

2020.05.11-2020.05.15

每周市场回顾与展望

【主要结论：】

- 宏观经济：经济增长方面，往后看，预计在社融增速回升和国内经济活动逐渐恢复正常的背景下，短期内需还将延续回升，但外需压力将逐步凸显。通货膨胀方面，预计短期CPI在食品价格环比下行和高基数影响下将延续下行。PPI在原油价格触底和国内建安需求回升的作用下环比跌幅难进一步扩大，但是在整体供给暂时大于需求的环境下，工业品价格环比也难有明显回升；同比仍将暂时维持低位。流动性方面，短期来看，货币政策推动实体经济融资成本下行，财政政策加大专项债投放都将对社融增速起到支撑作用。
- 权益市场：预计A股市场整体将处于震荡格局。投资策略上，维持稳增长相关结构性机会仍有望阶段性活跃的判断不变，关注中美在科技领域摩擦对相关产业链的影响。
- 固定收益市场：预计收益率大概率由前期单边下行转入区间震荡格局，因此建议目前阶段债券久期不做显著偏离、中性附近相对合适，组合杠杆水平不宜明显偏低，同时注意提高组合流动性；收益率下行风险主要来自复工后欧美疫情的再度爆发，而目前经济活动恢复相对更快的意大利和德国尚未出现这种迹象；上行风险需要重点关注社融结构改善的持续性。

正文内容：

一、市场回顾

(一) 宏观方面

1、经济增长：4月工业增加值增速由负转正，一方面国内经济活动恢复的不断推进继续推动工业生产数据恢复，另一方面部分需求的改善也促进了生产的继续放量。需求端来看，4月消费和投资均延续回升，出口读数尚未明显回落。上周政治局会议基调总体延续前次会议精神，强调进一步落实逆周期调节政策，并要求就业优先政策要全面强化

2020年4月工业增加值同比增速从3月的-1.1%升至3.9%，预期1.8%。2020年4月社会消费品零售总额名义增速从3月的-15.8%升至-7.5%，预期-7%。2020年4月名义固定资产投资同比增速从3月的-9.4%升至0.7%。其中4月基建投资增速由-8.0%升至4.8%。4月房地产开发投资同比增速由1.2%升至7%。4月制造业投资增速由-20.6%升至-6%。4月城镇调查失业率由5.9%回升至6%。

上周南华综合指数环比增速由3%降至0.07%，其中贵金属、金属、工业品分别上行1.8%、0.99%、0.08%，能化、农产品分别下行0.4%、0.42%。水泥价格环比由0.16%升至0.6%，略超季节性。上周钢材库存增速由-3.5%回落至-5.5%，螺纹钢库存增速由-4.7%回落至-5.9%，螺纹钢去库幅度强于季节性，不过库存绝对水平仍高。

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-20%回升至-16%。土地成交方面，上周土地出让面积四周移动平均同比增速8.5%，较前周下行；土地溢价率四周移动平均由16%略降至14%。

生产方面，上周四周移动平均发电耗煤增速由-4.6%升至0%，三峡水库出库量四周移动平均增速由-10%续降至-20%。开工率方面，上周高炉开工率由69.8%升至70.4%，焦化厂开工率由87.4%升至88.5%。两者同比均有所恢复（分别由0.97%、15.15%升至1.4%、16.7%）。

注：以上数据来源于WIND资讯

点评：4月工业增加值增速由负转正，一方面国内经济活动恢复的不断推进继续推动工业生产数据恢复，另一方面部分需求的改善也促进了生产的继续放量。分行业看，前期受疫情冲击影响较大的行业，4月回升幅度总体较强，这其中专用设备业等回升幅度最为明显。需求端来看，4月消费和投资均延续回升，出口读数尚未明显回落。其中地产投资和基建投资单月数据已经恢复至2019年四季度水平。往后看，预计在社融增速回升和国内经济活动逐渐恢复正常的背景下，短期内需还将延续回升，但外需压力将逐步凸显。具体地，预计基建投资在政策支持下将较确定延续回升；可选商品消费和服务类补偿性消费仍可延续，但幅度尚难言乐观；地产投资继续上行空间有限。上周政治局会议基调总体延续前次会议精神，强调进一步落实逆周期调节政策，并要求就业优先政策要全面强化（4月失业率回升至6%，显示就业压力较大）。

2、通货膨胀：4月CPI延续较快下行，食品价格与非食品价格均有所回落。4月PPI环比和同比跌幅进一步扩大

4月CPI同比增速3.3%，较3月的4.3%大幅下行，市场预期3.8%；PPI同比增速-3.1%，较3月的-1.5%继续下行，市场预期-2.6%。

5.1-5.8日农产品价格（商务部口径）环比增速由-1.2%降至-1.7%，表现连续三周弱于季

节性。猪肉价格（商务部口径）环比增速由-2.5%微升至-2.4%，同比增速由106.5%降至101.3%。蔬菜价格（商务部口径）环比由-2.6%降至-5.8%，同比由-4.4%走扩至-11%。

点评：4月CPI延续较快的下行斜率，食品价格与非食品价格均有所回落。核心CPI继续回落显示总需求偏弱格局尚未发生改变。4月PPI环比和同比跌幅进一步扩大。预计短期CPI在食品价格环比下行和高基数影响下将延续下行。PPI在原油价格触底和国内建安需求回升的作用下环比跌幅难进一步扩大，但是在整体供给暂时大于需求的环境下，工业品价格环比也难有明显回升；同比仍将暂时维持低位。

3、流动性：上周央行缩量续作MLF并维持利率不变，货币市场利率继续下行；受中美摩擦加剧影响，周五离岸人民币汇率明显贬值

中国4月社会融资规模增量为30900亿元，预期增21618亿元。中国4月新增人民币贷款17000亿元，预期13033.3亿元，前值28500亿元。中国4月M2同比增11.1%，预期10.1%，前值10.1%。

上周央行进行MLF缩量续作（投放MLF资金1000亿元对冲2000亿元到期量，净回笼资金1000亿元）并维持MLF利率于2.95%不变。此外，5.15日央行通过定向降准释放资金2000亿元。上周7天回购定盘利率周均值由此前1.55%降至1.36%；R007周均值由1.59%降至1.32%。

上周人民币汇率中间价均值基本维稳于7.09，离岸汇率基本维稳于7.11。

注：以上数据来源于WIND资讯

点评：上周央行缩量续作MLF并维持利率不变，货币市场利率继续下行。4月新增信贷和新增社融在3月大幅放量和季节性小月的背景下延续高增，超出市场预期。一方面逆周期调节政策发力对新增社融起到支撑作用，另一方面内需的重启也有利于信用的扩张。4月社融增速较3月上行0.5个百分点，这有利于后期内需持续改善。短期来看，货币政策推动实体经济融资成本下行，财政政策加大专项债投放都将对社融增速起到支撑作用。

（二）权益方面

截至周五收盘，上证综指报收2868.46点，当周下跌0.93%，深证成指报收10964.89点，当周下跌0.33%，中小板指当周下跌0.93%，创业板指当周下跌0.04%。

分行业来看，29个中信一级行业中7个行业上涨，其中电子元器件、商贸零售和家电分别上涨2.45%、1.20%和1.19%；22个行业下跌，其中农林牧渔、汽车和建筑分别下跌4.34%、2.55%和2.06%。

图 1：主要指数表现

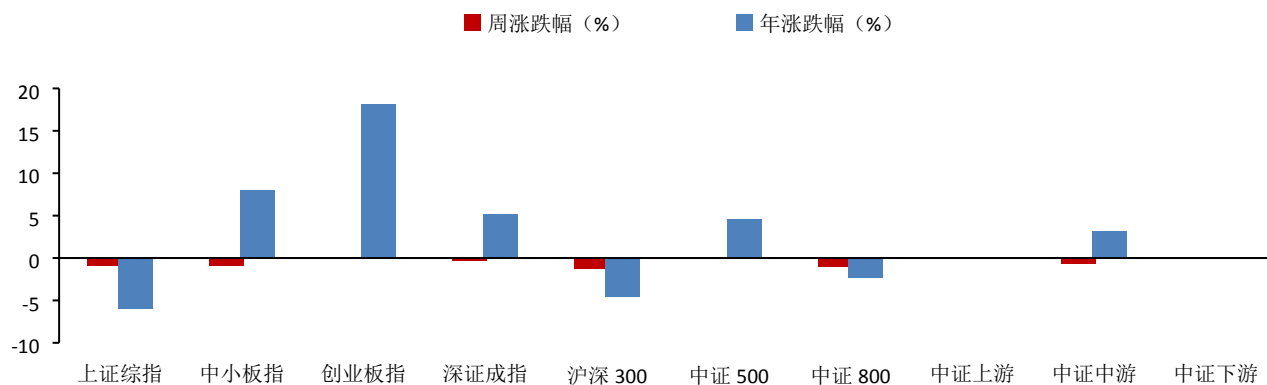
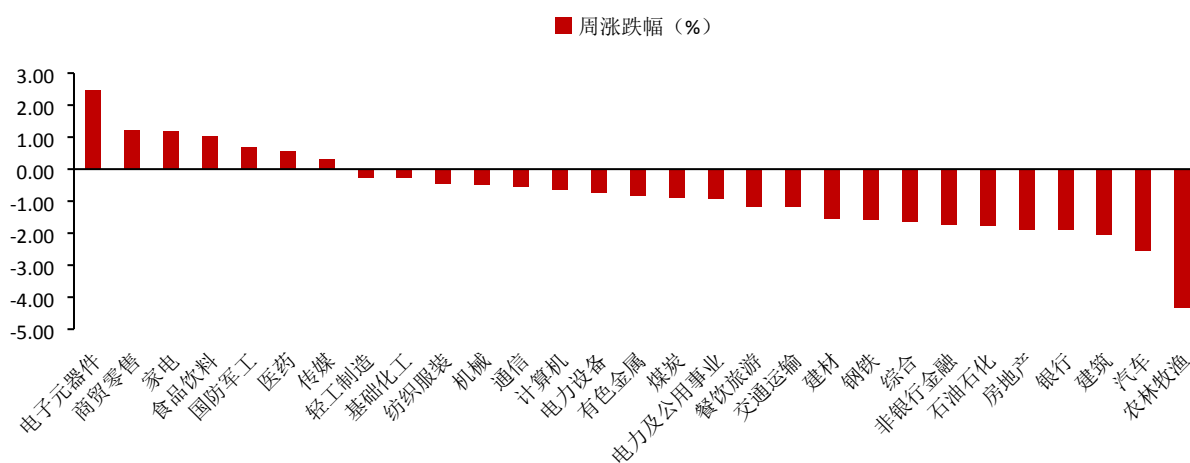


图 2: 行业表现



注：数据来源于WIND资讯，工银瑞信整理，数据区间为2020年5月11日至2020年5月15日。

(三) 固定收益方面

利率债方面，一年期国债收益率1.22%，较前一周上涨0.02%；三年期国债收益率1.58%，较前一周下跌0.05%；十年期国债收益率2.68%，较前一周下跌0.48%。一年期国开债收益率1.39%，较前一周下跌0.03%；三年期国开债收益率1.88%，较前一周上涨0.06%；十年期国开债收益率2.96%，较前一周下跌0.07%。

信用债方面，一年期AAA最新收益率1.87%，较前一周上涨0.01%；五年期AAA最新收益率3.14%，较前一周下跌0.44%；一年期AA+最新收益率2.03%，较前一周上涨0.02%；五年期AA+最新收益率3.49%，较前一周下跌0.48%；一年期AA最新收益率2.42%，较前一周上涨0.04%；五年期AA最新收益率3.93%，较前一周下跌0.42%；一年期城投债最新收益率2.26%，较前一周上涨0.05%；五年期城投债最新收益率3.68%，较前一周下跌0.41%。

图 3: 各类债券持有期收益率

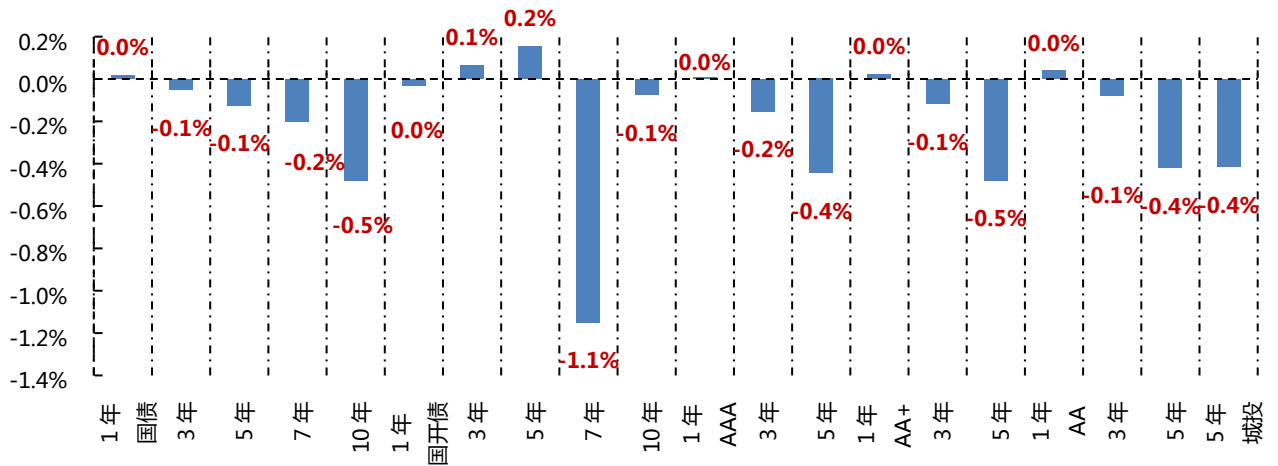
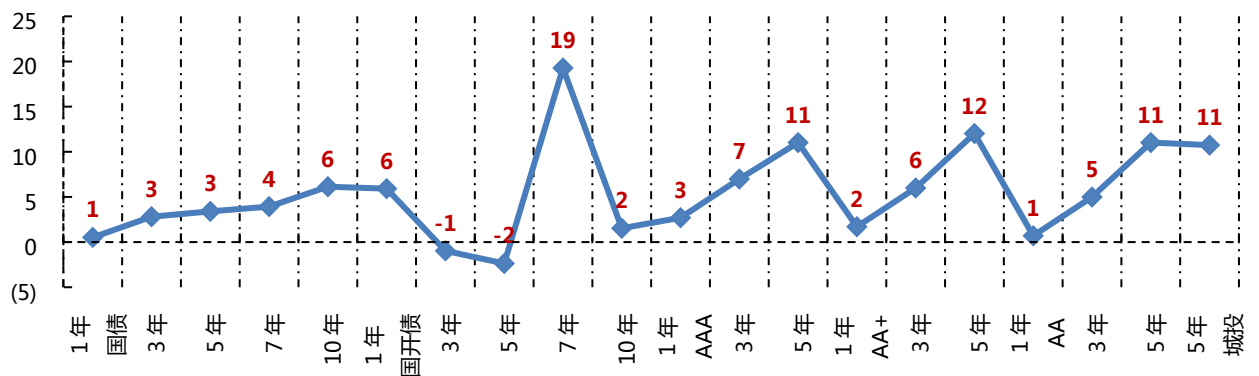


图 4: 各类债券收益率变动



注：数据来源于 WIND 资讯，工银瑞信整理，数据区间为 2020 年 5 月 11 日至 2020 年 5 月 15 日。

二、市场展望

宏观方面：经济增长方面，4月工业增加值增速由负转正，一方面国内经济活动恢复的不断推进继续推动工业生产数据恢复，另一方面部分需求的改善也促进了生产的继续放量。分行业看，前期受疫情冲击影响较大的行业，4月回升幅度总体较强，这其中专用设备业等回升幅度最为明显。需求端来看，4月消费和投资均延续回升，出口读数尚未明显回落。其中地产投资和基建投资单月数据已经恢复至2019年四季度水平。往后看，预计在社融增速回升和国内经济活动逐渐恢复正常的背景下，短期内需还将延续回升，但外需压力将逐步凸显。具体地，预计基建投资在政策支持下将较确定延续回升；可选商品消费和服务类补偿性消费仍可延续，但

幅度尚难言乐观；地产投资继续上行空间有限。上周政治局会议基调总体延续前次会议精神，强调进一步落实逆周期调节政策，并要求就业优先政策要全面强化（4月失业率回升至6%，显示就业压力较大）。**通货膨胀方面**，4月CPI延续较快的下行斜率，食品价格与非食品价格均有所回落。核心CPI继续回落显示总需求偏弱格局尚未发生改变。4月PPI环比和同比跌幅进一步扩大。预计短期CPI在食品价格环比下行和高基数影响下将延续下行。PPI在原油价格触底和国内建安需求回升的作用下环比跌幅难进一步扩大，但是在整体供给暂时大于需求的环境下，工业品价格环比也难有明显回升；同比仍将暂时维持低位。**流动性方面**，上周央行缩量续作MLF并维持利率不变，货币市场利率继续下行。4月新增信贷和新增社融在3月大幅放量和季节性小月的背景下延续高增，超出市场预期。一方面逆周期调节政策发力对新增社融起到支撑作用，另一方面内需的重启也有利于信用的扩张。4月社融增速较3月上行0.5个百分点，这有利于后期内需持续改善。短期来看，货币政策推动实体经济融资成本下行，财政政策加大专项债投放都将对社融增速起到支撑作用。

权益方面：上周主要指数均告下跌。两市含科创板一周成交金额3.09万亿，日均成交额6180亿元，日均成交额较前周成交缩量。北向资金净流入40.62亿元，连续八周净流入。盈利面上，一季度A股和非金融A股盈利同比增速较2019年明显回落。从环比意义上，预计企业盈利将逐步改善，但在疫情进展不确定性仍大的背景下，预计全年企业盈利整体仍将承压。估值面上，预计国内流动性将延续宽松格局，这对市场估值有正面支撑。不过在海外疫情导致企业盈利预期面临下调冲击、中美摩擦升温、疫情加剧国际地缘政治风险等背景下，预计投资者风险偏好难有明显改善，这意味着市场估值扩张空间将受限。预计A股市场整体将处于震荡格局。就短期来看，近期国内逆周期调节政策和改革政策持续推进，海外疫情未进一步恶化，且一些发达经济体也正逐步重启经济，这些对短期市场仍然有利。但上周美国对华为继续打压、美股自3月下旬以来已经出现较大幅度反弹等，对短期市场有一定压制。投资策略上，维持稳增长相关结构性机会仍有望阶段性活跃的判断不变，关注中美在科技领域摩擦对相关产业链的影响。

固定收益方面：5月与地产、基建相关领域的表现仍然偏强，而随着后续出口压力的逐步体现，以及考虑到消费端和生产端持续恢复受到的一些掣肘因素，预计经济近期这种反弹速度可能难以持续。基于这样的宏观基准判断，参照过去利率周期的规律，在经济缓慢恢复、流动性维持宽松期，收益率大概率由前期单边下行转入区间震荡格局，因此建议目前阶段债券久期不做显著偏离、中性附近相对合适，组合杠杆水平不宜明显偏低，同时注意提高组合流动性；收益率下行风险主要来自复工后欧美疫情的再度爆发，而目前经济活动恢复相对更快的意大利

和德国尚未出现这种迹象；上行风险需要重点关注社融结构改善的持续性。

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）