

2017.01.23-2017.02.05

## 每周市场回顾与展望

## 主要结论:

- 宏观经济: 经济增长短期维持平稳; 央行调整逆回购和 SLF 利率, 在防风险的政策基调下, 未来如果经济增长平稳或通胀预期进一步上升, 政策利率仍存在调整可能
- 权益市场: 就目前来看, 股票市场延续震荡格局; 配置方面, 建议从估值和业绩、成长性的匹配度角度出发, 立足安全边际, 把握结构性投资机会
- 固定收益市场: 利率债方面, 我们认为年内债券市场仍然存在较大的波段操作机会; 信用债方面, 高等级信用债接近配置区间, 中低等级信用利差处于历史低位, 性价比低

## 正文内容:

## 一、市场回顾

宏观方面: 12月规模以上工业企业利润总额同比增长2.3%, 较11月的14.5%大幅下滑12.2个百分点; 2016年全年同比增长8.5%, 较2015年的-2.3%提升10.8个百分点。1月中采制造业 PMI 51.3%, 较上月略下滑0.1个百分点, 高于预期0.1个百分点。据商务部监测, 除夕到正月初六, 全国零售和餐饮企业实现销售额约8400亿元, 比去年同期增长11.4%, 较去年增速微升0.2个百分点。1月23日当周南华综合指数环比增速由前周的2.65%降至0.2%, 金属、工业品和农产品分别上涨0.82%、0.36%和0.2%, 贵金属和能化分别下跌0.85%和0.06%。1月30日当周南华综合指数环比增速由前周的0.2%降至-1.4%, 除贵金属上涨0.29%外, 金属、工业品、能化和农产品分别下跌2.62%、1.56%、1.09%和0.19%。1月23日当周地产销售数据显示 4周移动平均同比增速由前周的-22.01%降至-27.6%, 环比下降43.68%。一线城市同比增速由上周的-28.34%降至-41.33%; 二线城市同比增速由上周的-19.57%降至-21.44%; 三线城市同比增速由上周的-21.46%降至-27.06%。1月30日当周受春节因素影响地产销售数据大幅下滑。1月23日当周耗煤量4周移动平均同比由前周的10.91%回升至11.87%, 周环比下降21.01%; 三峡水库出库日均流量4周移动平均同比增速110.59%, 较前一周基本持平, 环比上升3.1%。1月30日当周耗煤量4周

移动平均同比由前周的11.87%升至15.44%，周环比下降18.05%；三峡水库出库日均流量4周移动平均同比增速由上周的110.59%升至129.48%，环比上升3%。1月30日当周唐山高炉开工率由前周的75.61%升至77.44%，全国高炉开工率由前一周的73.9%升至74.72%。

公开市场操作方面：1月23日-2月4日，节前公开市场逆回购操作1500亿，其中14天品种投放950亿，利率2.4%；28天品种投放550亿，利率2.55%。节后公开市场操作500亿，其中7天品种200亿，利率2.35%；14天品种100亿，利率2.5%；28天品种200亿，利率2.65%。节前后期间到期共计5800亿。

权益方面：上周五两市小幅调整，上证综指收盘跌0.60%报3140.17点，深成指跌0.47%报10004.84点，中小板指、创业板指分别下跌0.09%、0.50%。分行业来看，29个中信一级行业中，仅2个行业上涨，军工、建材分别上涨0.38%、0.32%；其余板块均下跌，其中非银、煤炭、银行跌幅均超1%，分别下跌1.29%、1.29%、1.09%。

固定收益方面（1月23日-2月4日）：利率债方面，一年期国债收益率2.79%，较前一周下跌0.05%；三年期国债收益率2.88%，较前一周下跌0.15%；十年期国债收益率3.41%，较前一周下跌1.18%。一年期国开债收益率3.21%，较前一周上涨0.09%；三年期国开债收益率3.80%，较前一周下跌0.52%；十年期国开债收益率4.08%，较前一周下跌2.05%。

信用债方面，一年期AAA最新收益率3.92%，较前一周下跌0.03%；五年期AAA最新收益率4.16%，较前一周下跌0.70%；一年期AA+最新收益率4.16%，较前一周下跌0.02%；五年期AA+最新收益率4.45%，较前一周下跌0.68%；一年期AA最新收益率4.36%，较前一周下跌0.02%；五年期AA最新收益率4.65%，较前一周下跌0.67%；一年期城投债最新收益率4.37%，较前一周下跌0.06%；五年期城投债最新收益率4.85%，较前一周下跌0.72%。

## 二、重大事件回顾

### 1、中央一号文件聚焦农业供给侧改革

近日，2017年的“一号文件”出炉，这份文件题为《中共中央、国务院关于深入推进农业供给侧结构性改革加快培育农业农村发展新动能的若干意见》（以下简称《意见》）。据中央农村工作领导小组副组长、中央农办主任唐仁健介绍，要用改革的办法来推动农业农村发展由过度依赖资源消耗、主要满足量的需求，向追求绿色生态可持续、更加注重满足质的需求转变，实现农业增效、农民增收、农村增绿。《意见》指出，当前农业的主要矛盾由总量不足转变为结构性矛盾，突出表现为阶段性供过于求和供给不足并存，矛盾的主要方面在供给侧。唐仁健介绍道，新矛盾主要表现在：“农产品需求升级了，有效供给跟不上；资源环境承载能力到了

极限了，绿色生产跟不上；国外低价农产品进来了，国内竞争力跟不上；农民增收传统动力减弱了，新的动力跟不上。” 针对农业现有的弊病，《意见》指出，推进农业供给侧结构性改革，要在确保国家粮食安全的基础上，紧紧围绕市场需求变化，以增加农民收入、保障有效供给为主要目标，以提高农业供给质量为主攻方向，以体制改革和机制创新为根本途径，优化农业产业体系、生产体系、经营体系，提高土地产出率、资源利用率、劳动生产率，促进农业农村发展由过度依赖资源消耗、主要满足量的需求，向追求绿色生态可持续、更加注重满足质的需求转变。仁健指出，改革的核心是理顺政府和市场的关系，实现“三大激活”——激活市场，深化粮食等重要农产品价格形成机制和收储制度改革、完善农业补贴制度等重要举措；激活要素，改革财政支农投入机制、加快农村金融创新、深化集体产权制度改革和探索建立农业农村发展用地保障机制等重大政策举措；激活主体，培育新型农业经营主体和服务主体、开发农村人力资源和吸引各类人才回乡下创新等政策措施。

## 2、央行确认上调 SLF 利率，其中隔夜上调 35 个基点

2月3日，央行在公开市场进行了200亿元7天期、100亿元14天期和200亿元28天期的逆回购操作，操作利率分别为2.35%、2.5%和2.65%，较上一次操作上调了10个基点，为2015年1月逆回购重启以来首次调升。此外，自2月3日起，央行调整常备借贷便利（SLF）利率，其中，隔夜品种上调35个基点，7天期及1个月期利率各上调10个基点，调整后隔夜、七天、1个月利率分别为3.1%、3.35%和3.7%。新春前，央行就已经上调了一次MLF利率，是2014年以来央行首次上调政策利率水平。1月24日，央行开展MLF操作共2455亿，其中6个月1385亿、1年期1070亿，利率分别为2.95%、3.1%，均较上次上调10bp。从上调MLF利率，到提高逆回购利率，再到上调SLF利率，央行在2017年货币政策已显性收紧，在分析人士看来，央行此举主要是面对1月可能再度出现大规模信贷，做出引导预期的对冲行为。有机构预计，央行在公开市场操作方面上调利率，或与年底年初信贷投放过快管理层希望释放一些收紧信号来对信贷增速和金融杠杆进行调控、PPI上涨引发管理层对通胀压力的担心、去杠杆和控制地产泡沫有必要引导利率适当上行等因素有关。兴业银行首席经济学家鲁政委表示，这一次的调整是在中央回归稳健中性，防止泡沫的要求下，面对1月可能再度出现的大规模信贷，央行做出的引导预期的对冲行为。他解释，如果1月信贷过多，就会给市场造成货币政策宽松的感觉，不利于控制市场泡沫。

## 3、央企集团层面股权多元化改革提速，国企公司制改制拟年底完成

作为国企改革的重要组成部分，以推进股份制改革和整体上市为主导的混合所有制改革，无疑是本轮国企改革的重头戏。从国资委获悉，国资委划定公司制改制时间表，将深入推进央企公司制股份制和混合所有制改制，积极探索集团层面股权多元化改革，预计今年内全面完成国有企业公司制改制。与此同时，下一步将积极推动企业在改制上市、兼并重组、项目投资等方面积极引入民间资本和战略投资者，支持中央企业间、中央企业和地方国有企业间交叉持股，大力推进改制上市工作，力求包括集团层面在内的混合所有制改革有所突破，在电力、石油、天然气、铁路、民航、电信、军工等领域迈出实质性步伐。据了解，中共中央国务院曾发布《关于深化国有企业改革的指导意见》，其中对于国有企业整体上市给予了高度重视，强调着力推进国有企业整体上市。专家称，必须看到，目前我国国有企业仍处在市场化改革的关键阶段，由于外需不足，内需预期不稳定，企业增长模式和经营方式还比较粗放等多重原因，不少地方监管企业经济效益出现明显下滑的现象。目前央企公司制改制已经开始提速。据了解，目前中央企业子企业公司制改制面超过 92%，混合所有制企业户数占比达到 68%。董事会建设进一步深化，建设规范董事会的中央企业达到 85 家，外部董事人才库增加到 389 人，专职外部董事增加到 26 人。

#### 4、国务院印发全国国土规划纲要

国务院日前印发《全国国土规划纲要（2016-2030 年）》（以下简称《纲要》）。这是我国首个国土空间开发与保护的战略性、综合性、基础性规划，对涉及国土空间开发、保护、整治的各类活动具有指导和管控作用。《纲要》提出了加快构建“安全、和谐、开放、协调、富有竞争力和可持续发展的美丽国土”的总体目标。到 2030 年，国土空间开发格局不断优化，整体竞争力和综合国力显著增强，国土开发强度不超过 4.62%，城镇空间控制在 11.67 万平方千米以内。城乡区域协调发展取得实质进展，国土开发的协调性大幅提升。资源节约型、环境友好型社会基本建成，可持续发展能力显著增强，单位国内生产总值能耗和用水量大幅下降，坚守耕地“红线”，建成高标准农田 12 亿亩，新增治理水土流失面积 94 万平方千米以上。基础设施体系趋于完善，资源保障能力和国土安全水平不断提升，用水总量控制在 7000 亿立方米以内。海洋开发保护水平显著提高，建设海洋强国目标基本实现。国土空间开发保护制度更加完善，由空间规划、用途管制、差异化绩效考核构成的空间治理体系更加健全。《纲要》部署了全面协调和统筹推进国土集聚开发、分类保护、综合整治和区域联动发展的主要任务。一是构建“多中心网络型”开发格局，推进建设国土开发集聚区和培育国土开发轴带。二是构建分类分级全域保护格局，依据环境质量、人居生态、自然生态、水资源和耕地资源 5 大类资源环境主题实施分类保护。三是构建综合整治格局，修复与提升主要城市化地区、农村地区、重点

生态功能区、矿产资源开发集中区及海岸带和海岛地区的国土功能。《纲要》提出，要强化国土空间用途管制，提升能源资源保障能力，设置“生存线”，严格保护耕地和水资源；设置“生态线”，将用途管制扩大到所有自然生态空间；设置“保障线”，保障经济社会发展必要的建设用地、能源和重要矿产资源安全。

### 三、市场展望

宏观方面：在PPI同比继续冲高及需求相对平稳的情况下，预计短期工业企业利润改善态势将延续。近两周发电耗煤及高炉开工数据显示生产端仍然维持平稳。通胀方面，预测1月CPI同比增速2.4%，PPI同比增速7%。流动性方面，我们认为本次提利率是在短期经济稳定、通胀回升的背景下，央行对金融同业扩张和1月潜在天量信贷作出的去杠杆举措。后续利率是否继续上调需关注债券市场杠杆水平和经济增长情况。如果债市杠杆仍然较高，而实体经济仍能维持基本稳定，那么不排除央行进一步上调利率的可能。此外，节后两周将面临前期投放资金密集到期，以目前央行态度推测，流动性大概率维持紧平衡态势。

权益方面：就目前来看，我们依然维持市场还将处于震荡格局的判断不变。当前企业盈利小幅改善的势头有望延续，这对A股有所支撑，但市场对流动性中性偏紧的预期对市场估值存在压制。综合来看，盈利和流动性等基本面因素难破当前A股的震荡格局。在政策利率上调后，目前影响市场后续走势的关键基本面变数仍在未来经济增长的持续性。配置方面，建议从估值和业绩、成长性的匹配度角度出发，立足安全边际，把握结构性投资机会，并持续关注国企改革、一带一路等主题投资机会。

固定收益方面：利率债方面，基于我们对当前货币政策进入加息周期的概率较小的判断，我们认为年内债券市场仍然存在较大的波段操作机会，时机可能需要等待去杠杆取得明显成果，一个观察指标是房价特别是热点城市房价是否呈现整体拐头向下的势头，此外则是我们身处债券市场之中感受到的杠杆去化程度，一旦去杠杆进入尾声或面临逆转之际，市场将迎来较好的投资机会。

信用债方面，从基本面来看，随着周期复苏力量的减弱，预计发行人资质将重新恶化，内部盈利能力改善难持续；高等级信用利差接近2014年中枢水平，相比贷款而言，发行人通过债券融资动力有所较弱，高等级信用债接近配置区间；中低等级信用利差处于历史低位，性价比低，无法完全覆盖其所含的信用风险和流动性风险，存在较大扩张压力；板块上，经过此轮调整，城投产业债利差已处于相对高位，继续调整空间不大。

附表:

图 1: 公开操作市场-货币投放(回笼)统计

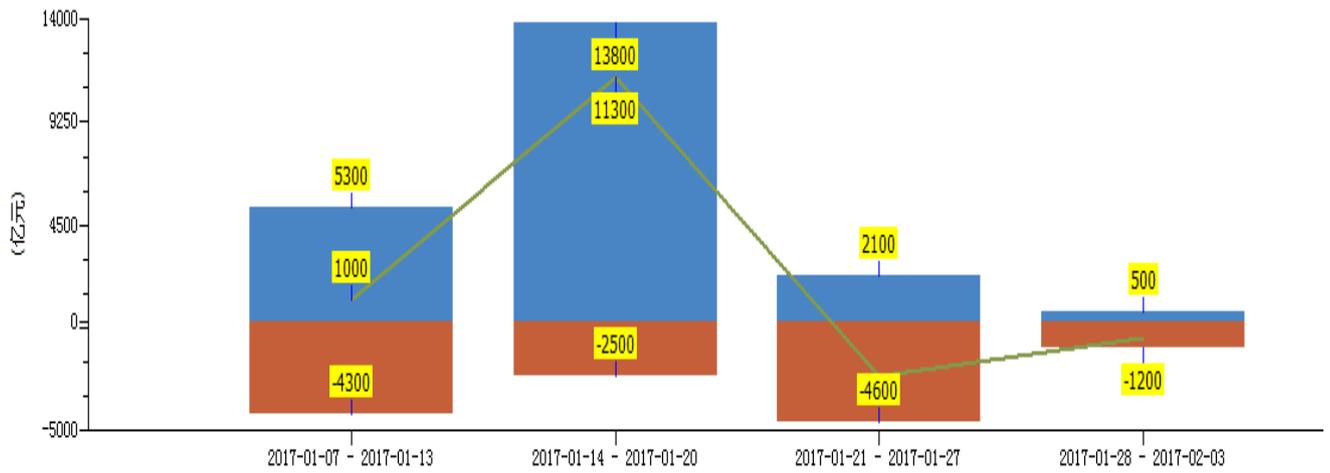


图 2: 股市走势

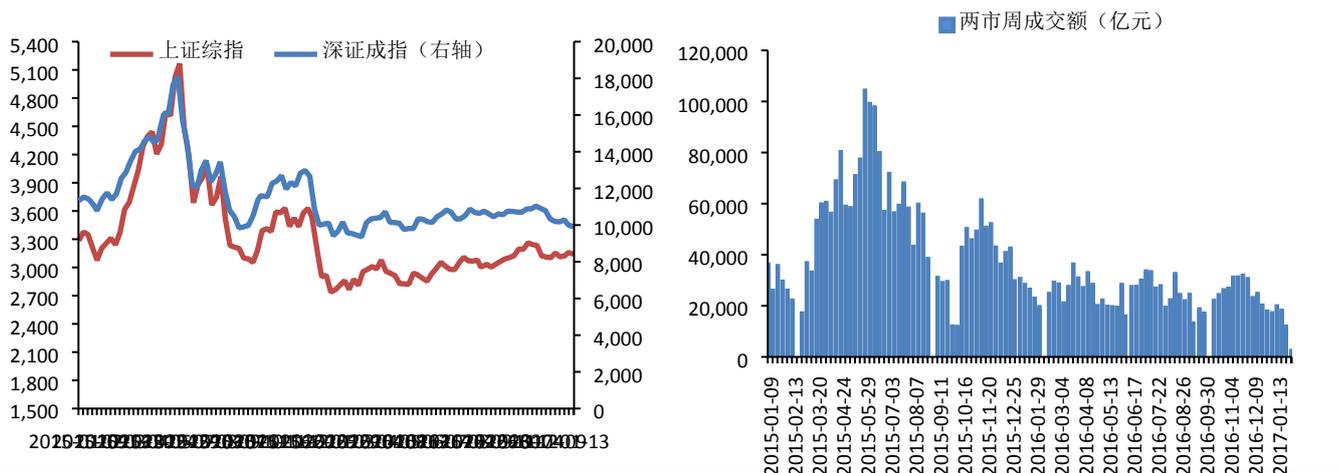


图 3: 主要指数表现 (2月3日)

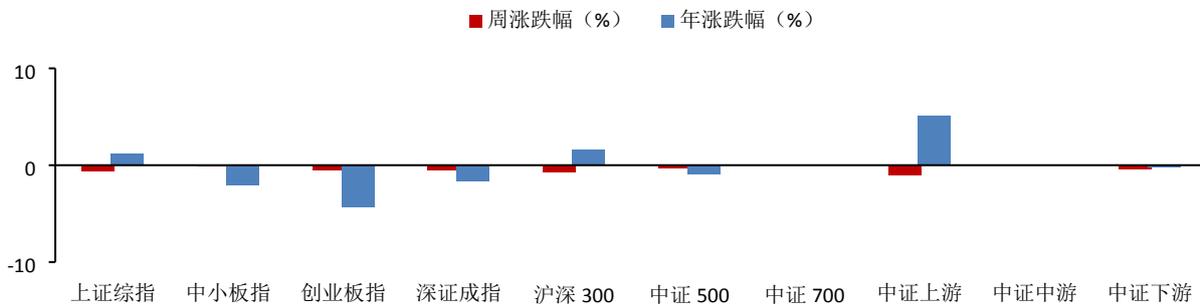


图 4: 行业表现 (2月3日)

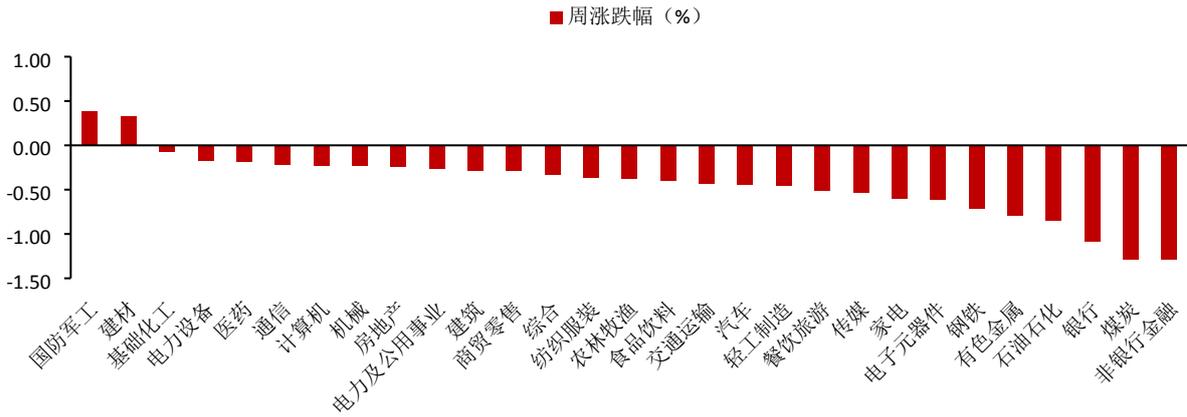


图 5: 回购利率走势

图 6: 票据利率和 SHIBOR 走势

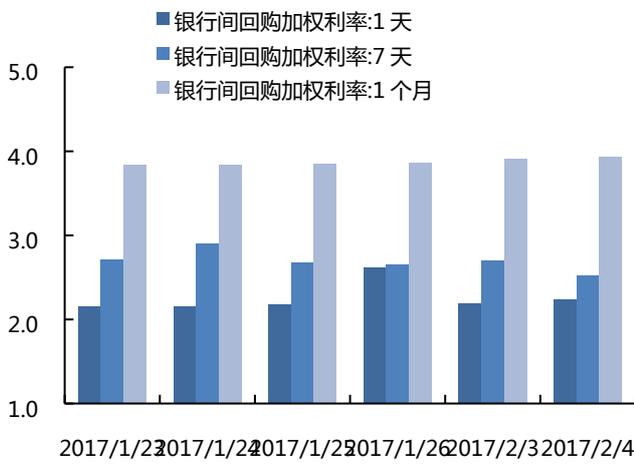


图 7: 各类债券持有期收益率 (1月23日-2月4日)

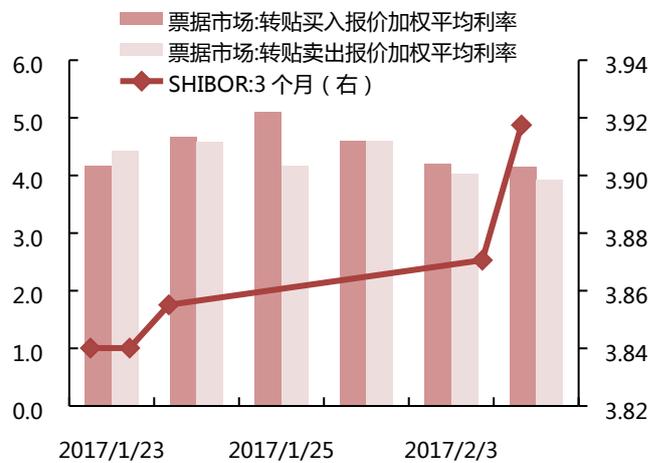
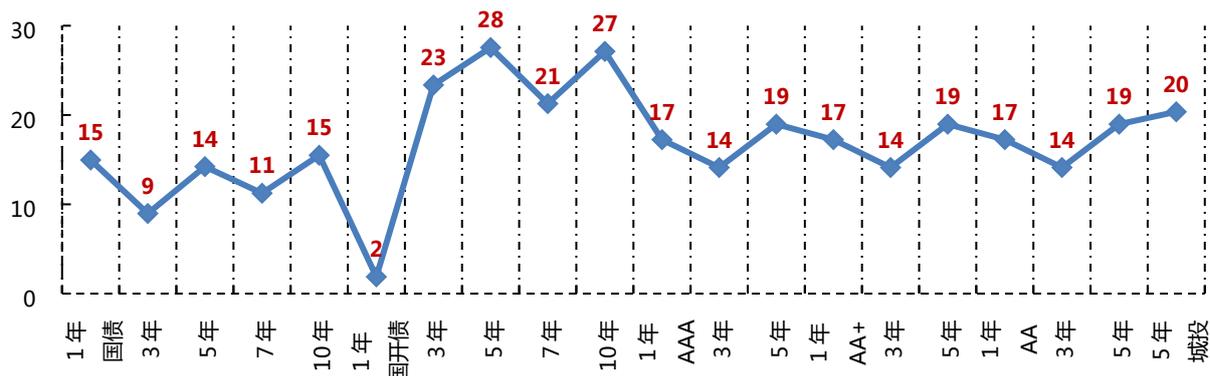


图 8: 各类债券收益率变动 (1月23日-2月4日)



如无特别说明，以上所有原始数据来源为 Wind。

### 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）

公司网址：edu.icbccs.com.cn