

2020.01.06-2020.01.10

## 每周市场回顾与展望

## 主要结论:

- 宏观经济: 经济增长方面, 从12月通胀数据和发电耗煤等中观数据来看, 短期经济增长环比改善的幅度依然有限; 而考虑到1月专项债发行明显较去年同期加量, 预计一季度国内经济将受此支撑而延续环比改善; 重点关注海外经济情况及国内社融增速。通货膨胀方面, 考虑到春节错位因素, 1月CPI将继续上行, 并不排除破5%, 而PPI同比增速也有望在基数效应和专项债发行前置等因素推动下继续上行。流动性方面, 上周流动性维持相对宽松; 人民币汇率基本维持平稳。
- 权益市场: 综合来看, 预计未来一段时期市场仍存在较多的结构性机会。重点关注逆周期调节政策的力度、改革开放政策出台以及一些配置型资金开年的布局等, 国外继续关注外部不确定性事件的进展。
- 固定收益市场: 短期维稳之后资金利率大概率面临修正; 考虑到中期来看基本面下行的趋势尚未改变, 我们倾向于认为债券市场中期风险不大; 但站在目前的时点, 综合考虑短期经济的韧性和有待释放的通胀压力, 仍然建议维持中性久期, 同时注意保持组合流动性, 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: 从12月通胀数据和发电耗煤等中观数据来看, 短期经济增长环比改善的幅度依然有限。而考虑到1月专项债发行明显较去年同期加量, 预计一季度国内经济将受此支撑而延续环比改善。目前市场对经济环比改善的方向判断并无分歧, 差异点主要在环比改善幅度和持续性。为此重点关注海外经济情况及国内社融增速

上周南华综合指数环比增速由0.55%降至0.52%，其中能化、贵金属、工业品、金属分别上行1.5%、1.3%、1.1%、0.6%，农产品价格下行0.3%。水泥价格环比由-0.01%降至-0.4%；春节对标下，价格表现基本符合季节性。钢材库存环比由10.3%升至17%，螺纹钢库存环比由20.4%升至31%，螺纹钢价格环比由-0.3%升至0%，表现符合季节性。

地产销售方面，上周30城地产销售面积四周移动平均同比增速回升至-0.7%。土地成交方面，上周土地出让面积四周移动平均同比增速3%，较前周有所回升；土地溢价率由9%升至9.5%。

生产方面，上周四周移动平均发电耗煤增速由0.68%进一步降至-2.8%（连续四周下行）；使用春节时点对标，上周环比增速由-2.14%降至-3.5%，环比继续弱于季节性（仅强于19年）。三峡水库出库量四周移动平均同比增速由-4%续降至-13%；使用春节时点对标，上周环比由7.4%升至7.6%，环比基本符合季节性。开工率方面，上周全国高炉开工率由66.7%微降至66.6%。使用春节时点对标，开工率环比多增由前周的1.38%降至-0.14%，环比表现符合季节性。上周焦化厂开工率由83.3%回落至81.2%。使用春节时点对标，开工率环比多增由前周的1.25%降至-2.15%，环比表现弱于季节性。

注：以上数据来源于WIND资讯

点评：上周中观数据层面整体运行相对平稳。其中发电耗煤增速延续下滑（12月下旬以来发电耗煤同比增速连续下行，部分与春节较去年提前有关），螺纹钢的累库速度也高于季节性。另一方面，上周地产销售数据有所改善，土地市场也略有回暖。

2、通货膨胀：12月CPI同比增速与前月持平，其中猪价同比增速略有回落。受基数效应影响，非食品价格同比增速略有回升，但整体仍然弱势。PPI方面，12月PPI环比增速略有改善，同时受低基数推动，同比增速较前月的-1.4%回升至-0.5%。

12月CPI同比增速4.5%，较11月4.5%维持平稳，市场预期4.7%；PPI同比增速0.5%，较11月上行0.9%，预期-0.3%。2019年CPI同比2.9%，预期2.9%，前值2.1%。2019年PPI同比-0.3%，前值3.5%。CPI中，房租同比增速由前月的0.9%进一步下行至0.8%，继续低于非食品价格整体增速。

根据商务部监测，上周食品价格环比由此前的0.2%升至0.9%，分项看，上周猪肉价格环比由0.3%升至3.5%，蔬菜价格环比由0.6%降至-1%。上周流通领域工业品价格环比由-0.2%回升至0.3%。

点评：12月CPI同比增速与前月持平，其中猪价同比增速略有回落，但仍高达97%（前月为110%）。受基数效应影响，非食品价格同比增速略有回升，但整体仍然弱势。在非食品价格

中，房租同比增速较前月继续放缓。PPI方面，12月PPI环比增速略有改善，同时受低基数推动，同比增速较前月的-1.4%回升至-0.5%。整体来看，当前内需有一定边际企稳迹象，但改善仍相对较弱。从市场预期角度来看，12月PPI表现低于此前市场预期。考虑到春节错位因素，1月CPI将继续上行，并不排除破5%，而PPI同比增速也有望在基数效应和专项债发行前置等因素推动下继续上行。

### 3、流动性：上周流动性维持相对宽松；人民币汇率基本维持平稳

上周央行公开市场操作合计净回笼资金500亿元，均为14天逆回购到期。上周7天回购定盘利率周均值由2.63%回落至2.39%；R007周均值由2.68%降至2.45%。从历年春节对标来看，当前货币市场利率维持在较低水平，上周利率仅略高于17年同期。

上周人民币中间价基本维稳于6.95。

注：以上数据来源于WIND资讯

### （二）权益方面

截至周五收盘，上证综指报收3092.29点，当周上涨0.28%，深证成指报收10879.84点，当周上涨2.10%，中小板指当周上涨2.22%，创业板指当周上涨3.71%。

分行业来看，29个中信一级行业中20个行业上涨，其中计算机、电子元件和家电分别上涨4.09%、3.25%和3.18%；9个行业下跌，其中非银行金融、银行和房地产分别下跌1.32%、1.29%和0.85%。

图 1：主要指数表现

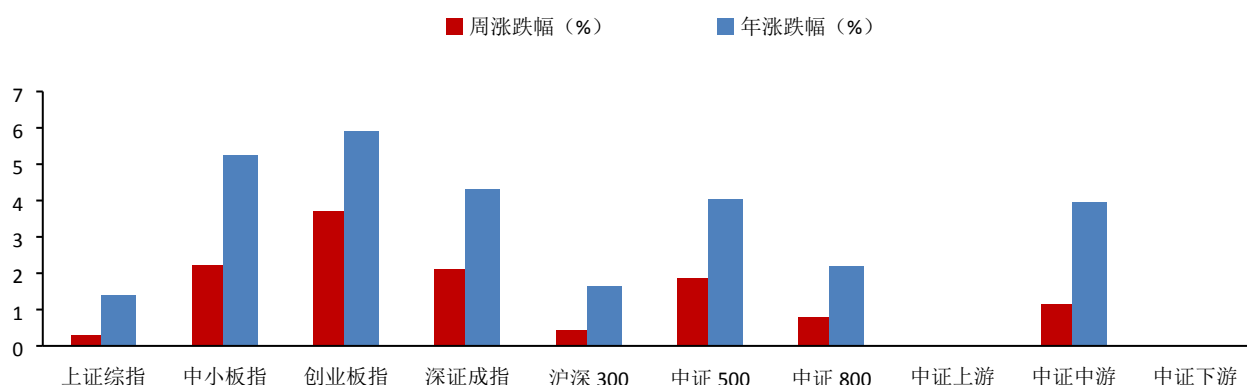
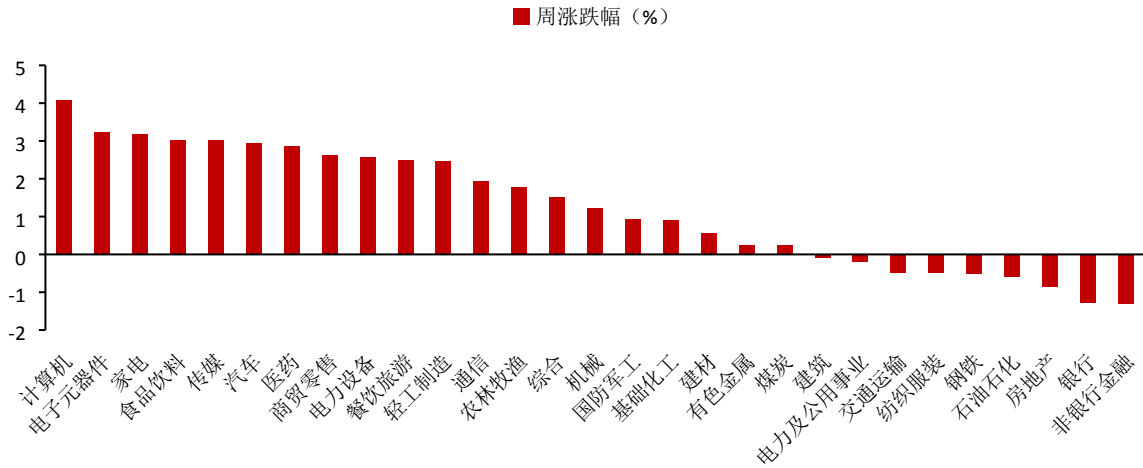


图 2：行业表现



注：数据来源于WIND资讯，工银瑞信整理，数据区间为2020年1月6日至2020年1月10日。

### (三) 固定收益方面

利率债方面，一年期国债收益率2.27%，较前一周上涨0.20%；三年期国债收益率2.68%，较前一周上涨0.28%；十年期国债收益率3.08%，较前一周上涨0.58%。一年期国开债收益率2.43%，较前一周上涨0.18%；三年期国开债收益率2.95%，较前一周上涨0.10%；十年期国开债收益率3.53%，较前一周上涨0.54%。

信用债方面，一年期AAA最新收益率3.04%，较前一周上涨0.15%；五年期AAA最新收益率3.70%，较前一周上涨0.12%；一年期AA+最新收益率3.14%，较前一周上涨0.15%；五年期AA+最新收益率3.96%，较前一周上涨0.31%；一年期AA最新收益率3.27%，较前一周上涨0.16%；五年期AA最新收益率4.36%，较前一周上涨0.36%；一年期城投债最新收益率3.25%，较前一周上涨0.12%；五年期城投债最新收益率4.08%，较前一周上涨0.40%。

图 3：各类债券持有期收益率

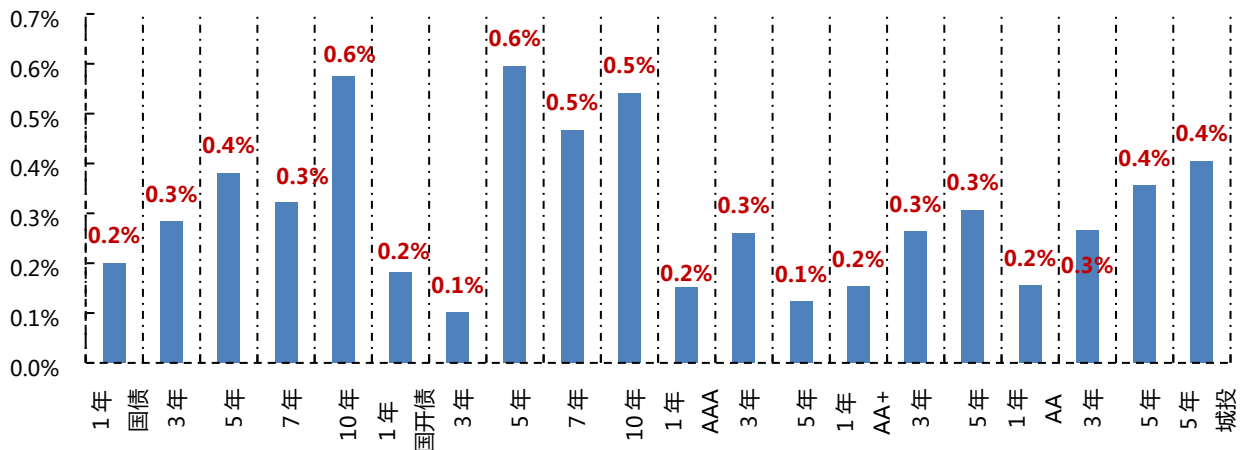
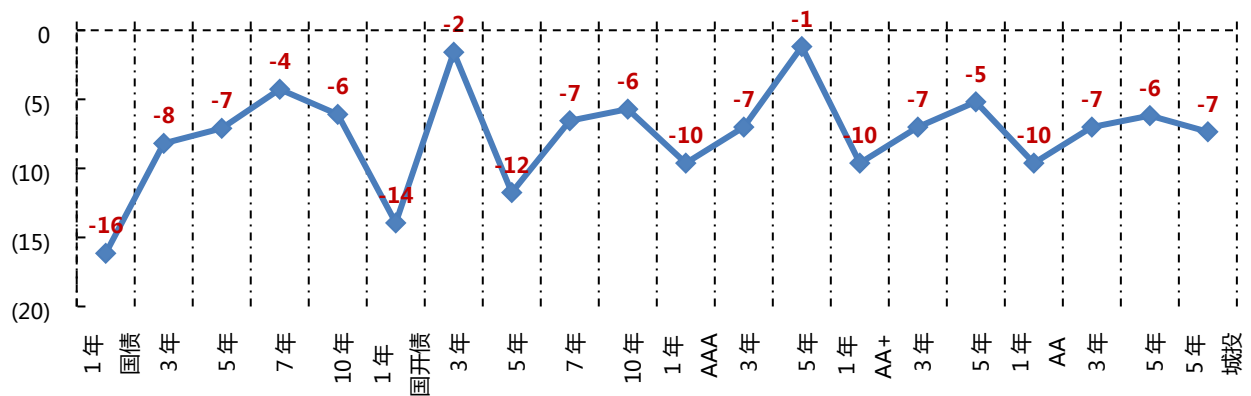


图 4：各类债券收益率变动



注：数据来源于 WIND 资讯，工银瑞信整理，数据区间为 2020 年 1 月 6 日至 2020 年 1 月 10 日。

## 二、市场展望

**宏观方面：经济增长方面**，从12月通胀数据和发电耗煤等中观数据来看，短期经济增长环比改善的幅度依然有限。而考虑到1月专项债发行明显较去年同期加量，预计一季度国内经济将受此支撑而延续环比改善。目前市场对经济环比改善的方向判断并无分歧，差异点主要在环比改善幅度和持续性。为此重点关注海外经济情况及国内社融增速。**通货膨胀方面**，12月CPI同比增速与前月持平，其中猪价同比增速略有回落，但仍高达97%（前月为110%）。受基数效应影响，非食品价格同比增速略有回升，但整体仍然弱势。在非食品价格中，房租同比增速较前月继续放缓。PPI方面，12月PPI环比增速略有改善，同时受低基数推动，同比增速较前月的-1.4%回升至-0.5%。整体来看，当前内需有一定边际企稳迹象，但改善仍相对较弱。从市场预期角度来看，12月PPI表现低于此前市场预期。考虑到春节错位因素，1月CPI将继续上行，并不排除破5%，而PPI同比增速也有望在基数效应和专项债发行前置等因素推动下继续上行。**流动性方面**，上周流动性维持相对宽松；人民币汇率基本维持平稳。

**权益方面**：上周市场主要指数除上证50外均告上涨，两市含科创板一周成交金额3.65万亿，日均成交额7300亿元，日均成交额较前周成交放量。北向资金上周净流入208亿元，连续14周净流入。在外部不确定性有所缓解、市场进入数据空窗期的背景下，短期市场结构性机会仍多。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，更重要的，国内逆周期调节政策还在逐步发力（2020年1月地方债发行力度将较2019年加大等），叠加当前库存偏低，

短期投资者对国内经济增长的预期正在改善。流动性方面，当前市场流动性维持相对宽松，同时目前猪价对流动性预期的扰动已经明显降低。此外，考虑到未来一个季度市场整体处于数据空窗期，市场主题性和政策性投资机会有望增多。综合来看，预计未来一段时期市场仍存在较多的结构性机会。重点关注逆周期调节政策的力度、改革开放政策出台以及一些配置型资金开年的布局等，国外继续关注外部不确定性事件的进展。

**固定收益方面：**宽松的资金面是近期债券市场表现强势的重要驱动力，参考央行操作的历史经验，短期维稳之后资金利率大概率面临修正。考虑到中期来看基本面下行的趋势尚未改变，我们倾向于认为债券市场中期风险不大；但站在目前的时点，短期基本面存在阶段性的支撑，未来2个月是数据真空期，而年初的地方债大量发行、银行的年初放贷冲动可能都会对债市造成一定扰动，综合考虑短期经济的韧性和有待释放的通胀压力，仍然建议维持中性久期，同时注意保持组合流动性，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)