

2017.03.21-2017.03.26

每周市场回顾与展望

主要结论:

- 宏观经济: 维持目前调控对地产投资影响有限、上半年地产投资将好于下半年的判断
- 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, 短期内债券市场下行风险有限; 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: 上周南华综合指数环比增速由前一周的0.42%下滑至-1.26%, 除贵金属上涨1.61%外, 金属、工业品、能化和农产品分别下跌2.13%、1.66%、1.38%和0.24%。2月70个大中城市新建住房价格环比增速0.33%, 较上月的0.23%略提升0.1个百分点, 其中一线、二线和三线城市新建住房价格环比增速分别由上月的0%、0.19%和0.32%升至0.13%、0.3%和0.38%; 二手房价格环比增速为0.37%, 较上月的0.35%基本持平, 其中一线、二线和三线城市二手房价格环比增速分别由上月的0.47%、0.39%和0.29%升至0.88%、0.44%和0.23%。上周30城地产销售数据显示, 4周移动平均同比增速由前一周的-31.56%继续下滑至-34.79%, 环比回升4.56%。一线城市同比增速由前一周的-30.46%降至-33.18%, 环比回升3.89%; 二线城市同比增速由前一周的-33.4%降至-38.24%, 环比回落4.32%; 三线城市同比增速由前一周的-29.14%降至-29.79%, 环比升19.18%。房管局口径的48城周度销售数据显示, 3月至前一周末, 48城销售面积同比增速为-20.1%, 较1-2月的累计同比增速-1.3%下滑18.8个百分点。分城市类型来看, 3月至今一线城市销售面积由1-2月的-26.6%升至-17.6%, 二线和三四线同比增速分别由1-2月的-4.9%和15.5%下滑至-27.7%和-10.8%。上周耗煤量4周移动平均同比由前一周的15.82%回升至17.18%, 环比上升4.91%, 春节对标今年(农历年)第八周同比增速由前一周的21.19%升至24%; 三峡水

库出库日均流量4周移动平均同比增速由前一周的149.13%降至144.23%，环比上升2.49%。唐山高炉开工率由前一周的76.8%略升至77.4%，全国高炉开工率由前一周的75.83%升至76.52%。

公开市场操作方面：上周（3月20日-3月24日）公开市场逆回购操作3000亿，其中7天品种1700亿，利率2.45%；14天品种600亿，利率2.6%；28天品种投放700亿，利率2.75%；到期2200亿。

权益方面：截至周五收盘，上证综指报收3248.55点，当周上涨0.34%，深证成指报收10583.04点，当周上涨0.64%，中小板指当周上涨0.74%，创业板指下跌0.07%。分行业来看，29个中信一级行业大部分上涨，其中建筑、家电、餐饮旅游、煤炭、食品饮料等行业涨幅居前，分别上涨5.50%、3.97%、3.84%、3.07%、2.98%，钢铁、房地产、银行、有色等行业跌幅居前，当周分别下跌1.17%、1.17%、1.03%、0.91%。

固定收益方面：利率债方面，一年期国债收益率2.85%，较前一周上涨0.07%；三年期国债收益率3.06%，较前一周下跌0.32%；十年期国债收益率3.25%，较前一周上涨0.56%。一年期国开债收益率3.58%，较前一周下跌0.01%；三年期国开债收益率3.94%，较前一周上涨0.19%；十年期国开债收益率4.05%，较前一周上涨0.36%。

信用债方面，一年期AAA最新收益率4.29%，较前一周下跌0.04%；五年期AAA最新收益率4.45%，较前一周上涨0.19%；一年期AA+最新收益率4.58%，较前一周下跌0.03%；五年期AA+最新收益率4.74%，较前一周上涨0.20%；一年期AA最新收益率4.73%，较前一周下跌0.03%；五年期AA最新收益率4.89%，较前一周上涨0.20%；一年期城投债最新收益率4.72%，较前一周上涨0.05%；五年期城投债最新收益率5.13%，较前一周上涨0.33%。

二、重大事件回顾

1、周小川：货币政策宽松已到周期尾部 不能过度依赖

3月26日，在博鳌亚洲论坛2017年年会“货币政策的‘度’”分论坛上，中国人民银行行长周小川表示，货币政策在经过多年的量化宽松之后，目前全球已经到达了这次周期的尾部，这意味着货币政策将不再是宽松的政策。不过他也指出，因为全球经济的复苏在不同国家以不同的速度进行，因此货币政策也不是完全协调一致的。对于中央政府债务，周小川表示，中央政府债务占GDP比例不是很高；需要去调整中央政府和地方政府之间的关系，调整财权、事权以及调整地方财政政策的限度。关于货币宽松与楼市泡沫，周小川表示，不能说货币宽松政策造成通胀和资产泡沫，这其实是不预期的后果；经验表明，当货币政策宽松的话，很可能会导致更高的通货膨胀，或者导致某些资产泡沫，金融市场或者房地产市场，或者其他资产泡沫，但

人们还是需要做取舍，还是要关注康复、经济复苏这一面。周小川还指出，虽然在一些国家看到了再通胀的迹象，但要在全球范围内下结论还为时尚早，不过货币当局要对此密切关注，因为通胀水平与货币政策制定有着直接联系。周小川还认为，经过多年的量化宽松，全球市场充斥着流动性，尽管货币当局已经开始实施货币政策正常化，但过程是渐进的。我们要强调结构性改革的重要性，强调不能过度依赖货币政策，这点对于货币当局也非常重要。

2、李克强：决不能让大量资金趴在账上睡大觉

李克强总理 21 日在国务院廉政工作会议上说，“管好资金首先要抓住预算这个‘龙头’。”要将政府收支全部纳入预算，做到预算一个“盘子”、收入一个“笼子”、支出一个“口子”，彻底杜绝“小金库”。李克强指出，着力打造阳光财政，所有使用财政资金的部门全部要公开预决算。要通过全面实行清单管理建立规范政府权力责任的“总台账”。今年要抓紧制定国务院部门权力和责任清单，减权过程能减则减，除涉及重大安全和公共利益等事项外，行政审批事项原则上都要依法依规程序取消。李克强表示，在当前财政收入增速放缓、民生等各方面支出需求增加的情况下，决不能让大量资金趴在账上“睡大觉”。要加大力度清理盘活沉淀的财政资金，从体制上解决“打酱油的钱不能买醋”，确保公共资金高效安全使用。他表示，国有资产是全体人民的共同财富，不是任人宰割的“唐僧肉”，国企国资走出去，监管必须及时跟出去。要健全外国资经营业绩考核和责任追究制度，确保企业境外国有资产安全运营和保值增值。

3、央行工作论文：货币政策不能包打天下

3 月 20 日，央行官网发布题为《中国稳健货币政策的实践经验与货币政策理论的国际前沿》的工作论文。该论文提出，针对近期短期宏观调控政策用力过猛，而供给侧结构性改革措施的落实和执行力度不到位等问题，提出稳健中性的货币政策，正是认识到货币政策有其边界，不能包打天下，不能代替结构性改革，货币政策有效实施需要其他政策配合，尤其需要以供给侧结构性改革为基础。华泰证券首席宏观研究员李超在接受《每日经济新闻》记者采访时表示，中国的货币政策采用多目标制度，但并不意味着能够包打天下。并不能仅仅依靠货币政策的宽松、“放水”来维持经济的高增长，经济的提质增效需要改革来推进。目前，全球多数中央银行依然实施多目标的货币政策，美联储就是典型代表。中国兼具一个大的转轨经济体和新兴市场经济体的特征，这也决定了中国央行要采取多目标的货币政策。上述论文指出，中国货币政策的目标既要以控制通胀为主，还要兼顾转型发展和金融改革的需要。论文指出，货币政策各个目标的重要性并不相同，在不同时期也会有所侧重。但货币政策的多目标难免重叠并相互干扰，这与复杂货币政策规则一样，容易引发相机抉择倾向。文中表示，未来应进一步深入探索、

丰富适应中国以通胀为主要政策目标、兼顾其他目标的货币政策理论，完善符合中国国情的货币政策目标框架。

三、市场展望

宏观方面：上周高频数据显示，生产端短期仍维持平稳；地产销售环比小幅回升，不过在去年3月较高的基数影响下，一线、二线和三四线城市的同比增速跌幅均有所扩大。通胀方面，初步预测3月CPI同比增速1%，PPI同比增速7.6%左右。流动性方面，央行在上周上半周资金面紧张情况下，持续净投放，反映其维护季末资金面稳定的操作意图。周小川行长讲话指出中国和全球货币政策都将从宽松转向审慎，虽然过程可能是渐进的，但是信号的发出是重要的，再次证实货币政策将维持中性偏紧格局。

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，我们维持此前的判断，目前基本面和政策面尚未看到转向的迹象，除非央行继续快速提升公开市场利率，否则短期内想要看见市场的进一步下跌可能是比较难的。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，相比贷款而言高等级信用债接近配置区间，短期可关注月底资金收紧及供给冲击带来信用利差冲高的配置机会；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。

附表:

图 1: 公开操作市场-货币投放 (回笼) 统计

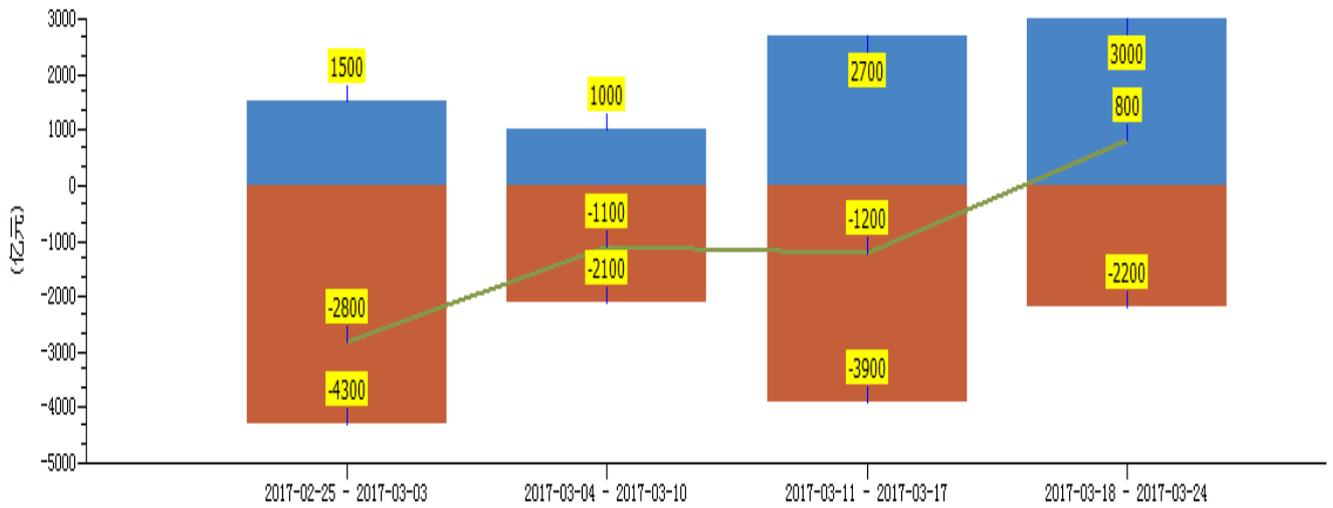


图 2: 股市走势

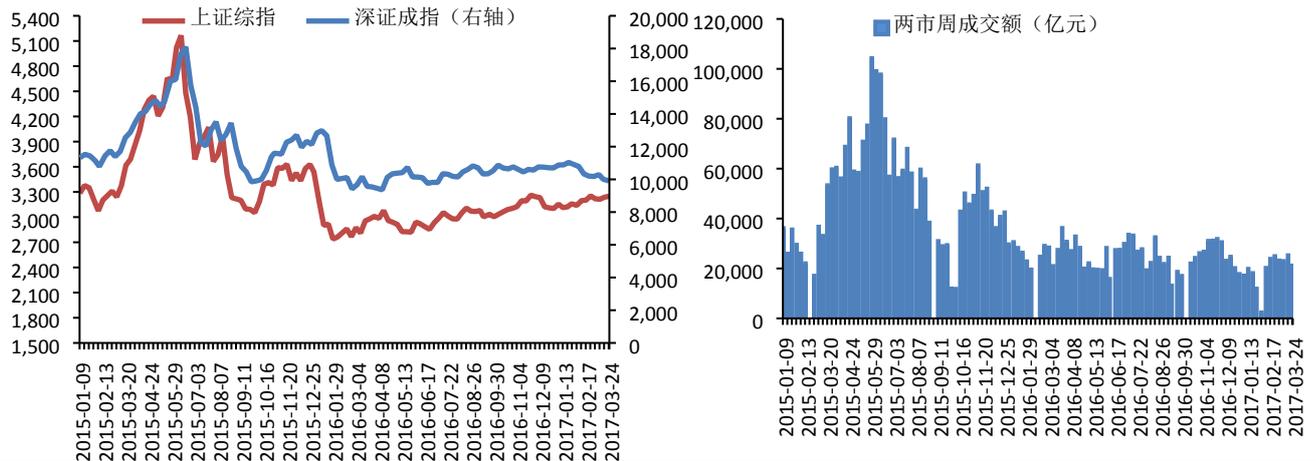


图 3: 主要指数表现

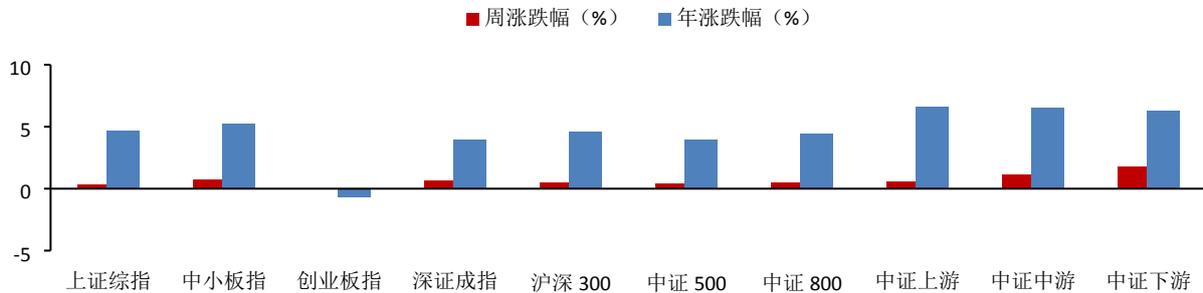


图 4: 行业表现

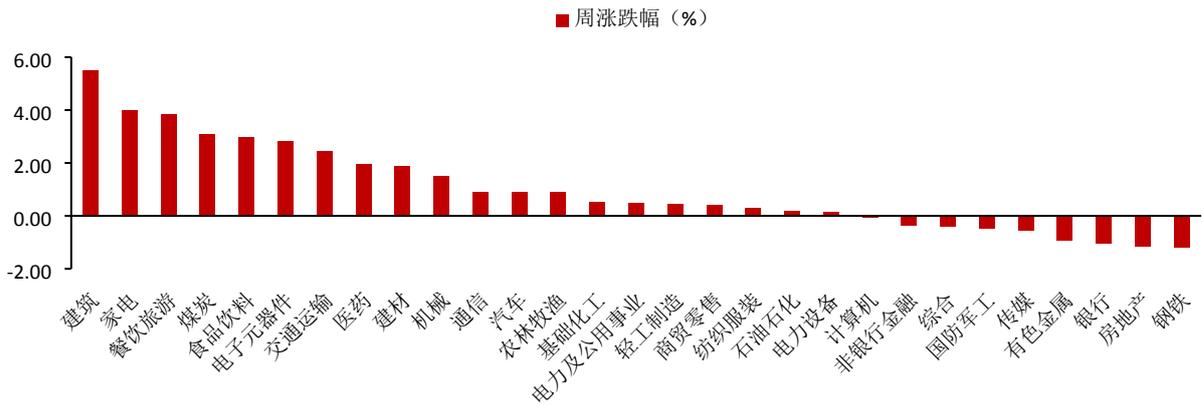


图 5: 回购利率走势

图 6: 票据利率和 SHIBOR 走势

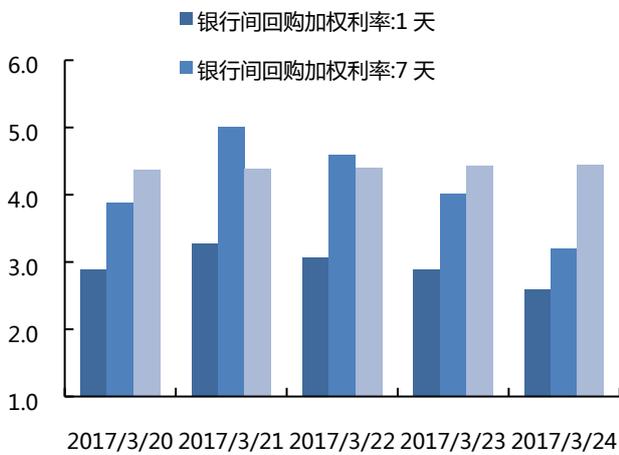


图 7: 各类债券持有期收益率

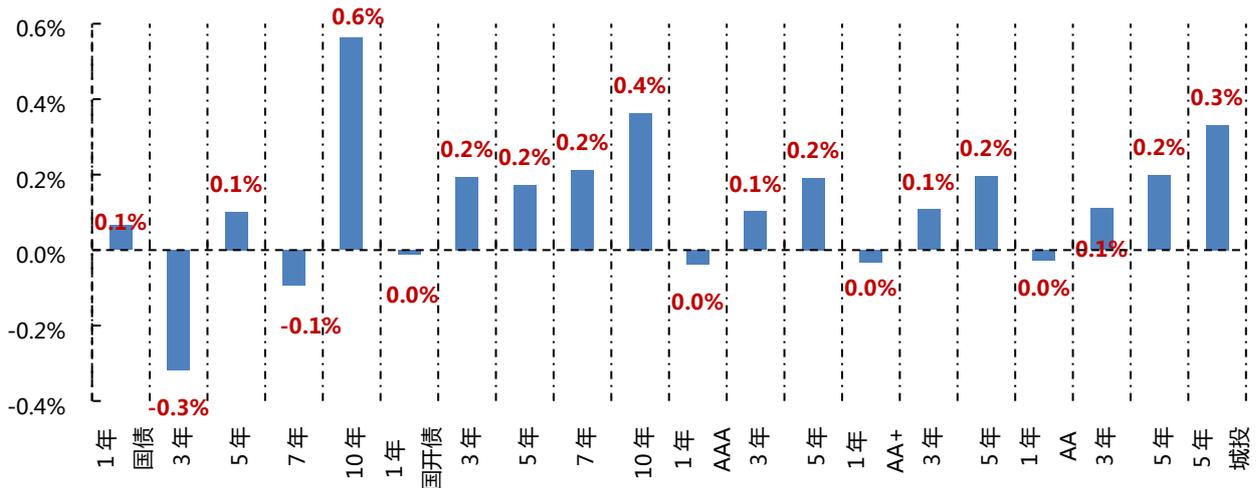


图 8: 各类债券收益率变动

