3.5万亿左右。从补充短期流动性缺口的角度来看，央行是否采取全面降准取决于流动性缺口补充手段的选择；从降低商业银行负债成本、引导LPR下降的角度来看，降准仍然可期。

**权益方面**：上周市场震荡上行，主要指数均告上涨。两市含科创板一周成交金额3.17万亿，日均成交额6340亿元，日均成交额较前周成交放量。北向资金上周净流入212.4亿元，连续11周净流入。在外部不确定性缓和、市场进入数据空窗期的背景下，短期市场结构性机会仍多。前期市场已一致预期经济还将温和下行，但一方面考虑到“稳”是各项政策的主基调，另一方面短期中美贸易摩擦和英国脱欧等外部不确定性因素整体缓和，同时考虑到未来一个季度市场整体将面对的是数据空窗期，这意味着短期基本面对投资者预期的拖累影响将暂弱化。进一步地，考虑到短期全球PMI企稳改善及新开年国内地方债发行等政策效应，投资者对短期全球和中国经济的预期仍在边际改善中。流动性方面，尽管猪价令CPI居高不下，但市场对结构性通胀的共识正在加强，猪价对流动性预期的扰动有所降低。综合来看，预计未来一段时期市场结构性机会还将较多。重点关注逆周期调节政策的力度、改革开放政策出台等，国外继续关注外部不确定性事件的进展。

**固定收益方面**：考虑到基本面下行的趋势尚未改变，债券市场中期风险不大。不过短期内考虑到基本面存在来自地产韧性和外需的支撑，同时通胀压力仍有待释放，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的发行情况。

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