

2018. 4. 9-2018. 4. 13

## 每周市场回顾与展望

## 主要结论:

- 宏观经济: 经济增长方面, 3月出口数据低于市场预期, 但一季度整体外贸数据仍然不弱。3月社融数据受表外明显压缩影响而低于市场预期, 这一状况是否持续还待继续观察和验证; 通货膨胀方面, 预计二季度CPI较一季度基本持平, 二季度PPI环比仍将维持在0附近偏负区间, 同比在去年低基数作用下有望与一季度持平。流动性方面, 资金面仍偏宽松。
- 权益市场: 目前我们依然维持中期经济增长平稳的判断不变。投资策略方面, 我们认为, 年内新兴产业投资吸引力较去年抬升, 与此同时阶段性的主题投资也将成为市场的重要特征。在当前时点, 我们仍维持均衡配置建议。
- 固定收益市场: 基于收益率水平还处于历史70%以上分位数且融资收缩还在持续, 战略层面仍然看好债市, 但是近期收益率下行较多, 市场流动性溢价明显下行, 且交易户加杠杆力度较大, 资金面在5-6月份存在一些不确定性, 因此短期不会追涨, 等待更好的买入时机。

## 正文内容:

## 一、市场回顾

## (一) 宏观方面

1、经济增长: 一季度出口和进口较四季度稳中略升, 外需仍较强, 内需基本维稳; 表外压缩致广义社融加速下行, 预计二季度需求或小幅走弱不过幅度有限

以美元计价, 3月中国出口同比增速由2月的44.5%降至-2.7%; 进口同比增速由2月的6.3%升至14.4%。

3月全社会用电量同比增长3.6%, 其中第一产业用电量同比增长5.9%, 第二产业用电量同

比下降1.6%，第三产业用电量同比增长12.5%，居民生活用电量同比增长21.1%。1-3月全社会用电量同比增长9.8%，其中第二产业同比增长6.7%。

上周南华综合指数环比增速由前周的1.42%下降至0.52%；工业品、农产品、金属、贵金属分别上涨1.75%、0.93%、0.83%、0.19%；能化下跌0.12%。水泥价格周环比增速由前周的1.19%下降至0.88%（涨幅略低于季节性）。

上周地产销售方面，30城地产销售面积4周移动平均同比增速由前周的-38.59%进一步回升至-33.77%，环比升4.2%；一线城市同比增速由前周的-41.81%升至-35.52%，环比降2.80%；二线城市同比增速由前周的-29.63%升至-24.59%，环比升3.85%；三线城市同比增速由前周的-50.0%回升至-44.1%，环比升9.5%。土地成交方面，前周成交土地面积4周移动平均同比由前前周的67.68%降低至38.79%，成交土地溢价率（四周移动平均）由前前周的15.17%上升至18.92%。

生产方面，春节对标来看，上周日均耗煤量略高于去年同期水平，较前周基本维持平稳。上周耗煤量4周移动平均同比由前周的1.79%略升至1.88%，三峡水库出库日均流量4周移动平均同比增速-31.32%，较前周基本持平。开工率方面，全国高炉开工率由前周的65.06%上升至66.99%，唐山高炉开工率由前周的64.63%上升至66.46%；焦化企业开工率由前周的76.96%上升至77.25%；汽车半钢胎开工率由4月1日当周的72%上升至72.89%。

注：以上数据来源于WIND资讯

点评：3月出口增速为负，贸易差额为负主要受到春节较晚因素影响，属于正常季节性扰动。合并一季度数据来看，出口同比和季调环比均较去年四季度有所抬升，显示外需仍然较强。一季度进口增速较四季度小幅抬升，主要受到机电和高新基础产品进口的带动，主要大宗进口量增速稳中略升，显示内需仍维持基本平稳。一季度贸易差额较去年同期为负增长，净出口对GDP的贡献可能为负。一季度全社会用电量增速维持较高增速，第二产业用电量增长6.7%，显示一季度工业生产不弱。

3月新增人民币贷款1.12万亿，前值8393亿，同比多增1000亿。3月新增社会融资规模1.33万亿，前值1.17万亿，同比少增7886亿。3月M2同比 8.3%，前值 8.8%。

注：以上数据来源于WIND资讯

点评：3月新增人民币贷款基本符合市场预期，新增社会融资规模低于市场预期，主要受到表外融资进一步收紧的影响。受表外融资压缩的影响，3月社融余额增速加速回落，金融条件进一步收紧；财政面的资金支持亦有所收紧，广义社融余额增速出现明显下行，幅度较1月相当。往后看，融资环境的加速收紧会对短期需求产生一定的拖累，叠加近期地方政府债务管

理加强，我们认为二季度需求可能小幅走弱，考虑到中期经济结构和短期经济活力的变化（目前除债券外，表内外利率均在上行显示融资需求仍然较强），二季度经济下行的幅度不大。对于全年经济暂时仍维持平稳的判断，同时需继续关注二季度融资变化。

**2、通货膨胀：3月CPI回落幅度超预期，食品和非食品环比均低于季节性；PPI环比跌幅略走阔**

3月CPI同比增速2.1%，较上月回落0.8个百分点；PPI同比增速3.1%，较上月下滑0.6个百分点。

根据商务部监测，上周食品价格较前一周环比下降0.2%。分项看，菜价环比由前一周的-1.8%上升至-1.2%，猪肉价格环比由前一周的-2.2%上升至0.2%；生产资料价格方面，黑色、有色、橡胶环比分别上涨2.2%、2.0%、1.0%，农产品价格不变，化工、农产品、能源环比分别下跌0.7%、0.2%、0.1%。

**点评：**3月CPI同比回落幅度较大，食品和非食品环比均低于季节性；考虑到存在春节因素的扰动，综合一季度来看，整体CPI同比较去年四季度小幅走高，其中食品涨价动能高于去年同期（市场共识），不过非食品价格环比涨价动能较去年同期的转弱幅度超出我们预期，后续走势仍待观察。往后看，猪价偏低位仍将对食品价格存在压制；非食品方面，年初以来服务分项以及房租价格涨幅仍然偏温和，预计二季度CPI较一季度基本持平，油价涨势需密切跟踪。3月PPI环比跌幅进一步走阔，同比受基数影响继续放缓。分行业来看，主要拖累来自于石油和天然气产业链，有色价格环比仍在负区间，黑色价格环比有所回升，造纸业环比涨幅改善较大。往后看，高频数据显示4月以来国际油价有所上行，下游完全复工后钢价止跌企稳，不过淡季煤价继续下跌。预计二季度PPI环比仍将维持在0附近偏负区间，同比在去年低基数作用下有望与一季度持平。

**3、流动性与人民币汇率：资金面均衡偏松，央行继续净回笼；美元兑人民币汇率升值**

上周珠三角票据直贴利率均值由前周的5.38%下降至5.184%，转贴利率均值由前周的5.02%下降至4.872%。

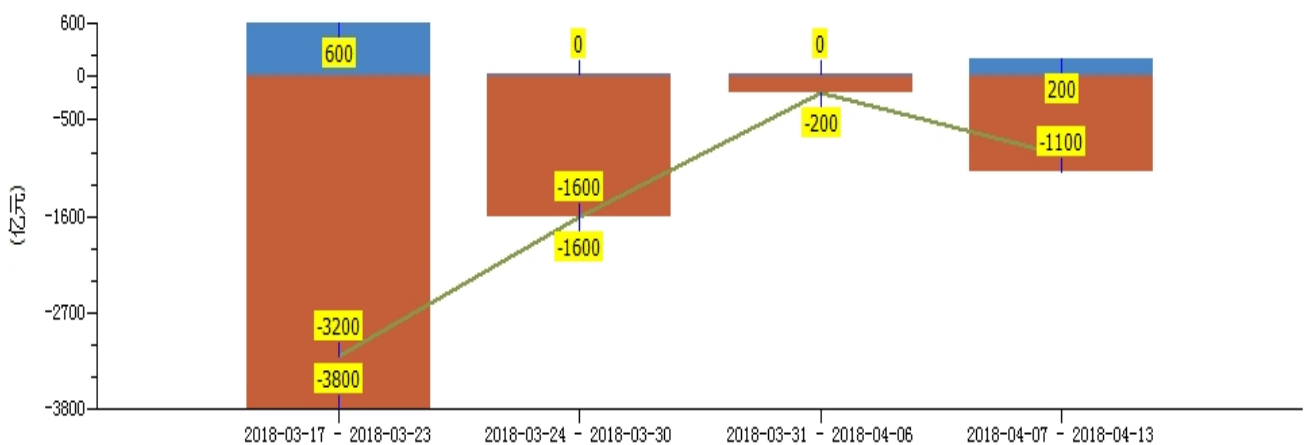
上周央行公开市场净回笼1000亿元，其中7天逆回购投放100亿元，28天逆回购到期1100亿元。7天回购定盘利率周均值由前周的2.90%下降至2.78%。

上周人民币兑美元在岸即期汇率、离岸即期汇率和汇率中间价升值。在岸即期汇率周五收盘为6.2825，周五离岸人民币汇率为6.2733。

注：以上数据来源于WIND资讯

点评：银行体系流动性总量处于较高水平的情况下，上周资金面延续了月初以来的宽松态势，货币市场利率维持低位运行，短端小幅走低，央行公开市场操作继续净回笼。周五据媒体报道，商业银行存款利率上限的行业自律约定将放开。在当前负债竞争激烈、大部分银行已经执行现行利率上限的情况下，取消行业自律约定对增量负债定价有一定影响，对存量暂时没有影响。该举措与易行长提到的实现两种利率接轨目标相一致。从基本面而言，“非对称加息”并非不可能，不过在淡化基准利率的意图下，直接调整基准利率工具的使用可能仍将较为谨慎。

图 1：公开操作市场-货币投放（回笼）统计



注：数据来源于WIND资讯，其中蓝色为资金投放量、红色为资金回笼量。

#### 4、国际：美国CPI受暂时性因素影响低于预期，核心CPI进一步走高

美国3月PPI环比升0.3%，预期升0.1%，前值升0.2%；同比升3%，预期升2.9%，前值升2.8%。3月核心PPI环比升0.3%，预期升0.2%。美国3月CPI环比-0.1%，为十个月来首次录得负值，预期0%，前值0.2%；同比升2.4%，预期2.4%，前值2.2%。美国3月核心CPI环比增长0.2%，与预期、前值持平；同比增长2.1%，与预期持平，高于前值1.8%。

注：以上信息来源于WIND资讯

点评：3月美国CPI录得负值，主要受到汽油价格下跌的暂时性因素拖累，剔除能源和食品后的核心CPI进一步走高，显示通胀正进一步接近美联储2%的目标。数据公布后，主要资产价格波动不大。

#### （二）权益方面

截至周五收盘，上证综指报收3159.05点，当周上涨0.89%，深证成指报收10687.02点，当周上涨0.02%，中小板指当周上涨0.16%，创业板指当周下跌0.67%。

分行业来看，29个中信一级行业中18个行业上涨，其中石油石化、钢铁和银行当周分别上涨3.25%、3.04%和1.81%；11个行业下跌，其中农林牧渔、家电和食品饮料当周分别下跌3.14%、1.19%和1.18%。

图 2: 主要指数表现

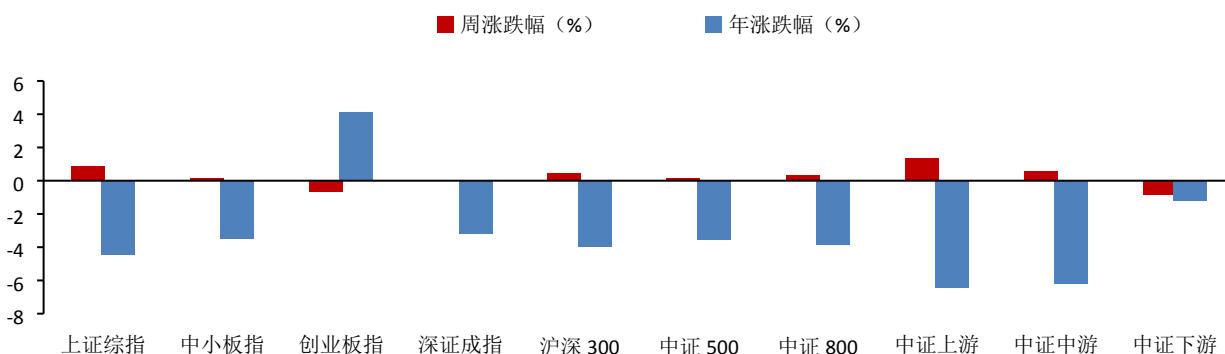
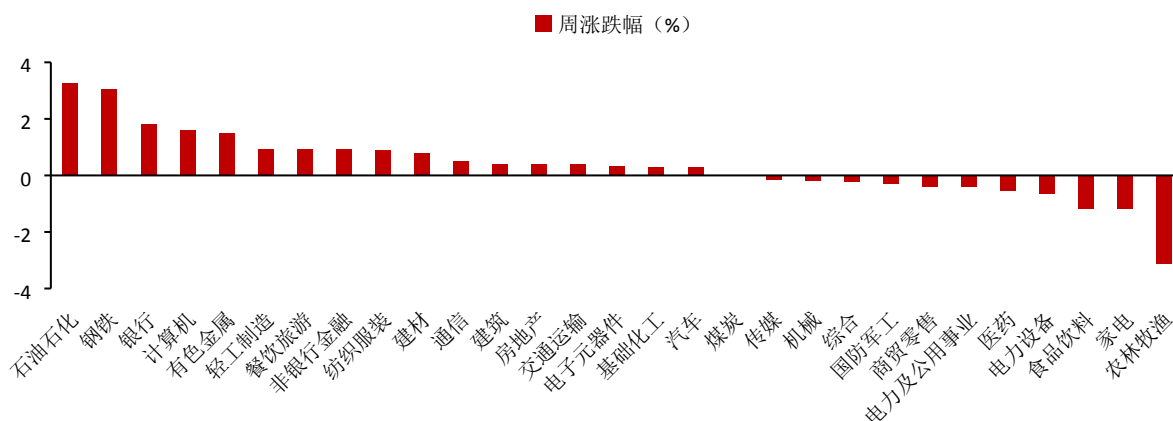


图 3: 行业表现



注：数据来源于WIND资讯，工银瑞信整理，数据区间为2018年4月9日至2018年4月13日。

### （三）固定收益方面

利率债方面，一年期国债收益率3.20%，较前一周上涨0.12%；三年期国债收益率3.37%，较前一周上涨0.48%；十年期国债收益率3.71%，较前一周上涨0.01%。一年期国开债收益率3.74%，较前一周上涨0.11%；三年期国开债收益率4.28%，较前一周上涨0.11%；十年期国开债收益率4.58%，较前一周下跌0.41%。

信用债方面，一年期AAA最新收益率4.53%，较前一周上涨0.11%；五年期AAA最新收益率4.95%，较前一周上涨0.44%；一年期AA+最新收益率4.75%，较前一周上涨0.12%；五年期AA+最新收益率5.22%，较前一周上涨0.48%；一年期AA最新收益率4.96%，较前一周上涨0.13%；五年期AA最新收益率5.52%，较前一周上涨0.40%；一年期城投债最新收益率4.97%，较前一周上涨

0.18%；五年期城投债最新收益率5.59%，较前一周上涨0.78%。

图 4：各类债券持有期收益率

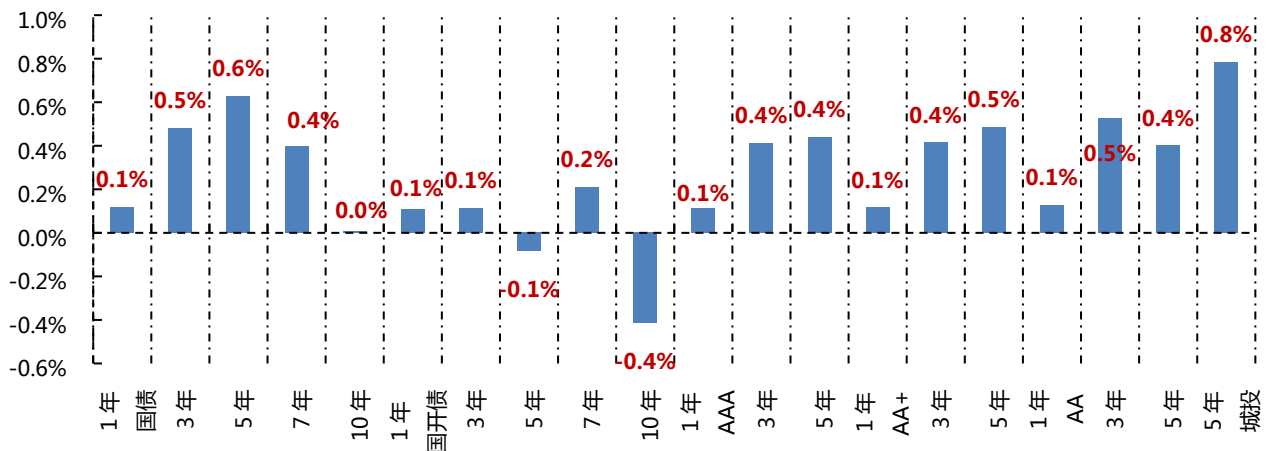
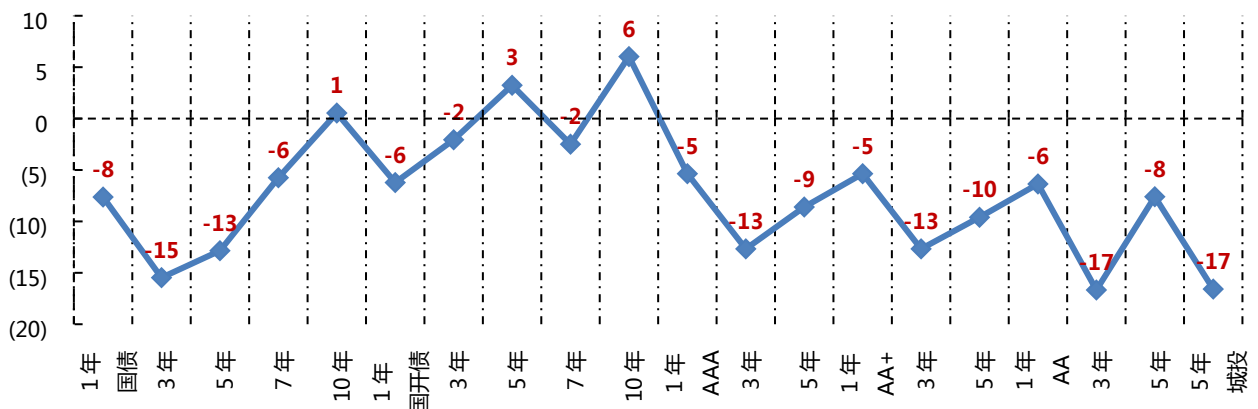


图 5：各类债券收益率变动



注：数据来源于WIND资讯，工银瑞信整理，数据区间为2018年4月9日至2018年4月13日。

## 二、市场展望

**宏观方面：经济增长方面**，3月出口数据低于市场预期，但一季度整体外贸数据仍然不弱。往后看，融资环境的加速收紧会对短期需求产生一定的拖累，叠加近期地方政府债务管理加强，我们认为二季度需求可能小幅走弱，考虑到中期经济结构和短期经济活力的变化（目前除债券外，表内外利率均在上行显示融资需求仍然较强），二季度经济下行的幅度不大。对于全年经济暂时仍维持平稳的判断，同时需继续关注二季度融资变化。**通货膨胀方面**，往后看，

猪价偏低位仍将对食品价格存在压制；非食品方面，年初以来服务分项以及房租价格涨幅仍然偏温和，预计二季度CPI较一季度基本持平，油价涨势需密切跟踪。预计二季度PPI环比仍将维持在0附近偏负区间，同比在去年低基数作用下有望与一季度持平。**流动性方面**，资金面仍偏宽松。

**权益方面**：上周公布的3月通胀、外贸和货币信贷数据整体低于市场预期。其中通胀和出口数据受春节等因素扰动影响。社融数据低于市场预期可能加重市场对经济增长的短期悲观预期。不过从中观层面数据来看，目前实体经济数据需求并不弱。综合来看，短期经济悲观预期仍将占主导。尽管如此，**目前我们依然维持中期经济增长平稳的判断不变**。这一中期判断要发生改变，重点要关注社融数据、地方政府和国企去杠杆力度、以及贸易战和海外资本市场波动。投资策略方面，我们认为，年内金融市场流动性可能好于去年，同时科技创新也将是年内政策主线，因此年内新兴产业投资吸引力较去年抬升，与此同时在市场存量博弈格局未变的情况下，阶段性的主题投资也将成为市场的重要特征。**在当前时点，我们仍维持均衡配置建议**。

**固定收益方面**：债券方面，上周收益率先下后上，贸易战阴影缓和之后，地缘政治风险再现，通胀、外贸、融资等数据对债市也都利好偏多，但收益率在较高点下行近60bp后，追涨力量明显不足。基于收益率水平还处于历史70%以上分位数且融资收缩还在持续，战略层面仍然看好债市，但是近期收益率下行较多，市场流动性溢价明显下行，且交易户加杠杆力度较大，资金面在5-6月份存在一些不确定性，因此短期不会追涨，等待更好的买入时机，本周的缴税和MLF到期对于近期的央行货币政策来说是一个比较好的观察时点。

#### 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